IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 418 | DICIEMBRE 2017

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Un nuevo presidente para la Fed: ¿cambio de perspectivas?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Cómo decidir dónde internacionalizar su empresa: ICIE 2017

UNIÓN EUROPEA
Más allá de la tasa de desempleo

ECONOMÍA ESPAÑOLA
El proyecto de ley del crédito inmobiliario

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2018

Perspectivas globales: diccionario (mínimo) para leer correctamente el año 2018

Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional

Riesgos macrofinancieros globales

La economía española en 2018: la relevancia del sector exterior

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Diciembre 2017

CaixaBank, S.A.
Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:
30 de noviembre de 2017

Enric Fernández
Director Corporativo de Planificación Estratégica y Estudios

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía

Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

Estel Martín
Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

6 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Un nuevo presidente para la Fed: ¿cambio de perspectivas?*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *El nuevo ciclo político-económico chino: ¿la hora de la verdad para el gigante asiático?*

16 *Cómo decidir dónde internacionalizar su empresa: ICIE 2017*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *Más allá de la tasa de desempleo*

22 *El despertar del mercado inmobiliario portugués*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *Los vaivenes de la inflación española: a vueltas con la energía*

28 *El proyecto de ley del crédito inmobiliario*

29 *Empleo y productividad: señales positivas*

32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2018

32 *Perspectivas globales: diccionario (mínimo) para leer correctamente el año 2018*
Àlex Ruiz

34 *Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional*
Clàudia Canals

36 *Riesgos macrofinancieros globales*
Mathieu Fort

38 *La economía española en 2018: la relevancia del sector exterior*
Judit Montoriol Garriga

Perspectivas 2018

Este mes, como es habitual cada diciembre, dedicamos el Dossier del *Informe Mensual* a las perspectivas del año próximo.

Hace 12 meses, este editorial subrayaba la importancia de la política de cara a las perspectivas económicas de 2017. Hablábamos del presidente Trump, de las elecciones francesas y alemanas, del *brexit* y de la situación política en España.

Transcurrido un año, la recuperación de la economía global y de la eurozona ha ganado fuerza –más incluso de lo que preveíamos–, pero la política continúa estando en el foco de atención.

Desde luego, en el caso de España, continúan siendo válidas las palabras que utilizábamos el año pasado: las grandes reformas requieren dialogar y alcanzar equilibrios aceptables para una gran mayoría de la población, y que ofrezcan estabilidad y certidumbre.

En EE. UU., la Administración Trump ha demostrado un cierto pragmatismo y está a punto de conseguir la aprobación de una reforma fiscal que podemos considerar globalmente positiva, aunque nos siguen preocupando los tics proteccionistas.

En Europa, las elecciones francesas y alemanas dieron sendos espaldarazos a opciones europeístas, pero todavía no está claro si el eje francoalemán está dispuesto a liderar las reformas que necesita la eurozona para reforzar la integridad de la unión monetaria. En este sentido, una nueva *grosse koalition* en Alemania –que se podría concretar en las próximas semanas– sería una excelente noticia. Por otra parte, las elecciones italianas, a la vuelta de la esquina, también volverán a ser un nuevo test para el alza de los populismos y el euroescepticismo.

En cuanto al *brexit*, ya anticipábamos un proceso extremadamente complejo y se ha confirmado que estábamos en lo cierto. De todas formas, mantenemos el optimismo sobre la posibilidad de que se establezca un periodo de transición que otorgue más tiempo para finalizar las negociaciones y un acuerdo final que no penalice en exceso la libre circulación de personas y capitales. Eso sí, el riesgo de un no acuerdo es significativo y el daño que causaría, principalmente para la economía británica, sería enorme. Cada día que pasa se hace más evidente el error que supuso la celebración del referéndum sobre el *brexit*, en el que gran parte del electorado no sabía a favor de qué votaba (solo en contra de qué lo hacía).

En definitiva, la política vuelve a plantear importantes retos de cara al 2018. Superarlos será clave para poder gestionar con éxito los verdaderos grandes desafíos de esta era: el impacto del cambio tecnológico y la necesidad de un modelo de crecimiento más inclusivo, el envejecimiento de la población y sus efectos sobre los sistemas de pensiones y el conjunto de las finanzas públicas, y el cambio climático, un reto que pone a prueba como ningún otro la capacidad de cooperar internacionalmente en pos de un bien común. Estos, y no la política, son los temas que nos gustaría tratar en el editorial del diciembre del próximo año.

Para terminar, solo me queda desearles unas felices fiestas y un próspero 2018. Que la política acompañe.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de noviembre de 2017

CRONOLOGÍA

NOVIEMBRE 2017

2 El Banco de Inglaterra sube el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el 0,50%.
Jerome Powell es nominado nuevo presidente de la Reserva Federal de EE. UU. en sustitución de Janet Yellen.
30 La OPEP anuncia una prórroga de los recortes de producción hasta finales del año 2018, nueve meses más respecto a lo que se había acordado inicialmente.

OCTUBRE 2017

22 Shinzō Abe es ratificado como primer ministro de Japón.
24 El XIX Congreso del Partido Comunista de China reelige a Xi Jinping como secretario general para un segundo mandato de cinco años.
26 El BCE anuncia su intención de reducir el volumen de compras de activos (QE). En concreto, a partir de enero y hasta septiembre de 2018, el BCE rebajará las adquisiciones mensuales de 60.000 a 30.000 millones de euros.

SEPTIEMBRE 2017

15 Standard & Poor's mejora el *rating* soberano de Portugal de BB+ a BBB– y lo sitúa dentro del grado de inversión.
20 La Fed anuncia que en octubre empezará a reducir su balance. Inicialmente se dejarán de reinvertir vencimientos por valor de 6.000 millones de dólares en deuda pública y 4.000 en deuda y bonos de titulización hipotecaria, cifras que aumentarán paulatinamente en los próximos trimestres.
21 Standard & Poor's rebaja el *rating* soberano de China de AA– a A+.
25 Angela Merkel gana las elecciones generales de Alemania.

AGOSTO 2017

16 Se inician las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA).

JUNIO 2017

8 En el Reino Unido, el partido conservador gana las elecciones, aunque pierde la mayoría absoluta en el Parlamento.
14 La Reserva Federal de EE. UU. aumenta el tipo oficial en 25 p. b. para situarlo en el intervalo 1%-1,25%.
18 En Francia, el partido del presidente Macron, La República en Marcha (LRM), obtiene mayoría absoluta en la Asamblea Nacional francesa.

AGENDA

DICIEMBRE 2017

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
5 Índice de producción industrial (octubre).
7 Consejo Europeo.
12-13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
18 Créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).
22 Comercio exterior (octubre).
27 Balanza de pagos (3T).
Posición de inversión internacional neta (3T).
28 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
29 Balanza de pagos (octubre).
Avance del IPC (diciembre).
Tasa de ahorro de los hogares (3T).

ENERO 2018

11 Índice de producción industrial (noviembre).
15 Cuentas financieras (3T).
17 Créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
25 Encuesta de población activa (4T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
26 PIB de EE. UU. (4T y 2017).
30 Avance del PIB (4T).
PIB de la eurozona (4T).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (enero).
30-31 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
31 Balanza de pagos (noviembre).
Avance del IPC (enero).

2018: recuperación en marcha

La economía mundial, en una buena dinámica de crecimiento. Cerca de terminar el año, los indicadores siguen trazando una senda de aceleración de la actividad global, que va camino de cerrar 2017 con un avance del 3,6% (en 2016 fue del 3,2%). Además de este mayor dinamismo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en 2017 el crecimiento también se ha caracterizado por un mayor grado de homogeneidad entre países. Así, bajo el paraguas de unas condiciones financieras acomodaticias y un aumento suave de los precios de las materias primas, en 2017 la economía mundial ha subido una marcha y encara el 2018 también con las perspectivas de un crecimiento más sólido (de un 3,8% según el escenario de CaixaBank Research).

Los factores globales dominan el mapa de riesgos. A pesar de la mejora de la coyuntura macroeconómica, persisten los riesgos de naturaleza macrofinanciera y geopolítica. Después de que el BCE ya determinara, el pasado mes, gran parte de su política monetaria para 2018, el foco de atención se sitúa en la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed). Salvo sorpresa de última hora, este diciembre la Fed elevará el tipo de referencia hasta el intervalo 1,25%-1,50%, un movimiento descontado por analistas e inversores. Sin embargo, de cara a 2018, persiste una marcada discrepancia entre las señales de la propia Fed, con un escenario de tres subidas que coincide con el de CaixaBank Research, y el que incorporan los activos financieros (entre una y dos subidas). A las fricciones que ello puede generar, hay que sumarle, todavía en el plano macrofinanciero, las dudas sobre la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense y los desequilibrios financieros de China. Finalmente, cabe no menospreciar la proliferación de riesgos de carácter geopolítico y comercial (recrudecimiento de la guerra fría en Oriente Próximo, tensiones con Corea del Norte y renegociaciones del NAFTA).

EE. UU. avanza en la fase madura del ciclo. La segunda estimación del PIB muestra que la actividad creció un 2,3% interanual en el 3T, por encima de las previsiones más optimistas, y los indicadores más recientes también apuntan a un ritmo de avance sólido en el 4T. Así, el consenso de analistas ha revisado al alza las perspectivas de crecimiento para el conjunto de 2017 y 2018 (del 2,2% y 2,4%, respectivamente, en el caso de CaixaBank Research), aunque ello todavía contrasta con unas perspectivas moderadas para la inflación. Mientras, en el plano político, la reforma impositiva de la Administración Trump sigue avanzando con la aprobación de una propuesta en la Cámara de Representantes (sin embargo, para que la reforma entre en vigor, el Senado, que todavía está preparando su propia propuesta, debe aprobar la misma versión del proyecto de ley).

Europa gana confianza. Los datos disponibles para la segunda mitad del año siguen reforzando la mejora de las perspectivas de la economía de la eurozona. A los factores de apoyo de los últimos años (a saber, unas condiciones financieras acomodaticias y un precio del petróleo en cotas relativamente bajas) se han sumado, en los últimos meses, una mayor confianza en la recuperación económica y una reducción de las fuentes de riesgo doméstico. Así, CaixaBank Research ha vuelto a revisar al alza las perspectivas de crecimiento y espera un avance del PIB del 2,3% en 2017 y del 2,2% en 2018. No obstante, en Europa también destacan los retos políticos, especialmente en relación con la profundización del proyecto de integración europea y las negociaciones con el Reino Unido por el *brexit*. Precisamente, a finales de noviembre, el Gobierno del Reino Unido aumentó la oferta económica relativa a la factura de salida de la UE, facilitando el inicio de las negociaciones para un acuerdo de transición.

Las economías de España y Portugal, viento en popa. En España, la segunda estimación del PIB confirmó el avance intertrimestral del 0,8% (3,1% interanual) en el 3T, un buen dato apoyado en la demanda interna (contribución de 2,7 p. p.) que refuerza el escenario de CaixaBank Research de un crecimiento del 3,1% en el conjunto de 2017. De cara a 2018, la senda expansiva tendrá continuidad con un patrón de crecimiento más equilibrado, fruto de la desaceleración prevista de la demanda interna (por el menor empuje de factores temporales, como el bajo precio del petróleo, la rebaja fiscal y la materialización de decisiones de compra y de inversión pospuestas durante la crisis) y una mayor contribución del sector exterior, empujado por la buena dinámica de la economía global y las ganancias de competitividad del sector exportador español. En lo que respecta a Portugal, el PIB avanzó un 0,5% intertrimestral (2,5% interanual) en el 3T y el cuadro de indicadores referentes al 4T refuerza la perspectiva de CaixaBank Research de un crecimiento del 2,7% en el conjunto de 2017 y del 2,2% en 2018. Con ello, los inversores siguen incorporando la mejora del escenario macroeconómico de Portugal y, en las próximas semanas y/o meses, se podrían producir nuevas mejoras del *rating* soberano.

PREVISIONES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Economía internacional

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,2	3,6	3,8	3,7	3,6	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Países desarrollados	*1,7*	*2,2*	*2,2*	*1,9*	*2,2*	*2,3*	*2,3*	*2,4*	*2,2*	*2,1*
Estados Unidos	1,5	2,2	2,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,7	2,5	2,3
Eurozona	1,8	2,3	2,2	1,7	2,3	2,5	2,5	2,4	2,3	2,1
Alemania	1,9	2,6	2,3	1,8	2,3	2,8	3,0	2,7	2,5	2,2
Francia	1,1	1,8	1,8	1,6	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7
Italia	1,1	1,6	1,2	0,9	1,5	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1
Portugal	1,5	2,7	2,2	2,1	3,0	2,5	2,3	2,0	2,3	2,4
España	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,0	2,7	2,4	2,2
Japón	1,0	1,5	1,1	1,0	1,5	1,6	1,3	1,3	1,0	1,0
Reino Unido	1,8	1,6	1,5	1,9	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5
Países emergentes	*4,3*	*4,6*	*4,9*	*5,0*	*4,6*	*4,6*	*4,7*	*4,9*	*4,9*	*4,9*
China	6,7	6,8	6,5	6,3	6,9	6,8	6,7	6,6	6,4	6,4
India	7,9	6,3	7,3	7,5	5,7	6,3	7,0	7,0	7,2	7,4
Indonesia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,0	5,1	5,3	5,5	5,5	5,5
Brasil	–3,6	0,7	2,1	2,4	0,3	1,0	2,0	2,2	2,0	2,0
México	2,9	2,1	2,2	2,6	1,9	1,5	1,7	1,9	2,2	2,3
Chile	1,6	1,4	2,6	3,0	1,0	2,1	2,2	2,5	2,6	2,6
Rusia	–0,3	1,7	1,8	2,4	2,5	1,8	2,0	1,9	1,8	1,6
Turquía	2,9	4,9	3,5	3,5	5,1	6,0	3,5	3,5	3,3	3,5
Polonia	2,7	4,4	3,4	3,0	4,3	5,0	4,0	3,6	3,5	3,2
Sudáfrica	0,4	0,7	1,3	1,5	0,4	0,6	1,0	1,5	1,2	1,2
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3
Países desarrollados	*0,8*	*1,7*	*1,8*	*1,9*	*1,6*	*1,7*	*1,7*	*1,7*	*1,9*	*2,0*
Estados Unidos	1,3	2,1	2,2	2,2	1,9	2,0	2,1	1,8	2,4	2,5
Eurozona	0,2	1,6	1,5	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7
Alemania	0,4	1,7	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	1,8
Francia	0,3	1,2	1,4	1,7	1,0	0,9	1,3	1,3	1,4	1,5
Italia	0,0	1,4	1,3	1,6	1,6	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4
Portugal	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,3	2,0	1,9	1,7	1,9
España	–0,2	2,0	1,6	1,9	2,0	1,7	1,5	1,0	1,6	2,1
Japón	–0,1	0,4	0,9	1,0	0,4	0,6	0,4	1,0	0,8	1,0
Reino Unido	0,7	2,7	2,5	2,3	2,7	2,8	2,9	2,6	2,5	2,5
Países emergentes	*4,3*	*4,1*	*4,2*	*4,1*	*3,9*	*4,0*	*4,3*	*4,3*	*4,3*	*4,3*
China	2,0	1,7	2,1	2,3	1,4	1,6	2,3	2,4	2,4	2,2
India	4,9	3,2	4,3	4,9	2,2	3,0	3,9	4,0	4,1	4,5
Indonesia	3,5	3,8	4,0	4,6	4,3	3,8	3,5	3,3	3,8	4,2
Brasil	8,8	3,5	4,3	4,5	3,6	2,6	3,1	4,3	4,2	4,3
México	2,8	5,9	3,9	3,5	6,1	6,5	6,0	4,5	3,8	3,8
Chile	3,8	2,2	2,9	3,0	2,3	1,7	2,2	2,6	3,0	3,0
Rusia	7,1	3,9	3,7	4,0	4,2	3,4	3,3	3,5	3,3	4,0
Turquía	7,8	10,6	8,2	7,5	11,5	10,6	10,3	9,0	8,5	7,7
Polonia	–0,2	1,6	2,2	2,5	1,5	1,5	1,7	2,0	2,3	2,3
Sudáfrica	6,3	5,4	5,1	5,4	5,3	4,8	5,0	4,4	4,8	5,5

Previsiones

Economía española

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,9	2,4	2,0	1,9	2,4	2,4	2,5	2,3	2,0	1,8
Consumo de las AA. PP.	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,8	1,2	1,0	0,9
Formación bruta de capital fijo	3,3	4,8	3,2	3,0	3,8	5,4	5,3	3,3	3,5	2,9
Bienes de equipo	4,9	5,8	3,4	2,6	3,8	6,1	7,0	3,6	4,5	2,7
Construcción	2,4	4,3	2,9	3,2	4,0	4,9	4,2	2,8	2,5	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,6	2,5	2,0	1,9	2,3	2,7	2,8	2,2	2,1	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,8	5,2	4,1	4,2	4,4	4,9	5,1	2,9	3,9	5,1
Importación de bienes y servicios	2,7	4,0	3,2	3,2	2,3	4,0	5,0	1,8	3,4	4,2
Producto interior bruto	**3,3**	**3,1**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**2,2**
Otras variables										
Empleo	3,0	2,7	2,1	2,0	2,9	2,4	3,1	2,5	2,3	1,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	19,6	17,1	15,4	13,7	17,2	16,4	16,2	16,7	15,5	14,8
Índice de precios de consumo	–0,2	2,0	1,6	1,9	2,0	1,7	1,5	1,0	1,6	2,1
Costes laborales unitarios	–0,6	–0,1	1,0	1,3	–0,4	–0,4	0,4	0,5	1,2	1,1
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–4,3	–3,1	–2,5	–2,1						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,51	1,11	1,75	2,52	1,05	1,25	1,33	1,50	1,58	1,83
Líbor 3 meses	0,74	1,26	2,01	2,77	1,20	1,32	1,45	1,69	1,90	2,12
Líbor 12 meses	1,37	1,79	2,30	2,86	1,75	1,73	1,91	2,09	2,23	2,37
Deuda pública a 2 años	0,84	1,38	2,35	3,16	1,28	1,36	1,64	1,90	2,20	2,50
Deuda pública a 10 años	1,84	2,33	2,88	3,52	2,26	2,24	2,39	2,58	2,78	2,98
Euro										
Refi BCE	0,01	0,00	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	–0,26	–0,33	–0,33	–0,07	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 meses	–0,03	–0,14	–0,17	0,22	–0,13	–0,16	–0,18	–0,18	–0,18	–0,18
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,58	–0,74	–0,51	0,06	–0,74	–0,72	–0,74	–0,64	–0,55	–0,47
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,10	0,38	0,63	1,39	0,31	0,42	0,44	0,52	0,56	0,66
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,11	1,13	1,16	1,19	1,10	1,17	1,17	1,16	1,15	1,16
¥/€	120,30	126,52	130,78	132,77	122,21	130,38	132,44	131,26	129,85	130,31
£/€	0,82	0,88	0,87	0,86	0,86	0,90	0,89	0,88	0,88	0,87
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	45,04	54,67	62,00	63,75	50,92	52,18	60,88	62,00	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,58	51,57	53,82	46,34	44,84	51,77	51,43	50,58	51,90

Notas: *1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Acumulado de cuatro trimestres. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

COYUNTURA · Leve repunte de la volatilidad en los principales mercados financieros internacionales

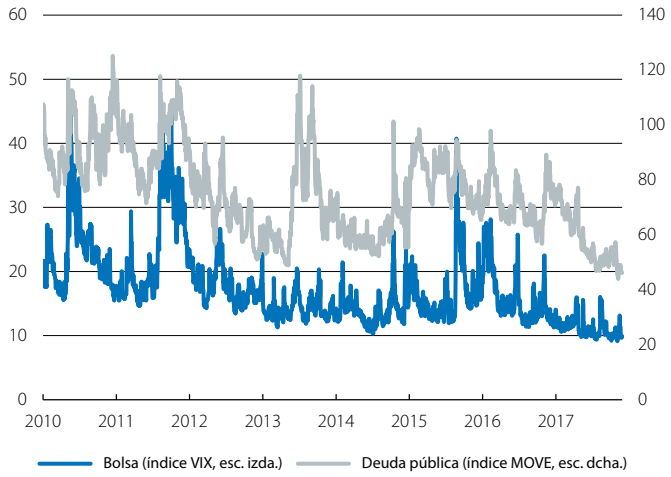
Los mercados financieros internacionales siguen su progresión, pero no sin dificultades. Aunque el mes de noviembre se saldó con ganancias en la mayoría de las bolsas internacionales, este estuvo marcado por una evolución en dos tiempos. Durante la primera mitad del mes, las principales bolsas internacionales se mostraron dubitativas y llegaron a registrar algún episodio de correcciones al compás de las negociaciones sobre la reforma fiscal en EE. UU. y la preocupación que generan las elevadas valoraciones que registran algunos índices. Las bolsas europeas, en particular las de los países de la periferia, fueron las que sufrieron las correcciones más significativas. Con todo, durante la segunda mitad del mes, las principales bolsas internacionales mostraron señales de estabilización, apoyadas principalmente por una sólida campaña de resultados empresariales a ambos lados del Atlántico y por una mejora continua del cuadro macroeconómico global que deja entrever mayores dividendos en el futuro. En cuanto a los activos de renta fija, las rentabilidades en los principales mercados de bonos se mantuvieron relativamente estables pese a un leve repunte al inicio del mes.

Las buenas perspectivas macroeconómicas siguen siendo un factor de apoyo importante para los activos financieros. La mejora del cuadro macroeconómico global volvió a confirmarse este mes, tal y como señalan los índices de sorpresas económicas, que volvieron a encontrarse en territorio positivo, tanto en EE. UU. y Europa como en los países emergentes. Aun así, aunque algunos focos de incertidumbre parecen estar disminuyendo (gracias al avance de la reforma fiscal en EE. UU., por ejemplo), otros podrían suponer un riesgo para los principales activos financieros en el futuro. Concretamente, en un contexto de expectativas de inflación relativamente bajas, cualquier sorpresa al alza puede generar un ajuste de las expectativas de los inversores internacionales que vayan acompañados de correcciones en los principales índices (para más detalles, véase el artículo «Riesgos macrofinancieros globales» del Dossier de este *Informe Mensual*). Asimismo, las nuevas pruebas de misiles llevadas a cabo por Corea del Norte en los últimos días de noviembre nos recuerdan que el riesgo geopolítico se mantiene presente, si bien esta vez no ha suscitado grandes movimientos en los mercados financieros internacionales.

Las bolsas europeas se quedan atrás mientras la bolsa estadounidense acumula récords. Pese a un inicio tímido de mes, la bolsa estadounidense terminó noviembre con nuevos máximos históricos, alentada por una mayor concreción de la reforma fiscal. En Europa, las bolsas tuvieron más dificultades en recuperar la corrección sufrida al inicio del mes y acabaron registrando caídas significativas que deshicieron las fuertes

Volatilidad implícita en los mercados financieros

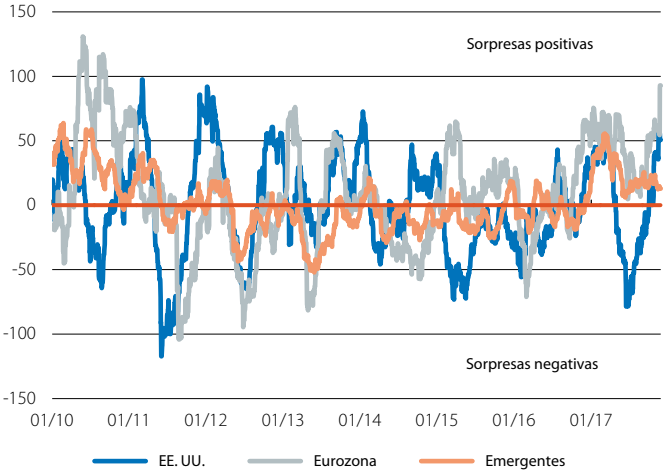
Índice *Índice*



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

Índice de sorpresas económicas

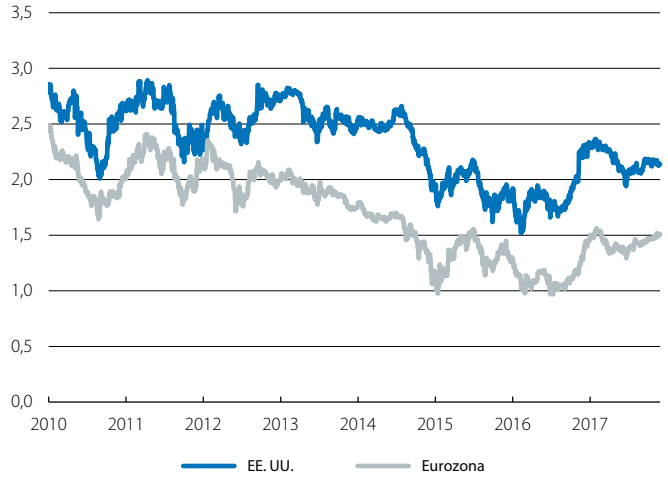
Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.*

Expectativas de inflación

Swaps *de inflación (%)*



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

subidas registradas después de que el BCE anunciara, a finales de octubre, que extendería el QE hasta septiembre de 2018. Las caídas fueron generalizadas en el conjunto de los países de la región (Eurostoxx50: –2,8%, DAX: –1,6%, CAC: –2,4% y PSI: –0,9%), si bien el Ibex registró uno de los descensos más importantes (–3,0%), principalmente a causa de la persistencia de la incertidumbre política. Con todo, los mercados europeos de renta variable mostraron señales de estabilización en los últimos días del mes, aunque no llegaron a recuperar una senda alcista clara.

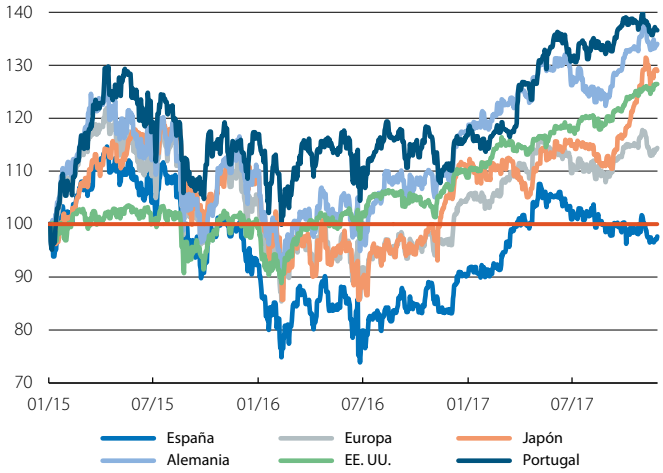
La Fed y el BCE siguen mandando mensajes de confianza en torno a la actividad económica. Las actas de las últimas reuniones de los dos principales bancos centrales del bloque desarrollado publicadas este mes confirmaron la valoración positiva que hacen de los datos de actividad más recientes. En concreto, tras haber anunciado en octubre una reducción de los estímulos mediante la disminución de su programa de compra de activos, el Consejo de Gobierno del BCE se mostró más confiado en la recuperación de la inflación, gracias a la mayor firmeza de la actividad económica de la eurozona durante los últimos meses. Por lo que respecta a la Reserva Federal, la fortaleza de la economía estadounidense ha respaldado el escenario de una nueva subida de tipos de interés este diciembre (ya totalmente descontada en las cotizaciones financieras) y de un endurecimiento gradual de la política monetaria en los próximos trimestres. Además, el nombramiento de Jerome Powell como nuevo presidente de la Fed y su énfasis en la necesidad de subir los tipos de manera gradual mandan un mensaje de continuidad con la política monetaria de la entidad, al menos en los próximos meses. Sin embargo, es cierto que existen dudas respecto al impacto que tendrá en la regulación financiera este relevo a la cabeza de la Fed (para más detalles véase el Focus «Un nuevo presidente para la Fed: ¿cambio de perspectivas?» de este mismo *Informe Mensual*).

Los mercados de renta fija permanecen relativamente estables. Aparte de un leve repunte al inicio del mes, las rentabilidades de los bonos soberanos del bloque desarrollado se mantuvieron en una franja horizontal en noviembre. En EE. UU., las rentabilidades de los bonos a corto plazo terminaron el mes ligeramente al alza, pero este repunte se trasladó solo parcialmente a la parte larga de la curva, terminando la *yield* del bono a 10 años en el 2,4%. En Europa, las primas de riesgo de los países de la periferia mostraron una evolución positiva: en España, experimentó leves repuntes puntuales a lo largo del mes, pero se acabó estabilizando alrededor de los 110 puntos y, en Portugal, siguió orientada a la baja. Finalmente, en los mercados de bonos corporativos, la estabilidad fue también la nota dominante del mes, con la excepción del leve repunte temporal registrado a mediados de noviembre en las rentabilidades de los bonos corporativos *high yield*, tanto para las empresas europeas como estadounidenses.

El euro vuelve a apreciarse frente al dólar. Tras corregir parte de la fuerte apreciación que había experimentado a lo largo del año, la moneda única volvió a apreciarse hasta superar los

Principales bolsas avanzadas

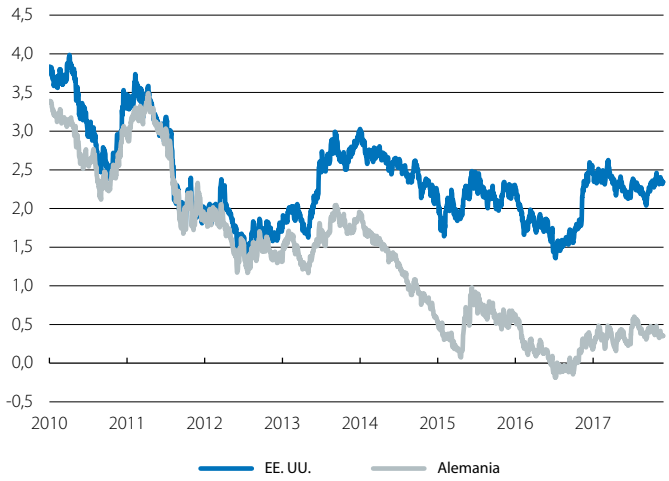
Índice (100 = enero 2015)



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

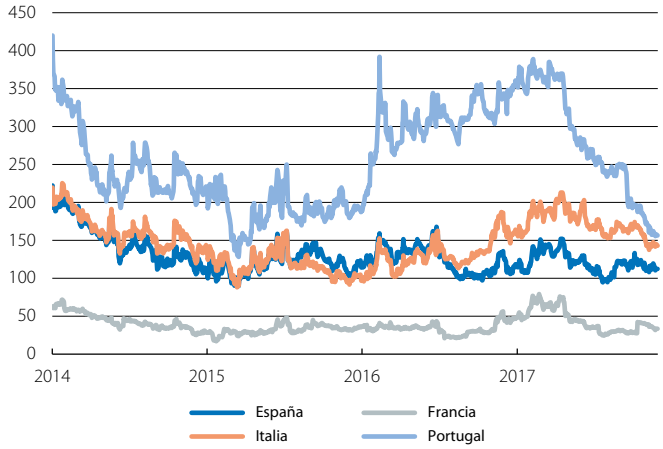
(%)



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

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años

(p. b.)



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

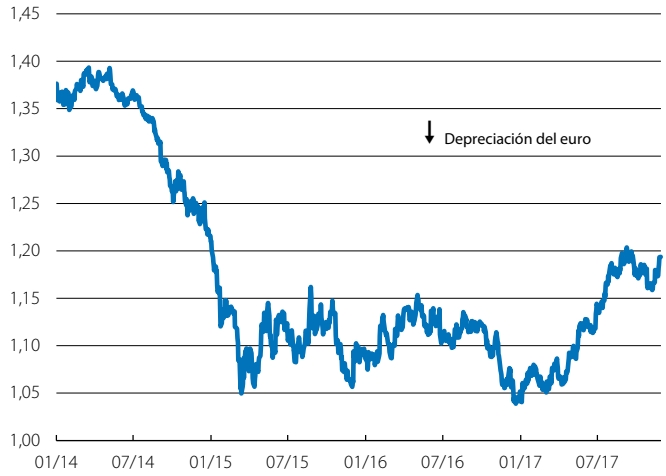
1,19 dólares. La incertidumbre respecto a la reforma fiscal en EE. UU. fue uno de los principales factores que favoreció esta ligera apreciación del euro en noviembre. Sin embargo, a medida que la reforma fue avanzando, el dólar mostró señales de estabilización durante los últimos días del mes y el cruce euro-dólar se mantuvo en los 1,19 dólares. En el bloque emergente, la mayoría de las divisas volvieron a apreciarse frente al dólar en noviembre. Una excepción notable fue la lira turca, que siguió depreciándose en el contexto de las tensiones con EE. UU. y de las críticas reiteradas del presidente Erdogan a la necesidad de endurecer la política monetaria para combatir la inflación.

Las bolsas emergentes vuelven a crecer tras un episodio de incertidumbre. El patrón empieza a ser habitual desde el verano para los activos de renta variable emergentes: repuntes de aversión al riesgo que provocan caídas en las bolsas emergentes que recuperan rápidamente su senda alcista apoyadas, principalmente, en las buenas perspectivas macroeconómicas. El mes de noviembre no fue una excepción, con descensos marcados en las primeras semanas que acabaron compensándose con subidas significativas en la segunda parte del mes, si bien los últimos días volvieron a mostrar señales de debilidad. Así, en el cómputo mensual, el índice bursátil MSCI de las economías emergentes creció un 0,2%. Por países, mientras que la bolsa china mostró señales de desaceleración (–2,2%) y la bolsa turca registraba un nuevo desplome (–5,6%), la mayoría del resto de bolsas emergentes terminaron el mes en positivo.

La OPEP cumple con el guion previsto y anuncia una extensión de los recortes. En su reunión del 30 de noviembre en Viena, los países miembros de la organización y sus aliados anunciaron una extensión de los recortes de producción hasta finales del año 2018. El cartel se mostró confiado en que su decisión de mantener la producción en 1,8 millones de barriles diarios debería permitir reequilibrar el mercado. Tras haber fluctuado todo el mes por encima de los 60 dólares a causa de la anticipación del acuerdo, y pese a la incertidumbre generada por la indecisión de Rusia de respaldar el acuerdo, el precio del barril de Brent se acercó a los 64 dólares después del anuncio de la OPEP. Con todo, aunque los esfuerzos de la organización deberían contribuir a reequilibrar el mercado en los próximos meses, esperamos que el recorrido al alza del precio del crudo sea limitado, principalmente por un posible repunte de la producción de *shale* en EE. UU. En este sentido, el nuevo récord de producción de crudo alcanzado en EE. UU. a finales de noviembre nos recuerda la necesidad de permanecer cautos respecto al futuro del precio del petróleo.

Cotización del euro frente al dólar

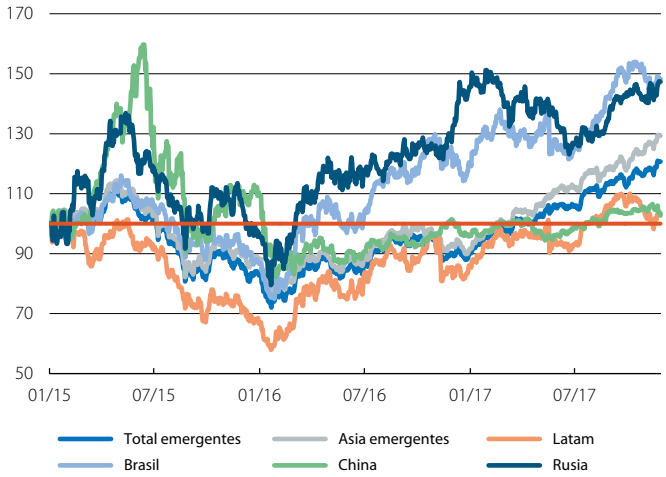
(Dólar-euro)



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

Bolsas emergentes por geografía

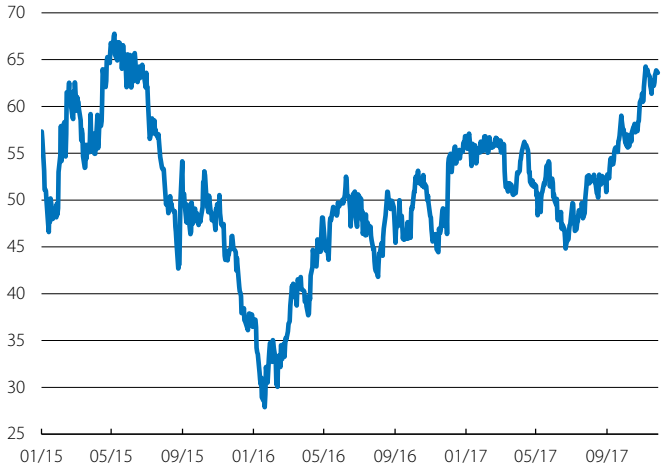
Índice (100 = enero 2015)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

FOCUS · Un nuevo presidente para la Fed: ¿cambio de perspectivas?

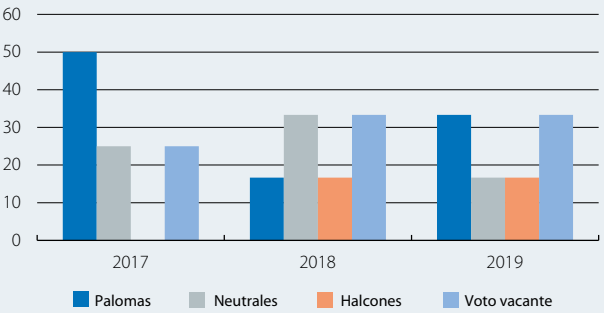
Durante la campaña electoral, Donald Trump fue muy crítico con la política monetaria de la Fed y la regulación desarrollada en respuesta a la crisis financiera de 2007-2008. Ya en la presidencia, Trump ha decidido no renovar el mandato de Janet Yellen al frente de la Fed y sustituirla por Jerome Powell a partir de febrero de 2018.[1] A continuación, repasamos las implicaciones de este nombramiento para las perspectivas de la política monetaria y los posibles ajustes en la regulación financiera.

Powell, que es miembro de la Junta de Gobierno de la Fed desde 2011, es *a priori* una elección continuista y, de hecho, así lo interpretaron los mercados, que recibieron el anuncio de Trump sin fluctuaciones de calado. En este sentido, a lo largo de su mandato como gobernador, Powell nunca ha disentido en las votaciones de política monetaria y, en sus comparecencias públicas, siempre ha mostrado una visión muy alineada con la de la aún presidenta Yellen, tanto en lo referente a la estrategia de tipos de interés como con los instrumentos de política monetaria no convencional (aunque, en sus inicios, hizo pública cierta incomodidad con el tamaño de los programas de compras implementados bajo el mandato de Ben Bernanke, el antecesor de Yellen).[2] Sin embargo, en comparación con sus predecesores, no es un candidato ortodoxo: jurista de formación, ha desarrollado el grueso de su carrera profesional en la banca de inversión y será el primer presidente de la Fed no economista desde el breve mandato de William Miller entre 1979 y 1981.

Dado el papel central que tiene el presidente de la Fed, especialmente en la construcción del marco de debate y la creación de consensos (aspectos particularmente relevantes dada la prominencia que la comunicación ha ganado como herramienta de política monetaria), su visión continuista apunta a que la Fed proseguirá con subidas graduales del tipo de referencia si no aparecen elementos disruptivos en el escenario macroeconómico (tres subidas en 2018 y dos en 2019, según las últimas proyecciones centrales publicadas por la Fed en septiembre de 2017). Sin embargo, el voto del presidente es uno más entre los 12 que determinan la política monetaria.[3] En este sentido, hay dos elementos que podrían incidir sobre el curso actual de la normalización monetaria. En primer lugar, habrá cuatro vacantes en la Junta de Gobierno[4] (además del reciente nombramiento de Randal Quarles) que, según como Trump decida cubrirlas, podrían modificar sustancialmente la composición de la Fed. En segundo lugar, en 2018, la rotación de votos entre las Reservas Federales regionales podría dar lugar a una configuración partidaria de una normalización de los tipos de interés algo más rápida que la actual (véase el gráfico adjunto), que podría verse agudizada o matizada según los perfiles que Trump designe para las vacantes mencionadas anteriormente.

Distribución del derecho a voto en el FOMC según la visión del escenario macroeconómico

Fracción de los miembros con derecho a voto del FOMC (%)



Nota: *En política monetaria, se les denomina «palomas» a quienes priorizan el estado del mercado laboral (condiciones típicamente más laxas); «halcones» a quienes priorizan la contención de la inflación (condiciones típicamente más restrictivas), y neutrales a los que se sitúan entre «palomas» y «halcones».*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Reuters.*

Los cambios en el seno de la Fed también pueden tener implicaciones sobre la regulación financiera. Brevemente, cabe recordar que, desde la Gran Recesión, se ha llevado a cabo una importante agenda regulatoria, incorporada en la legislación estadounidense a través de la *Dodd-Frank Act* (DFA) de 2010. La DFA dio mayor prominencia a la Fed como reguladora y supervisora,[5] introdujo reformas para aumentar la capacidad de absorción de pérdidas de las instituciones financieras (mayor exigencia en los requisitos de capital y las ratios de apalancamiento y liquidez, y endurecimiento de los test de estrés) e incorporó medidas para regular el llamado *shadow banking* y

1. Mes en el que finaliza el mandato de Yellen. No se espera que Powell tenga problemas para obtener la confirmación del Senado.
2. Técnicas de análisis de textos corroboran, cuantitativamente, que Powell ha mostrado una posición muy pareja a la de Yellen, si bien, en los matices, parece inclinarse por una política monetaria ligeramente menos laxa.
3. Siete votos de la Junta de Gobierno más el voto del presidente de la Reserva Federal de Nueva York y cuatro votos que se distribuyen, rotatoriamente, entre los presidentes de las 11 Reservas Federales regionales restantes.
4. A las tres vacantes que hay en la actualidad, se le sumará la de Yellen, quien a pesar de tener mandato como gobernadora hasta 2024 ya ha anunciado que también abandonará la Junta de Gobierno.
5. Incorporó a su ámbito habitual de regulación y supervisión, comprendido principalmente por los bancos estatales miembros del sistema de la Reserva Federal y los *holdings* bancarios, las entidades financieras consideradas sistémicas (sean o no bancos), además de darle autoridad para fijar requisitos de capital más estrictos y poder de decisión sobre los procesos de resolución de las instituciones financieras.

dar credibilidad a la resolución bancaria de las grandes instituciones.[6] Además, creó un organismo coordinador en el que participan las múltiples agencias reguladoras del sector financiero, el Financial Stability Oversight Council (FSOC), encargado de designar qué instituciones son sistémicas (y, por lo tanto, sujetas a una regulación más estricta) e identificar las fuentes de riesgo para la estabilidad financiera (derivando recomendaciones a la agencia reguladora relevante). Finalmente, la DFA también introdujo la llamada regla Volcker, que limita las inversiones por cuenta propia de los bancos que captan depósitos. En términos generales, Powell se ha mostrado comprometido con el núcleo de estas reformas, especialmente con los requisitos de mayor capital y liquidez, y las ha valorado como clave para conseguir un sistema financiero más fuerte y estable, y menos propenso a crisis severas. Sin embargo, Powell es favorable a simplificar parte de la regulación y, especialmente, reducir la carga que impone a las instituciones financieras pequeñas y medianas. Además, también se ha mostrado abierto a considerar ajustes en la regla Volcker para que su aplicación se concentre en las instituciones con mayor volumen de inversiones.

La voluntad simplificadora de Powell entronca con algunas, que no todas, de las propuestas realizadas desde el Departamento del Tesoro de EE. UU. para relajar la regulación financiera. Concretamente, a partir de un documento publicado en junio de 2017,[7] el Tesoro propone reajustar los estándares de capital, liquidez y apalancamiento. Ello pasaría por aumentar el tamaño, en términos de activos, a partir del que se somete una institución a las pruebas de estrés, se le aplican medidas prudenciales más severas y se le exige tener un testamento vital. Además, el Tesoro también propone reajustar los estándares de capital y liquidez sobre las instituciones consideradas sistémicas,[8] así como que los bancos con niveles de capital suficientemente elevados queden excluidos de los test de estrés y de determinados requisitos prudenciales. Finalmente, el Tesoro aboga por redefinir el tipo de operaciones a los que se aplica la regla Volcker y excluir de su ámbito de actuación a los bancos que no realicen elevados volúmenes de negociación.

Esta lista de propuestas muestra que, en términos de regulación financiera, la agenda de la Administración Trump va mucho más allá de los nombramientos al frente de la Fed. De hecho, la Cámara de Representantes de los EE. UU. ha empezado a dar cuerpo a gran parte de las propuestas del Tesoro con la aprobación, el pasado junio, de la *Financial Choice Act*, aunque para que estas sustituyan legislativamente a la DFA todavía deberán ser aprobadas por el Senado. Además, en lo que respecta al diseño de la regulación para el conjunto del sector financiero, hay que tener en cuenta que, en EE. UU., la Fed no es la única agencia reguladora. Por ejemplo, otros reguladores importantes son la Office of the Comptroller of the Currency (OCC), para la mayoría de bancos no regulados por la Fed; la Securities and Exchange Commission (SEC), para mercados de valores y opciones y compañías de inversión como los *hedge funds* y los *money market funds*, y el Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), creado bajo el paraguas de la DFA para potenciar la protección de los consumidores dentro del sector financiero.[9] En este sentido, la Administración Trump ya ha propuesto nuevos presidentes para la OCC (Joseph Otting) y la SEC (Jay Clayton), mientras que la *Financial Choice Act* mencionada anteriormente persigue reducir la autonomía del CFPB.

En conclusión, antes de reemplazar algunos aspectos de la DFA, la agenda de desregulación financiera de la Administración Trump deberá seguir avanzando en los trámites legislativos. Pero, en términos de política monetaria, el nombramiento de Powell debería dar continuidad a la estrategia existente de normalización gradual. Sin embargo, tampoco hay que olvidar que su experiencia en el mundo de la política económica es relativamente corta y, por ello, existe incertidumbre alrededor de su verdadera visión y futura reacción ante los retos que se encontrará al frente de la Fed: entre otros, determinar el tamaño final del balance y el nivel del tipo de interés de referencia a medio plazo, además de navegar la siguiente fase del ciclo económico.

6. Por ejemplo, a través de la obligación de tener desarrollado un testamento vital que especifique cómo se resolvería una posible quiebra.
7. Véase Departamento del Tesoro de los EE. UU. (2017), «A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions».
8. Concretamente, el Tesoro indica que los estándares estadounidenses referentes a los sobrecargos de capital para las instituciones sistémicas, la ratio de apalancamiento y algunas ratios dentro de las exigencias sobre la capacidad de absorción de pérdidas (TLAC, por sus siglas en inglés) son marcadamente más exigentes que los fijados, internacionalmente, por el Comité de Basilea y la Financial Stability Board.
9. Otra agencia clave es la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), para las instituciones que captan depósitos. Aunque, el pasado junio, Trump nombró a James Clinger como nuevo presidente de la FDIC, un mes más tarde Clinger rechazó la oferta y el nombramiento de un nuevo presidente quedó en suspense.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,33	–0,33	0	–1,0	–1,6
Euríbor 12 meses	–0,19	–0,19	0	–10,8	–11,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,72	–0,75	3	8,1	7,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,68	–0,75	7	8,6	5,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,37	0,36	1	16,2	0,1
Deuda pública a 10 años (España)	1,45	1,46	–1	6,6	–16,5
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	108	110	–2	–9,8	–16,8
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,25	1,25	0	50,0	75,0
Líbor 3 meses	1,49	1,38	11	49,2	54,8
Líbor 12 meses	1,95	1,85	10	26,4	30,7
Deuda pública a 1 año	1,61	1,42	19	79,9	83,0
Deuda pública a 2 años	1,78	1,60	18	59,2	63,3
Deuda pública a 10 años	2,41	2,38	3	–3,4	–3,8

Spreads *de deuda corporativa (p. b.)*

	30-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	48	50	–2	–23,9	–30,8
Itraxx Financiero Sénior	47	50	–3	–46,0	–59,4
Itraxx Financiero Subordinado	111	113	–2	–110,1	–133,5

Tipos de cambio

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,190	1,165	2,2	13,2	11,7
¥/€	133,960	132,340	1,2	8,9	10,1
£/€	0,880	0,877	0,4	3,1	4,0
¥/$	112,540	113,640	–1,0	–3,8	–1,4

Materias primas

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	429,4	427,6	0,4	1,5	2,0
Brent ($/barril)	63,6	61,4	3,6	11,9	17,9
Oro ($/onza)	1.274,9	1.271,1	0,3	10,6	8,8

Renta variable

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.647,6	2.575,3	2,8	18,3	20,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.569,9	3.674,0	–2,8	8,5	17,8
Ibex 35 (España)	10.211,0	10.523,5	–3,0	9,2	17,8
Nikkei 225 (Japón)	22.725,0	22.011,6	3,2	19,4	22,8
MSCI emergentes	1.120,8	1.119,1	0,2	30,0	30,6
Nasdaq (EE. UU.)	6.874,0	6.727,7	2,2	27,7	30,9

Nota: *1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.*

COYUNTURA · La actividad económica sigue avanzando con solidez en el tramo final de 2017

Los indicadores de actividad global continúan mostrando avances significativos al inicio del 4T. Así, en octubre, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto mundial (que incluye tanto los sectores manufactureros como los de servicios) aumentó ligeramente hasta situarse en los 54,0 puntos, una cómoda zona expansiva. A nivel sectorial, tanto el índice manufacturero como el de servicios continuaron apuntando a crecimientos notables de la actividad. A nivel regional, siguieron destacando los sólidos avances de la eurozona, a pesar de la leve corrección respecto a septiembre. Esta evolución avala el escenario de CaixaBank Research, que prevé una moderada aceleración del crecimiento mundial, desde el 3,2% en 2016 hasta el 3,6% en 2017 y el 3,8% en 2018.

En este contexto de mejora, sin embargo, persisten los focos de incertidumbre. En particular, destacan los de carácter financiero, así como la proliferación de riesgos de carácter geopolítico, político y comercial. El recrudecimiento de la guerra fría en Oriente Próximo o las persistentes tensiones con Corea del Norte son algunos de los geopolíticos más destacados (véase «Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional» en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*). Asimismo, a nivel comercial, sigue preocupando el desenlace en las negociaciones del NAFTA. Aunque creemos que el proceso servirá para establecer un tratado que modernice las relaciones económicas entre EE. UU., Canadá y México, no se puede descartar cierta involución comercial. Por el momento, en este aspecto, los datos más recientes apuntan a avances destacables de los flujos comerciales de mercancías. Algo que no debe sorprendernos puesto que, a corto plazo, la aceleración de la actividad económica estimula la recuperación del comercio. A largo plazo, además, el comercio internacional es una fuente relevante de crecimiento económico global, por lo que brotes de proteccionismo son un riesgo a la baja en estas buenas perspectivas.

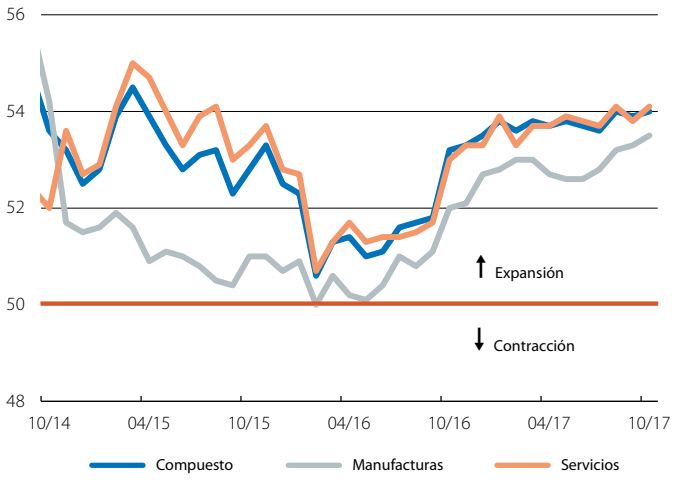
ESTADOS UNIDOS

La economía de EE. UU. sigue avanzando con paso firme. Según la segunda estimación del PIB que realizó el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense creció un destacable 0,8% intertrimestral en el 3T (2,3% interanual). Un dato que se situó por encima de las previsiones más optimistas y que indica que el impacto de los huracanes Harvey e Irma ha sido inferior al esperado. Así, el crecimiento cerrará el año ligeramente por encima de lo previsto inicialmente (2,2% en el cómputo anual de 2017). En esta misma línea, los primeros indicadores de actividad del 4T apuntan a que el ritmo de crecimiento se mantiene sólido en el tramo final del año. En noviembre, el índice de confianza del consumidor del Conference Board escaló hasta los 129,5 puntos, un nivel no visto en los últimos 17 años. Por su parte, los índices de sentimiento empresarial (ISM), tanto de manufacturas como de servicios, se emplazaron en una cómoda zona expansiva en octubre (58,7 y 60,1 puntos, respectivamente).

El mercado laboral vuelve a mostrar buenos resultados en octubre. En particular, tras el mal dato de septiembre por el

Indicadores de actividad: PMI

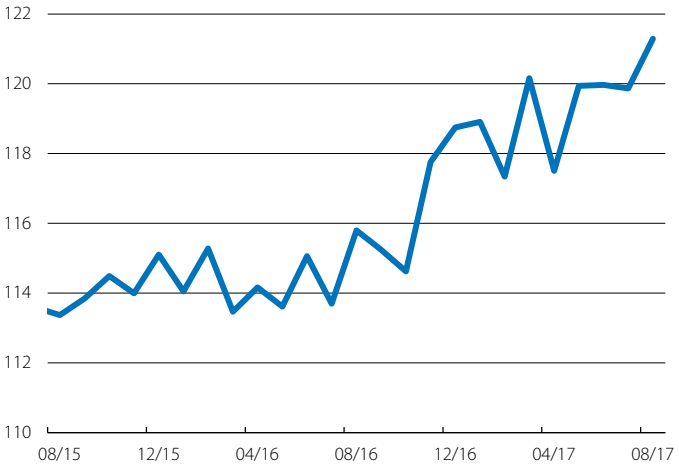
Nivel



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

Volumen del comercio mundial de mercancías

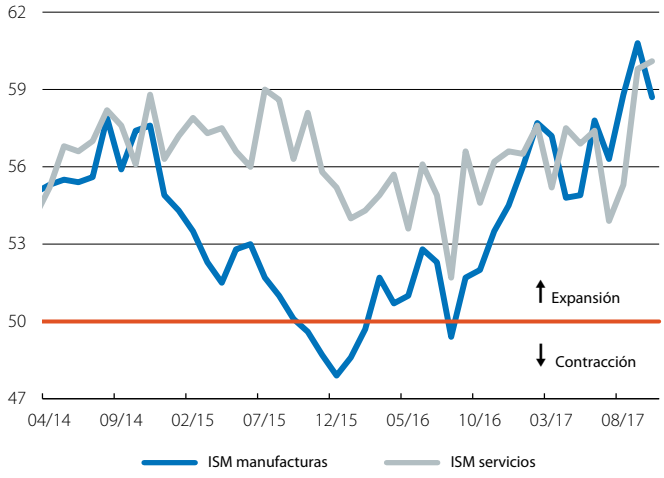
Índice (100 = 2010)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del CPB World Trade Monitor.*

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

efecto de los huracanes, en octubre se crearon 261.000 puestos de trabajo. Por su parte, la tasa de paro bajó hasta el 4,1% y la tasa de paro ampliada (la U6, que tiene en cuenta, entre otros, a personas desanimadas y a las que trabajan a tiempo parcial pero querrían hacerlo a tiempo completo) descendió hasta el 7,9%, alcanzando el nivel más bajo conseguido durante la última etapa expansiva, en diciembre de 2006. En cambio, los salarios avanzaron un 2,4% interanual, 5 décimas por debajo del avance de septiembre, el menor crecimiento desde febrero de 2016. No cabe duda de que en una economía tan cercana al pleno empleo esperaríamos crecimientos salariales más robustos, en consonancia con los acontecidos en el pasado (superiores al 3%). Sin embargo, elementos de carácter estructural como la globalización, la demografía o la tecnología muy posiblemente están afectando a la baja a dichos crecimientos salariales.

Los datos de inflación apoyan una nueva subida de tipos de la Fed a finales de año. En particular, la inflación de EE. UU. se situó en el 2,0% en octubre, 2 décimas por debajo del registro del mes anterior. Sin embargo, la inflación subyacente, menos sujeta a los vaivenes del precio de la energía y de los alimentos, se emplazó en el 1,8%, 1 décima por encima del registro de septiembre, tras cinco meses estancada. Sin duda, la mejora del dato subyacente favorece una nueva subida por parte de la Fed en su próxima reunión de diciembre, tal y como prevé CaixaBank Research.

Siguen los pasos hacia la aprobación de la reforma impositiva estadounidense. Con un amplio apoyo de los republicanos, la Cámara de Representantes aprobó su propuesta de reforma impositiva. Sin embargo, el Senado, donde los republicanos tienen una mayoría más débil, todavía está elaborando su propia propuesta. No obstante, para que la reforma impositiva sea efectiva, tanto la Cámara de Representantes como el Senado deben aprobar la misma versión del proyecto de ley, algo que esperamos que no se demore más allá del 1T 2018.

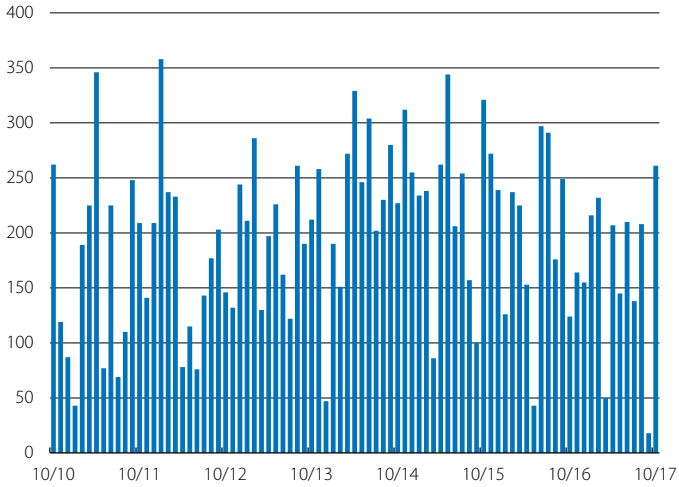
JAPÓN

El PIB de Japón volvió a crecer en el 3T 2017 y encadena siete trimestres de crecimiento positivo, algo que no ocurría desde 2001. En términos intertrimestrales, la economía nipona avanzó un significativo 0,3% (1,7% interanual), apoyada por la demanda externa, ante el robusto crecimiento de las exportaciones y el retroceso de las importaciones. También fue relevante la contribución positiva del componente de existencias. Ambos elementos compensaron la caída del consumo privado, que retrocedió de forma puntual en el 3T. Tras la publicación del dato, la previsión de crecimiento para el cómputo anual de 2017 se sitúa en el 1,5% (1 décima por encima de la previsión anterior).

Los primeros indicadores de actividad apuntan a que el ritmo de crecimiento seguirá siendo significativo en el último trimestre del año. Así, las exportaciones japonesas continuaron anotando avances importantes en octubre, con un crecimiento interanual del 14,0% (14,1% en septiembre). A nivel regional, destacaron las exportaciones hacia China, mientras que las ventas a EE. UU. se ralentizaron levemente tras meses de fuertes avances. En términos reales, las exportaciones también crecieron de forma sólida, lo que indica que el sector exterior podría tener una importante contribución al crecimiento del PIB en el 4T, tal y como ya pasó en el 3T. Por su parte, en octubre, los índices de sentimiento, tanto empresariales como del consumidor, se situaron en niveles muy elevados.

EE. UU.: creación de empleo

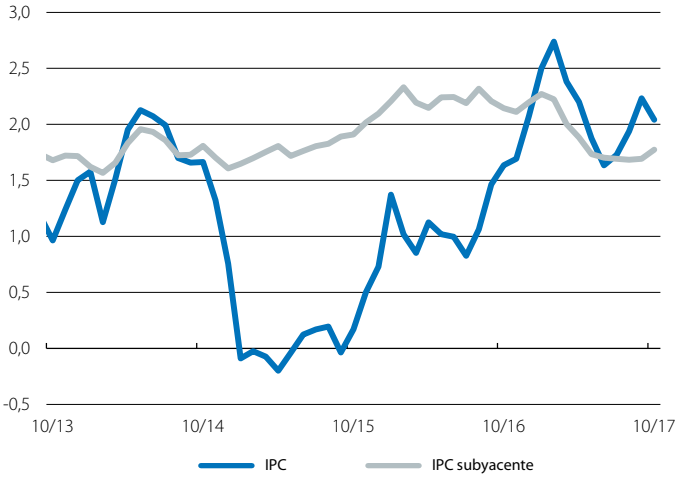
Variación mensual (miles de personas)



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

EE. UU.: IPC

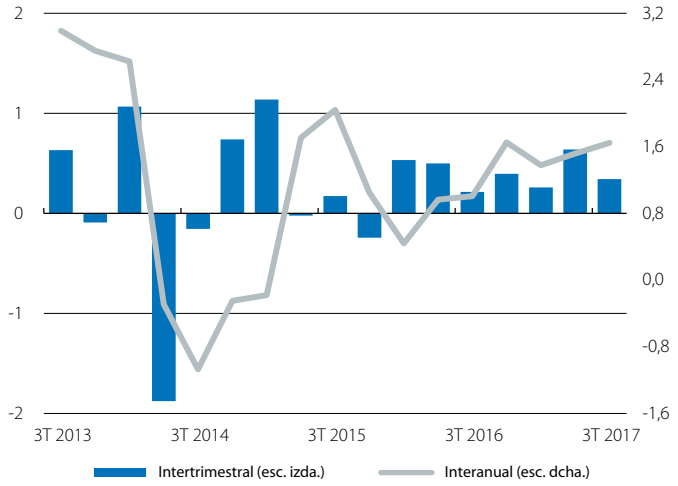
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

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



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina del Gabinete de Japón.*

EMERGENTES

Las entradas de capitales hacia las economías emergentes se mantienen. En octubre y noviembre, los emergentes siguieron atrayendo inversión extranjera y recibieron entradas netas de capital por valor de 13.300 millones de dólares en el promedio mensual (flujos de cartera, según estimaciones del IIF). El notable ritmo de actividad que mantienen los emergentes en su conjunto, que se sitúa en torno al 5% para el agregado de las principales economías, apoya la solidez de estos flujos de capital.

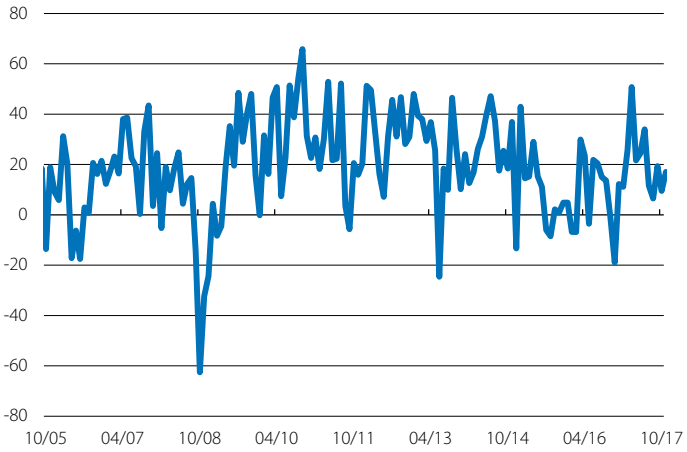
En China, los indicadores de actividad siguen mostrando un tono positivo a pesar de la moderación de octubre. En concreto, las ventas minoristas crecieron un 10,0% interanual, un registro notable pero 3 décimas inferior al del mes anterior, debido, en parte, a factores estacionales. La producción industrial, a su vez, creció un 6,2% en octubre (6,6% en septiembre). El impacto de las nuevas medidas de regulación medioambiental sobre la actividad industrial se halla detrás de buena parte de esta moderación. Del mismo modo, las exportaciones (en términos nominales y en dólares) crecieron un considerable 5,4% interanual en octubre (en el acumulado de 12 meses), gracias a la aceleración de las exportaciones a Japón y a la UE. Con todo, la cifra mensual (6,9%) se situó ligeramente por debajo de la del mes de septiembre (8,1%) debido a una ralentización de las exportaciones de acero y carbón de coque, industrias afectadas por las mencionadas medidas medioambientales. Más allá de esta ralentización en el mes de octubre, los buenos datos de actividad del conjunto de 2017 aseguran un crecimiento para el cómputo anual del 6,8%, y del 6,5% para 2018 (esta última cifra ligeramente por encima de la previsión anterior).

El PIB del 3T 2017 de la India confirma que la economía se va recuperando paulatinamente de los dos *shocks* más recientes (desmonetización y problemas en la implementación del nuevo impuesto sobre bienes y servicios). En particular, el PIB creció un 6,3% interanual en el 3T 2017, tras los más débiles datos del primer y segundo trimestre (6,1% en el 1T y 5,7% en el 2T).

México y Rusia, dos lecturas muy distintas de la desaceleración del PIB del 3T 2017. En México, un atípico 3T no altera la imagen de una economía que resiste a la normalización monetaria de la Fed, al proceso de renegociación del NAFTA y a la incertidumbre que generan las próximas elecciones presidenciales. Por el contrario, en Rusia la sensación de fondo sigue siendo de fragilidad, entre otros motivos porque la economía sigue sufriendo por el mantenimiento de las sanciones internacionales. Entrando en el detalle de la evolución coyuntural, la economía rusa creció un 1,8% interanual, tras un atípicamente elevado 2,5% interanual en el 2T 2017. Aunque no se dispone del detalle por componentes, los indicadores sugieren que ha sido la evolución del sector industrial (y, en particular, de la extracción de petróleo) la principal responsable de la ralentización. Por su parte, el PIB de México cayó un 0,3% intertrimestral en el 3T (+1,5% interanual), tras crecer un 0,3% (1,9% interanual) en el 2T. El detalle de componentes reveló que el principal responsable de la pérdida de ritmo fue el sector secundario (principalmente la minería, que incluye la extracción petrolífera), que se vio especialmente afectado por los efectos del huracán Harvey y, en menor grado, por el impacto de los dos terremotos de septiembre. No obstante, se prevé que los trabajos de reconstrucción permitan una recuperación del crecimiento ya en el 4T.

*Flujos de capital hacia los emergentes (cartera) **

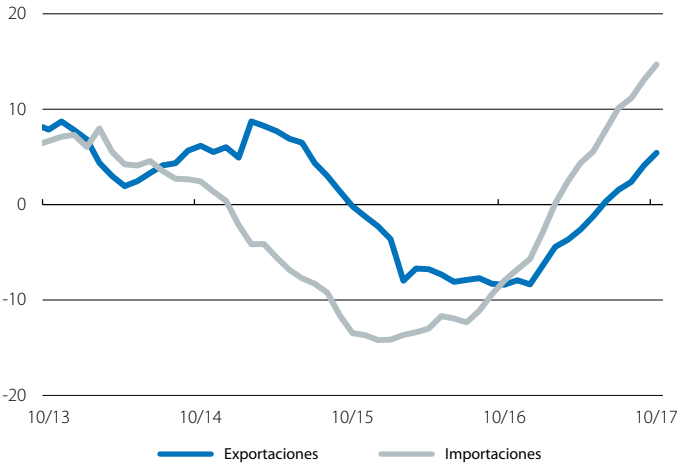
Miles de millones de dólares (datos mensuales)



Nota: ** Flujos de capitales de no residentes hacia los emergentes. + indica entrada, - indica salida.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.*

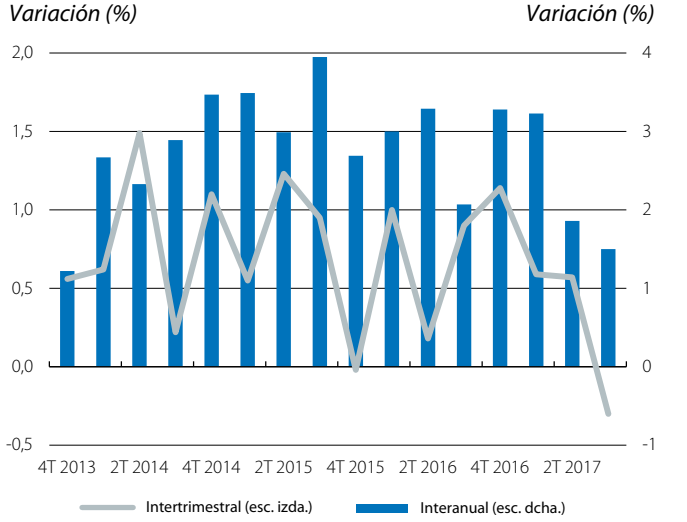
*China: comercio exterior de bienes **

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: ** Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana china.*

México: PIB



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía.*

FOCUS · El nuevo ciclo político-económico chino: ¿la hora de la verdad para el gigante asiático?

En octubre se celebró en Pekín el 19.º Congreso del Partido Comunista de China (PCCh), acontecimiento que tiene lugar cada cinco años. La cita era muy esperada por todos los analistas dado que el PCCh constituye el núcleo del poder político en China y ejerce una influencia muy notable sobre el resto de instituciones políticas y económicas.[1]

Para empezar, cabe destacar que el secretario general del PCCh y presidente chino, Xi Jinping, ha salido reforzado del Congreso y afrontará su segundo mandato con menos ataduras para poder implementar su agenda. Los números hablan por sí mismos: el nuevo Politburó, el organismo de toma de decisiones de los máximos dirigentes del PCCh formado por 25 miembros, cuenta con 15 aliados muy cercanos a Xi Jinping, cifra que se limitaba a seis en el Politburó saliente. En paralelo, los miembros afines a otras corrientes como son las de los expresidentes Hu Jintao y Jiang Zemin, respectivamente, han perdido mucho peso en el nuevo Politburó.

La consolidación del poder de Xi se ha visto reflejada en dos hechos simbólicos pero de una relevancia indudable. El primero es que se ha reformado la Constitución del PCCh para que esta reconozca la importancia del pensamiento político de Xi, una deferencia que solamente se tuvo con Mao Zedong.[2] El segundo es que los dos militares que son miembros del Politburó son personas muy afines a Xi.

Sin embargo, no se han despejado las dudas sobre quién será el líder chino a partir de 2022, una vez Xi finalice su segundo (y, teóricamente, último) mandato. Así, por primera vez desde principios de los años noventa, no se ha ungido en el Comité Permanente del Politburó un grupo de siete miembros del Politburó encabezado por el secretario general y que representa el máximo escalafón de la jerarquía china, a un sucesor del líder al inicio de su segundo mandato. Algunos analistas lo han interpretado como un allanamiento del camino para que Xi pueda continuar siendo el máximo mandatario chino más allá de 2022, aunque ello continúa siendo una incógnita hoy en día. Lo cierto es que, en teoría, el secretario general del PCCh podría permanecer más de dos mandatos en dicho cargo si no se respetasen los límites de edad,[3] convención seguida en los últimos 20 años que establece que las personas con 68 años o más no pueden ser elegidas para formar parte del Comité Permanente.[4] De hecho, con los actuales límites de edad, solamente tres miembros del Politburó, ninguno de los cuales forma parte del Comité Permanente, podrían suceder a Xi en 2022 y gobernar hasta 2032: Chen Min'er, muy afín a Xi Jinping; Ding Xuexiang, también cercano al actual líder, y Hu Chunhua, proveniente del sector más proclive a Hu Jintao.

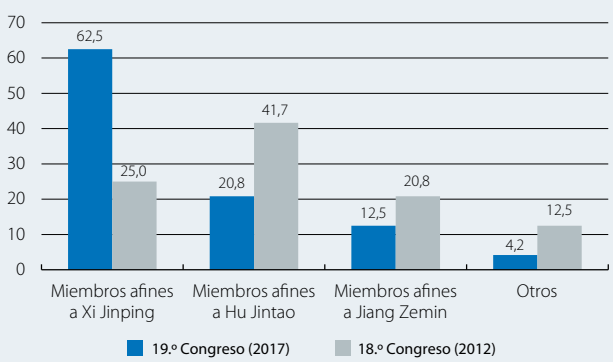
En materia económica, la elección del asesor económico y estrecho colaborador de Xi, Liu He, como nuevo miembro del Politburó, parece indicar que la política económica no sufrirá grandes alteraciones, al menos a corto plazo. Así, se espera que el cambio de modelo productivo continúe de forma paulatina. El gran interrogante pivota en torno a si el presidente chino, con un margen de maniobra mayor, decide avanzar de forma más decidida por el camino de las reformas para reducir el elevado endeudamiento del país.

Sea como fuere, Xi Jinping dio algunas pistas en el discurso inaugural del Congreso sobre cómo va a afrontar su segundo mandato. En particular, el líder chino enfatizó la necesidad de que el crecimiento económico sea sostenible, anunció que las reformas de las empresas públicas para mejorar su eficiencia van a proseguir y aseguró que continuarán trabajando para mantener la estabilidad financiera. Todas ellas, señales inequívocas de que se seguirán tomando medidas para que el proceso de cambio del modelo productivo sea lo más suave posible.

Con todo, es importante matizar que las autoridades chinas siguen siendo ambiciosas en los objetivos de crecimiento que se imponen. En este sentido, Xi dejó entrever que mantiene el objetivo, fijado en el Congreso de 2012, de duplicar la renta per cápita china entre 2010 y 2020. El reto no es menor: para alcanzar el objetivo, China debería crecer anualmente, según nuestras estimaciones, en torno a un notable 6,5% de promedio entre 2018 y 2020.

Composición ideológica del Politburó del Partido Comunista chino

(%)



Nota: *El Politburó cuenta con 25 miembros. El porcentaje se realiza sobre 24 miembros, ya que uno de los miembros es el propio Xi Jinping.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

1. Véase el Focus «Juego de tronos en China: claves y complejidades del sistema político» en el IM10/2017.
2. También se reconoció la importancia del pensamiento de Deng Xiaoping, pero a título póstumo.
3. En cambio, la Constitución china establece que el presidente del país no puede optar a un tercer mandato.
4. Xi tendrá 69 años en 2022, cuando se celebre el próximo Congreso del PCCh.

FOCUS · Cómo decidir dónde internacionalizar su empresa: ICIE 2017

Numerosas empresas españolas necesitaron abrirse al exterior ante la fuerte crisis económica. Así, por ejemplo, el número de empresas que exportan regularmente ha aumentado de 39.000 en 2009 a 50.000 en 2016. Pero para una empresa no es tarea fácil decidir qué país es el más adecuado para ampliar su mercado. Las perspectivas económicas del país, la estabilidad jurídica, el grado de competencia o la facilidad de encontrar proveedores son algunos de los muchos elementos a tener en cuenta.

Para facilitar esta tarea, CaixaBank Research ha desarrollado el Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE). Esta herramienta analiza los principales aspectos que determinan la decisión de las empresas españolas de internacionalizarse en un país concreto. En particular, el análisis se lleva a cabo para un total de 67 países, tanto avanzados como emergentes, y permite elaborar una clasificación que refleja su atractivo para las empresas españolas a lo largo del tiempo.

El ICIE está compuesto por cinco pilares que aglutinan los distintos aspectos clave del proceso de internacionalización, y que permiten valorar los puntos fuertes y los puntos débiles de cada país desde la perspectiva de las empresas españolas. Concretamente, estos pilares son: el grado de accesibilidad al mercado de cada país, la facilidad de operar en cada mercado, el atractivo comercial, el entorno financiero y la estabilidad macroeconómica e institucional.

Adicionalmente, cada pilar se divide en varios subpilares. Por ejemplo, el pilar del atractivo comercial, que analiza los elementos que contribuyen a determinar el éxito de la venta de productos españoles en el país en cuestión, contiene dos subpilares: uno que mide el tamaño del mercado de destino y el poder adquisitivo de los hogares, y otro que evalúa el éxito de los productos producidos por las empresas españolas en ese mismo país.

Cada subpilar es, a su vez, el resultado de sintetizar la información de una serie de variables. Así, el subpilar de condiciones laborales, que forma parte del pilar de facilidad de operar, refleja aspectos del mercado laboral del país en cuestión como la productividad laboral, el nivel educativo de los trabajadores o el salario mínimo.[1]

Una empresa que desea internacionalizarse, además de tener en cuenta un amplio abanico de indicadores, también debe valorar adecuadamente la importancia relativa de cada uno de ellos. Así, para ser lo más fiel posible a las decisiones que toman las propias empresas españolas que se han internacionalizado, los distintos pilares se han agrupado de manera que el índice final es el que mejor explica el comportamiento de la empresa exportadora española representativa.[2]

Tras analizar los indicadores relevantes para el proceso de internacionalización de una empresa y estudiar el comportamiento de las empresas exportadoras españolas, se obtiene el ICIE 2017. Los países de Europa Occidental son los que globalmente presentan las condiciones más favorables, beneficiados por el buen momento que atraviesa la economía europea. Pero en todas las regiones existen países que pueden ser muy atractivos para las empresas españolas.

¿Cuál es el siguiente mercado al que debería dirigirse su empresa? En www.caixabankresearch.com encontrará los resultados del ICIE 2017 detallados por países y regiones, así como una herramienta para que cree su propio ICIE según la relevancia que tenga para su compañía cada uno de los cinco pilares. La internacionalización es costosa, pero muy rentable si se lleva a cabo una estrategia adecuada. CaixaBank le ayuda a conseguirlo.

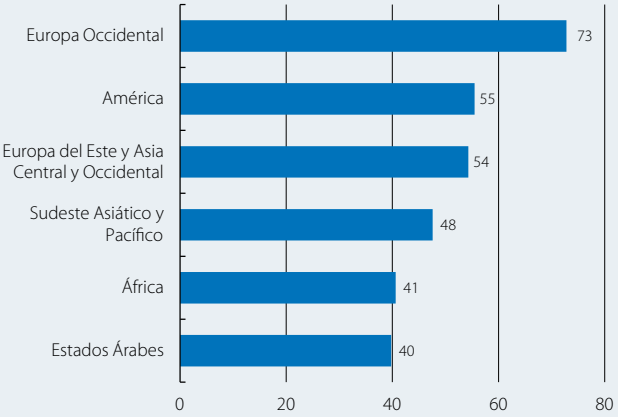
Pilares y subpilares del ICIE 2017

Pilares (peso en %)	Subpilares
1. Accesibilidad (17%)	1.1 Distancia, comunicaciones y acuerdos con España 1.2 Infraestructuras
2. Facilidad de operar (21%)	2.1 Facilidad desarrollo negocio 2.2 Condiciones laborales 2.3 Relaciones inversión con España
3. Atractivo comercial (38%)	3.1 Poder adquisitivo 3.2 Gustos parecidos a España
4. Entorno financiero (18%)	4.1 Crédito 4.2 Desarrollo financiero
5. Estabilidad (6%)	5.1 Institucional 5.2 Macroeconómica

Fuente: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

Comparativa regional

(Mín. 0 - Máx. 100)



Fuente: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

1. Las distintas variables de los subpilares se normalizan para que sean comparables entre países. Véase «Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial» (ICIE 2017), Documento de Trabajo CaixaBank Research 10/17.
2. A cada pilar se le asigna el peso que maximiza la capacidad explicativa de la distribución geográfica de las exportaciones de las empresas españolas.

PRINCIPALES INDICADORES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Actividad								
PIB real	2,9	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	3,4	4,0	2,9	2,8	3,9	...
Confianza del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,2	129,5
Producción industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,9	2,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.164	1.290	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	179	189	192	197	199	200	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,1	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,4	59,7	59,7	60,0	60,1	60,2	60,2	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	...	...
Precios								
Precios de consumo	0,1	1,3	1,8	2,5	1,9	2,0	2,0	...
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	...

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓN

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17
Actividad							
PIB real	1,1	1,0	1,7	1,4	1,5	1,6	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,5
Producción industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,1
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	10,0	12,0	17,0	22,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Precios							
Precios de consumo	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	...
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	...

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.*

CHINA

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17
Actividad							
PIB real	6,9	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	–
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,6	10,0	10,8	10,3	10,0
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,8	6,9	6,3	6,2
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	51,4	51,6	51,4	51,8	51,6
Sector exterior							
Balanza comercial [1] *(valor)*	608	512	512	466	458	435	425
Exportaciones	–2,3	–8,4	–5,3	7,8	9,0	6,9	6,9
Importaciones	–14,2	–5,7	2,1	23,9	14,3	14,7	17,4
Precios							
Precios de consumo	1,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,3	6,6	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.*

COYUNTURA · El crecimiento de la eurozona sorprende al alza

Las perspectivas económicas de la eurozona continúan mejorando. Tras una primera mitad del año poblada de buenos datos económicos, los datos disponibles para la segunda mitad siguen sorprendiendo al alza y sugieren una continuada mejoría de las perspectivas económicas del área. Así, más allá de la sorpresa positiva de los datos del PIB del 3T, se confirma el clima de elevada confianza, el crecimiento del empleo se mantiene firme y el consumo privado continúa beneficiándose de unas condiciones financieras favorables. Asimismo, la mayor sincronización económica entre los países miembros del área añade impulso al ritmo de crecimiento. La inflación representa el único apunte negativo de la coyuntura actual, dado que se mantiene por debajo del objetivo del BCE. Ello es debido en parte al elevado grado de holgura que subsiste en el mercado de trabajo y que limita las presiones al alza sobre los salarios. Con todo, CaixaBank Research ha revisado las previsiones de crecimiento de la eurozona al alza en 0,1 y 0,2 p. p. hasta el 2,3% y el 2,2% para el 2017 y el 2018, respectivamente. La actualización de las previsiones de la Comisión Europea se mueve también en este sentido. Aun así, como es natural, existen factores de riesgo que podrían descarrilar la buena evolución de la economía. En el ámbito externo, destacan los riesgos de naturaleza geopolítica, como las tensiones derivadas del conflicto norcoreano. En el ámbito financiero, estos pueden materializarse tanto por la vía de una aceleración del proceso de normalización de las políticas monetarias por parte de la Fed y el BCE, o por el riesgo que supone el elevado crecimiento de la deuda en varios países emergentes, entre los que destaca China. También es de relieve el riesgo que supone un crecimiento por encima de lo esperado del precio del petróleo. En el ámbito interno, el fracaso de las negociaciones para formar una coalición de gobierno en Alemania entre los conservadores, los liberales y los verdes (coalición Jamaica) aumenta las probabilidades de repetir las elecciones, aunque no se descarta una repetición de la Gran Coalición con los socialdemócratas. Los datos disponibles hasta el momento sugieren que el impacto a corto plazo sobre la economía de este episodio de incertidumbre será limitado, aunque el desenlace final puede tener consecuencias sobre el impulso reformador de la eurozona. En este sentido, la repetición de la Gran Coalición constituye el escenario más favorable en términos de mantener la agenda reformista. Otro factor clave de riesgo es el *brexit*. Las negociaciones siguen estancadas alrededor de la cuestión financiera, aunque se espera que en pocos días el gobierno conservador aumente la oferta para asegurar el compromiso de la UE en el próximo Consejo de Estados del 14 y 15 de diciembre de progresar hacia la segunda fase de negociaciones. De confirmarse este escenario, ello disminuiría la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la UE.

El crecimiento de las mayores economías de la eurozona sorprende al alza. La eurozona mantuvo un sólido ritmo de crecimiento en el 3T con un avance del 2,5% interanual (0,6% intertrimestral). Asimismo, destacan los buenos datos de crecimiento de Alemania (2,8% interanual), Francia (2,2%) e Italia (1,8%). De hecho, Alemania sorprende no solo por su buen dato de creci-

Eurozona: previsiones de PIB de la Comisión Europea

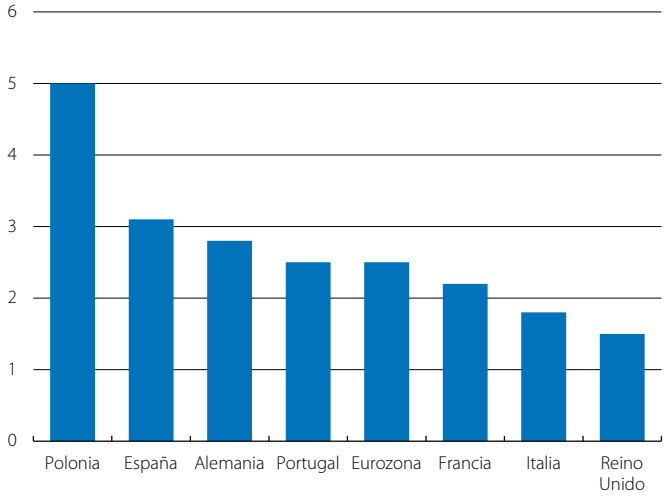
Variación anual (%)

		Previsión PIB		Variación respecto a la previsión de mayo-2017	
	2016	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,8	2,2	2,1	▲ 0,5	▲ 0,3
Alemania	1,9	2,2	2,1	▲ 0,6	▲ 0,2
Francia	1,1	1,6	1,7	▲ 0,2	= 0,0
Italia	1,1	1,5	1,3	▲ 0,6	▲ 0,2
España	3,3	3,1	2,5	▲ 0,3	▲ 0,1
Portugal	1,5	2,6	2,1	▲ 0,8	▲ 0,5
Reino Unido	1,8	1,5	1,3	▼ 0,3	= 0,0

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, primavera de 2017).*

Unión Europea: PIB del 3T 2017

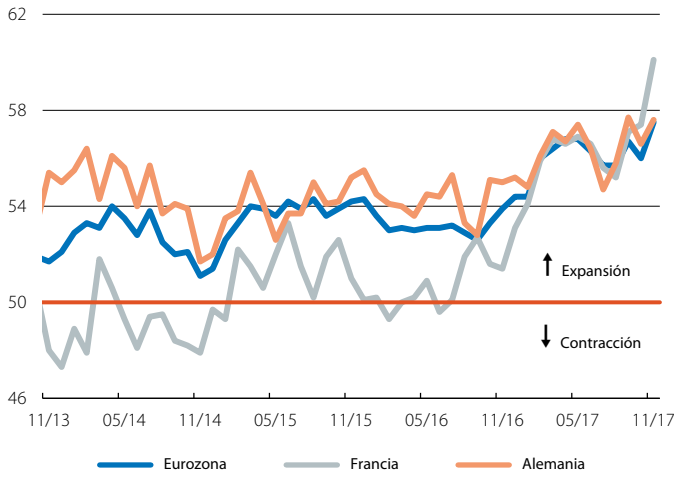
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

miento del 3T (0,8% intertrimestral), sino también por la revisión al alza del dato del 1T (del 0,7% al 0,9%). España y Portugal también arrojaron buenos datos, con crecimientos del 3,1% y 2,5%, respectivamente, pero que estaban en consonancia con lo esperado. Fuera de la eurozona destaca la buena andanza de Polonia, que crece un 5% interanual, mientras que el Reino Unido, cuya economía empieza a resentirse del efecto incertidumbre y la depreciación de la libra causada por el *brexit*, avanza un tímido 1,5%.

Los indicadores de actividad sugieren que la eurozona seguirá creciendo con vigor en el 4T. En conjunto, el cuadro de indicadores sigue mostrando datos positivos y de acuerdo con la buena tendencia mostrada en los trimestres anteriores. Así, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) repuntó con fuerza en noviembre y alcanzó los 57,5 puntos, una subida de 1,5 puntos respecto al mes anterior y un nivel significativamente por encima del promedio de 56,1 puntos de la primera mitad del año. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) en noviembre subió 0,5 puntos respecto al mes anterior hasta llegar a los 114,6 puntos, un máximo que no se alcanzaba desde el año 2000. Finalmente, el índice de producción industrial de septiembre creció un 3,2% interanual, una tasa muy superior al promedio del 1,4% de la primera mitad del año.

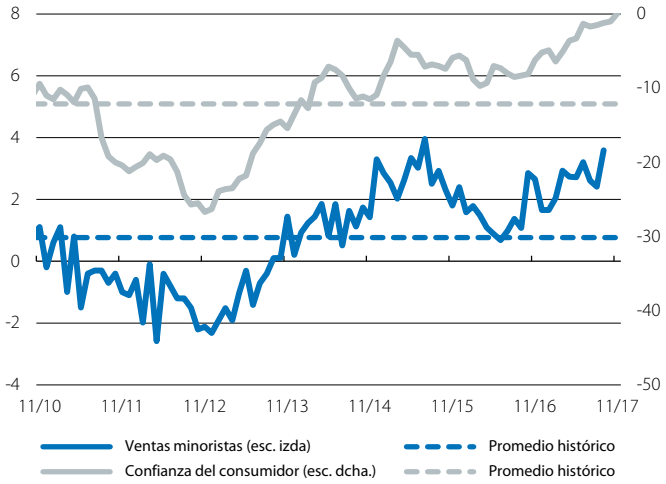
El consumo de los hogares se mantiene como principal propulsor de la economía. Ello se explica por la mejora de la confianza, un entorno crediticio favorable y las buenas perspectivas del mercado laboral. Tras una contribución de 0,5 p. p. al crecimiento del PIB en el 2T (crecimiento del 0,7% intertrimestral), CaixaBank Research prevé que el consumo privado contribuya en 0,6 p. p. al crecimiento del PIB en el 3T y el 4T. Los buenos datos arrojados por los indicadores de consumo corroboran este escenario. Así, el índice de confianza del consumidor alcanzó los 0,1 puntos en noviembre, un máximo sobre los datos de los últimos 15 años. Del mismo modo, las ventas minoristas en septiembre repuntaron con fuerza y crecieron un 3,6% interanual, significativamente por encima del 2,5% que se registró, en promedio, durante la primera mitad del año.

La tasa de desempleo mantiene la tendencia a la baja. La buena andanza del mercado laboral continúa apoyando la mejora de la confianza de los hogares. Así, la tasa de paro cayó 1 décima en septiembre, hasta alcanzar el 8,9%, lo que representa un descenso de 1 p. p. respecto al nivel de septiembre del año anterior. Sin embargo, el recorrido para que el mercado laboral siga mejorando sigue siendo amplio. Una muestra de ello es que la tasa de desempleo se mantiene significativamente por encima del mínimo del 7,3% que se alcanzó antes de la crisis financiera.

La inflación mantiene un crecimiento moderado en noviembre. Así, la inflación recuperó el ligero retroceso del mes anterior y se situó en el 1,5%. El avance de la inflación se debió enteramente a la mayor contribución del componente energético, lo cual también explica que la inflación subyacente registrara el mismo nivel que en octubre (1,1% interanual). De cara a los próximos trimestres, prevemos que la inflación subyacente continúe subiendo de la mano de la recuperación de la actividad, que más que compensará la presión a la baja que ejercerá la recién apreciación del euro. En cualquier caso, todo apunta a que la inflación seguirá escalando posiciones de forma muy

Eurozona: indicadores de consumo

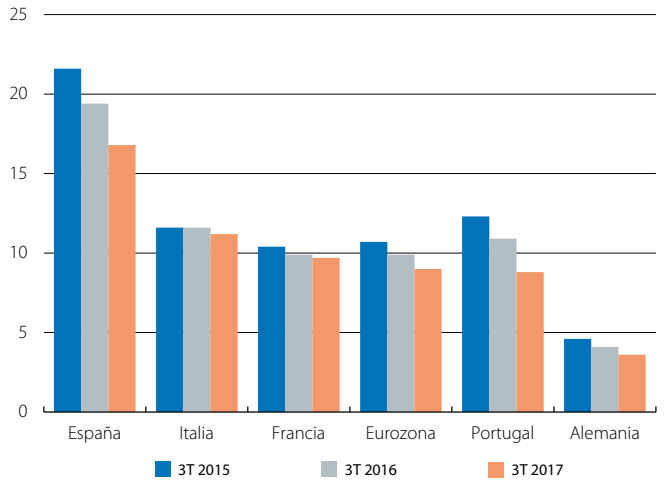
Variación interanual (%) *Nivel*



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

Eurozona: tasa de paro

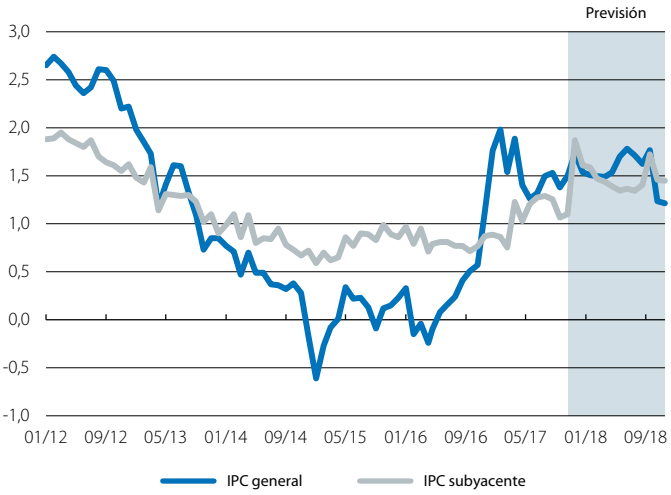
(%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

gradual, por lo que en 2018 se mantendrá por debajo del objetivo del BCE (por debajo, pero cerca, del 2%).

PORTUGAL

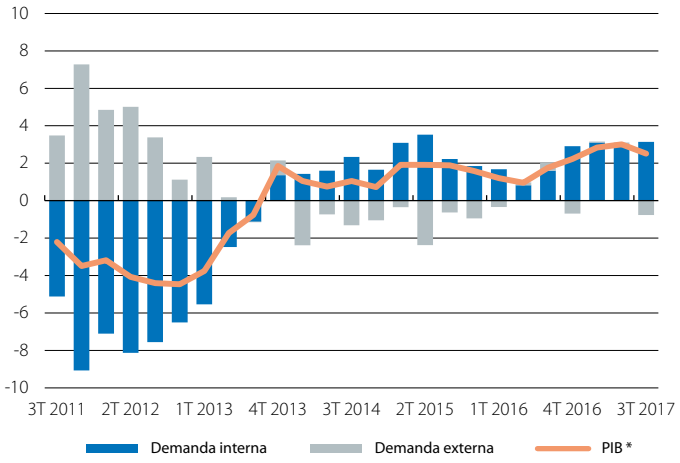
La economía lusa avanza con firmeza. Tras un breve bache en el 2T en el que el crecimiento del PIB cayó hasta el 0,3% intertrimestral, en línea con lo esperado por CaixaBank Research, la economía repuntó en el 3T y creció un 0,5% intertrimestral (2,5% interanual). El detalle por componentes nos informa de que la demanda interna se mantiene como el principal motor de crecimiento aupado por la evolución del consumo privado y la inversión. Los indicadores de actividad disponibles hasta la fecha sugieren que la economía mantendrá un buen tono de cara al próximo trimestre. Así, el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal, un índice sintético construido a partir de indicadores de alta frecuencia de la economía lusa, creció un 2,7% interanual en octubre, algo por debajo del mes anterior, pero por encima del promedio del 2,4% registrado durante la primera mitad del año. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) subió 0,2 puntos hasta alcanzar los 115,8 puntos, un nivel muy por encima del promedio de la primera mitad del año (111,5 puntos). Los datos de ventas minoristas también confirman la buena tendencia de la economía con un crecimiento del 3,9% interanual en septiembre, 0,7 p. p. más que el mes anterior. El único apunte negativo proviene de los datos de producción industrial cuya tasa de crecimiento, que en los últimos cuatro meses se había situado por encima del 4% interanual, ha caído en octubre hasta el 1,2%. Aun así, el cuadro de indicadores se mantiene en positivo. Muestra de ello es la revisión al alza que la Comisión Europea ha introducido en sus previsiones de crecimiento de Portugal, que se sitúan en el 2,6% para 2017 y en el 2,1% para 2018.

El empleo continúa apoyando el crecimiento económico. Así, la tasa de desempleo en septiembre cayó hasta el 8,6%, la tasa más baja desde el inicio de la recesión. En términos de ocupación, en el 3T, el empleo creció un 3,2% interanual, lo que equivale a un aumento del empleo de 147.000. Con este dato, ya van tres trimestres consecutivos en el que el empleo crece por encima del 3% en términos interanuales. Un elemento destacado es que la mejora de las perspectivas laborales es generalizada entre los distintos segmentos de población y entre sectores. Por ejemplo, en una comparativa con los valores del mismo periodo del año anterior, la tasa de desempleo de los jóvenes entre 15 y 24 años ha caído en 1,9 p. p., hasta el 24,2%, una tasa muy por debajo del máximo del 42,5% que se alcanzó en el 1T 2013. Asimismo, la tasa de desempleo de larga duración también ha caído de forma notable: 1,8 p. p. respecto al mismo periodo del año anterior, hasta situarse en el 4,9%. A nivel sectorial, destaca la buena evolución del sector servicios y, en especial, del turismo, que asegura un buen ritmo de creación de empleo de cara a los próximos trimestres.

La inflación mantiene la trayectoria al alza. En octubre, la inflación general subió por tercer mes consecutivo 0,3 p. p. respecto al mes anterior y alcanzó el 1,9%. Por componentes, destacan las contribuciones del sector turístico como son los restaurantes y hoteles, y los transportes. Este efecto se prevé que sea temporal y que en los próximos meses la inflación se ralentice y oscile en torno al 1,6%.

Portugal: PIB

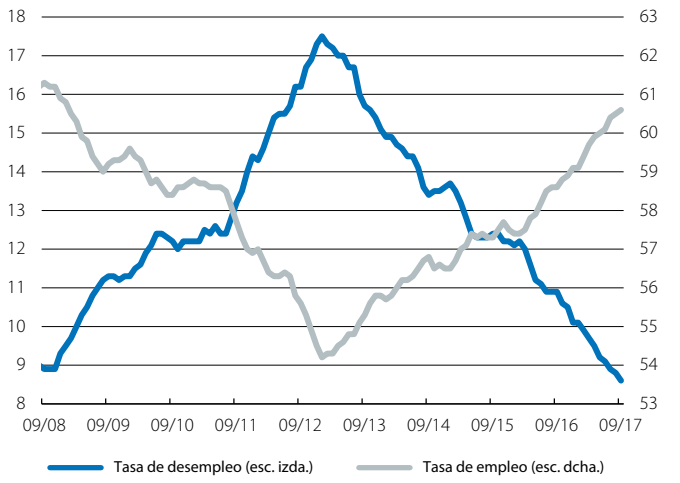
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Portugal: tasa de empleo y desempleo

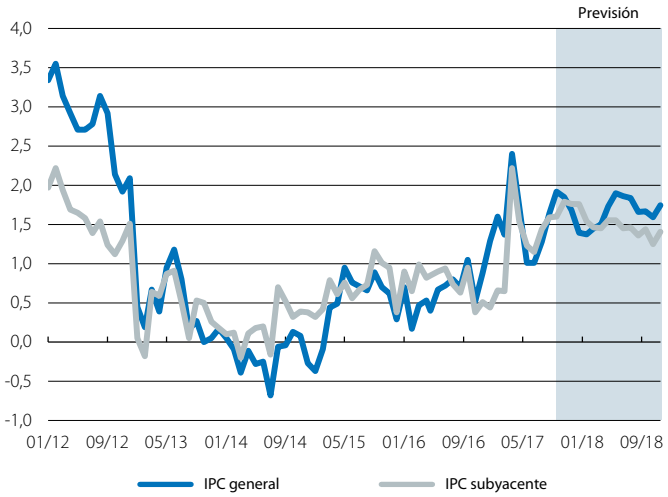
(%) *(%)*



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

Portugal: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Más allá de la tasa de desempleo

En 1958, el economista William Phillips publicó el artículo que dio a luz a la llamada curva de Phillips, la representación gráfica de la relación inversa que hasta la fecha presentaban la tasa de desempleo y la inflación. Sin embargo, en los años posteriores a la crisis financiera, si bien la tasa de desempleo en la eurozona ha caído de forma pronunciada, ello no ha ido acompañado de un repunte significativo de la inflación: la curva parece haberse aplanado (véase el primer gráfico). En este Focus veremos que uno de los factores clave para entender el aplanamiento de la curva es que el grado de saturación del mercado laboral es menor de lo que sugiere la tasa de desempleo.

Este grado de saturación se puede medir según los márgenes intensivo y extensivo. Una empresa que necesite aumentar capacidad puede contratar a un nuevo empleado –actuación sobre el margen extensivo– o ahorrarse el costoso proceso de búsqueda de un nuevo trabajador y ofrecer más horas a los miembros existentes de la plantilla –actuación sobre el margen intensivo–. En este sentido, la tasa de desempleo es una medida que únicamente hace referencia al margen extensivo. A fin de que podamos medir el grado de saturación del mercado laboral teniendo en cuenta ambos márgenes, se puede modificar la tasa de desempleo para crear un nuevo indicador, la tasa de subempleo, que se define como la suma del número de desempleados y de trabajadores a tiempo parcial que desearían trabajar más horas sobre la población activa. Tal y como podemos observar en el segundo gráfico, la brecha entre la tasa de subempleo y la de desempleo ha aumentado de forma significativa en los últimos años en la eurozona.

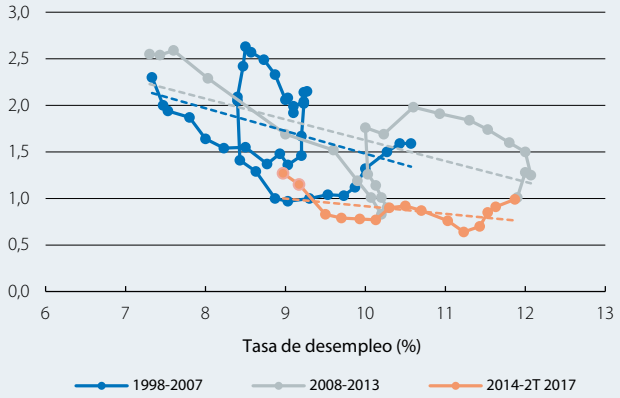
El nuevo indicador nos permite construir una nueva curva de Phillips. En el tercer gráfico vemos que el uso de la tasa de subempleo conlleva un desplazamiento lateral hacia la derecha de la curva. Además, el desplazamiento es mayor para los datos a partir del 2008. Del mismo modo, se puede observar que, si bien el grado de saturación del mercado laboral ha aumentado desde 2014, este permanece aún por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera. Así, según la nueva métrica, todavía parece pronto concluir que la curva se haya aplanado.

Finalmente, la tasa de participación constituye otro factor clave en el análisis del grado de saturación del mercado de trabajo. La distinción entre activos e inactivos suele ser más borrosa de lo que refleja el trato oficial de los inactivos de cara al cómputo del desempleo –obviados por completo–. Los inactivos, del mismo modo que los desempleados, ejercen presión a la baja sobre el crecimiento de los salarios y, por consiguiente, la inflación.[1] Eso se debe a que muchos de estos trabajadores pueden estar dispuestos a volver a entrar en el mercado de trabajo. Este parece haber sido el caso para la eurozona. Si bien la tasa de participación de las personas en edad de trabajar ya mostraba una tendencia al alza en los años anteriores a la crisis, explicada en parte por motivos estructurales como el retraso de la edad de jubilación y el incremento de la participación femenina, las buenas perspectivas laborales de los últimos años han contribuido a mantener esta tendencia.[2]

1. Blanchflower, D. G. y Posen, A. S. (2014), «Wages and Labor Market Slack: Making the Dual Mandate Operational», PIIE Working Paper.
2. La tasa de participación para la eurozona ha aumentado en 2 p. p. entre el 2007 y el 2T 2017, lo que equivale a alrededor de 4,3 millones de personas.

Curva de Phillips

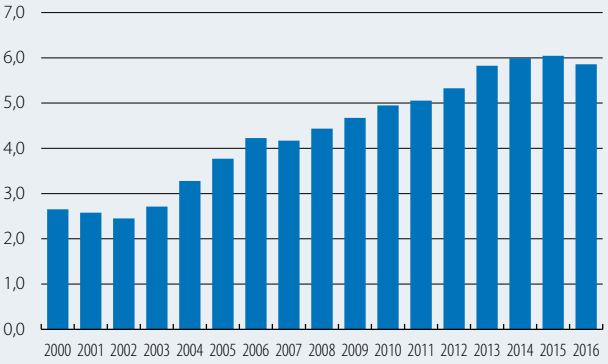
Inflación subyacente (%)



Nota: *Las líneas en puntos denotan la tendencia del respectivo grupo de datos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Subempleo

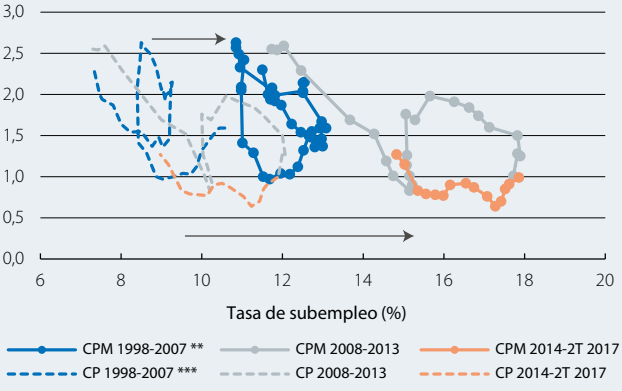
Diferencial respecto a la tasa de desempleo (p. p.)



Nota: *La tasa de subempleo se define como la suma del número de desempleados y de trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas sobre la población activa.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Curva de Phillips modificada *

Inflación subyacente (%)



Notas: ** La tasa de subempleo para el periodo 1T 1998-4T 1999 ha sido calculada usando el diferencial entre la tasa de subempleo y de desempleo del año 2000. Asimismo, la tasa de subempleo entre el 1T 2017 y el 2T 2017 usa el diferencial del año 2016. ** CPM denota la curva de Phillips modificada, la cual usa la tasa de subempleo como medida de saturación del mercado laboral. *** CP denota la curva de Phillips que usa la tasa de desempleo como medida de saturación del mercado laboral.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

FOCUS · El despertar del mercado inmobiliario portugués

Desde que Portugal salió de la crisis en 2014, el sector inmobiliario luso ha experimentado una notable recuperación. Así lo refleja la evolución del precio de la vivienda que, tras acumular una caída del 16,3% en términos nominales entre los años 2007 y 2013 (22,0% en términos reales), ha crecido un 5,3% anual en promedio desde principios de 2014, y se sitúa en niveles previos a la crisis.[1] El mayor dinamismo del mercado inmobiliario se observa también en la evolución de las compraventas de vivienda a nivel nacional, las cuales llevan creciendo a ritmo de dos dígitos desde principios de 2015 (véase el primer gráfico).

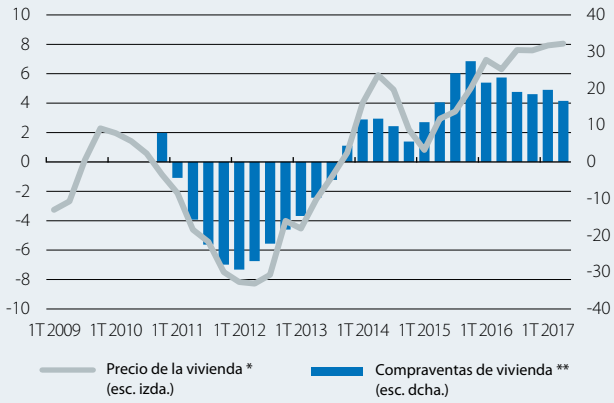
La reactivación del mercado inmobiliario portugués es, en parte, fruto de un entorno económico más favorable. Las mejores perspectivas económicas y la buena evolución del mercado laboral[2] se han traducido en un aumento de la renta disponible de los hogares y en una mayor confianza de los consumidores. Ello, junto con la mejora de las condiciones financieras que ha propiciado la política monetaria del BCE, está contribuyendo a la recuperación de la demanda de vivienda. Así lo evidencian los datos de nuevas operaciones de crédito hipotecario, con crecimientos superiores al 30,0% anual desde 2015. Asimismo, la demanda de vivienda por parte de no residentes también está incidiendo muy positivamente en la recuperación del sector. La pujanza de la demanda extranjera se explica, en cierta medida, por la entrada en vigor en 2009 de un tratamiento fiscal más favorable para residentes europeos «no habituales» y por la introducción en 2012 de la Golden Visa,[3] orientada a atraer profesionales e inversores extracomunitarios. Por otro lado, la recuperación del sector inmobiliario es también resultado del buen desempeño del sector turístico portugués, que ha llevado a muchos inversores a adquirir inmuebles para satisfacer la creciente demanda de alojamiento turístico. En este sentido, se observan marcadas diferencias en los precios de la vivienda entre las zonas consideradas *premium*, como los centros históricos de las ciudades o los principales puntos turísticos, y el resto.

Si bien el mantenimiento de esta tendencia alcista del mercado puede suponer un foco de preocupación, los principales indicadores de accesibilidad a la vivienda no alertan de un sobrecalentamiento del sector en términos agregados. Concretamente, la proporción de hogares que destinan más del 40% de su renta disponible a cubrir los costes de la vivienda[4] –un indicador común de accesibilidad– se situaba a finales de 2016 en el 7,5%, un nivel muy por debajo del promedio de la eurozona (11,0%). Por su parte, la ratio entre el precio de transacción de la vivienda y la renta bruta disponible de un hogar mediano se sitúa alrededor del 7,5 (véase el segundo gráfico), un registro similar al promedio de los últimos ocho años (del 7,0).

Otro indicador de referencia para evaluar la situación en la que se encuentra la demanda de vivienda de los hogares es su nivel de endeudamiento. A pesar del vigor que viene mostrando la concesión de crédito hipotecario, el endeudamiento se sitúa en el 71,9% del PIB y continúa reduciéndose desde el máximo alcanzado en 2013, si bien todavía se mantiene por encima del promedio de la eurozona (58,4%).[5] Asimismo, es importante destacar que, aunque la mayor parte de los créditos hipotecarios se han concedido a tipo variable,[6] el impacto de una subida de tipos sobre el esfuerzo financiero de las familias debería ser contenido, dado que se espera que el BCE normalice su política monetaria de manera muy gradual.

Portugal: precio y compraventas de vivienda

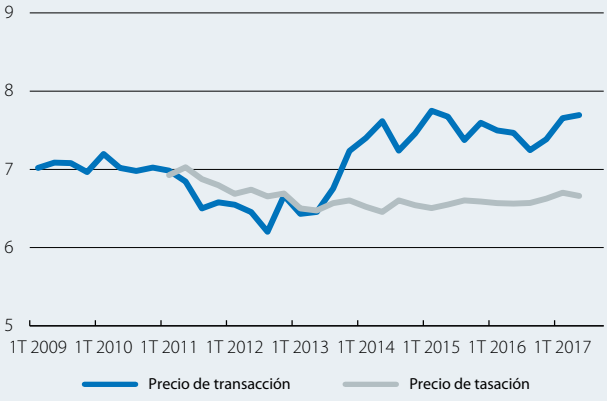
Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



Notas: ** Precio de transacción en términos nominales.*
*** Datos de compraventas acumulados de 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: ratios de accesibilidad

Precio de la vivienda sobre RBDH (ratio)



Nota: *RBDH indica renta bruta disponible de un hogar mediano.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del BCE.*

1. Precio de transacción, en términos nominales. En términos reales, los precios han avanzado un 4,4% anual, en promedio, desde 2014, y todavía se sitúan cerca de un 9,0% por debajo del nivel de 2007.
2. La recuperación de la economía ha ido ganando firmeza, especialmente desde mediados de 2016, con crecimientos del 2,5% interanual en promedio. Por su parte, la tasa de paro se ha reducido del 17,5% en 2013 al 8,5% en el 3T 2017.
3. Este tipo de visado otorga un permiso de residencia a, entre otros, aquellos ciudadanos de fuera de la UE que inviertan 500.000 euros o más en una propiedad en Portugal. Desde su implementación, se han otorgado 5.412 Golden Visa y se han invertido más de 3.000 millones de euros en propiedades inmobiliarias (aproximadamente el 14,0% del total de inversión extranjera durante el periodo), según datos de SEF Portugal y del Banco de Portugal.
4. Coste de un préstamo hipotecario (principal e intereses) o coste del alquiler.
5. Datos de Eurostat para el 1T 2017.
6. Las hipotecas a tipo variable suponían el 83,4% del total en 2016.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,7	1,5	2,4	2,1	3,0	2,8	3,7	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	2,1	1,5	2,3	1,3	2,7	3,6	3,3	...	...
Confianza del consumidor	–6,1	–7,7	–6,5	–5,5	–2,7	–1,5	–1,2	–1,1	0,1
Sentimiento económico	104,2	104,8	106,9	108,0	110,0	112,1	113,1	114,1	114,6
PMI manufacturas	52,2	52,5	54,0	55,6	57,0	57,4	58,1	58,5	60,0
PMI servicios	54,0	53,1	53,4	55,1	56,0	55,3	55,8	55,0	56,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,0	1,4	1,4	1,6	1,6	...	–	–	...
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,7	9,5	9,2	9,0	8,9	8,8	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	3,9	3,9	3,8	3,6	3,6	3,6	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	10,0	9,6	9,5	9,7	9,7	9,4	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,8	11,6	11,2	11,2	11,1	11,1	...
España *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	18,7	18,2	17,3	16,8	16,7	16,7	...

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17
Saldo corriente: eurozona	**3,4**	**3,6**	**3,6**	**3,5**	**3,2**	**3,4**	**...**
Alemania	8,5	8,3	8,3	8,3	7,7	7,8	...
Francia	–0,4	–0,9	–0,9	–1,1	–1,2	–1,0	...
Italia	1,5	2,7	2,7	2,9	2,8	2,8	...
España	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**94,5**	**93,7**	**95,2**	**98,5**	**98,6**

Nota: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	08/17	09/17	10/17
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	–0,3	1,8	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,9
Crédito a hogares [1, 2]	0,8	1,7	1,9	2,3	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	2,1	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,3	9,4	10,2	10,5	10,6	10,9	10,5
Otros depósitos a corto plazo	–3,8	–1,9	–2,0	–2,3	–2,9	–3,0	–2,7	–3,2	–2,7
Instrumentos negociables	2,6	2,7	4,2	5,7	0,7	–0,3	–0,4	1,0	–0,7
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	...

Notas: *1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.*

COYUNTURA · La economía española mantiene el tono

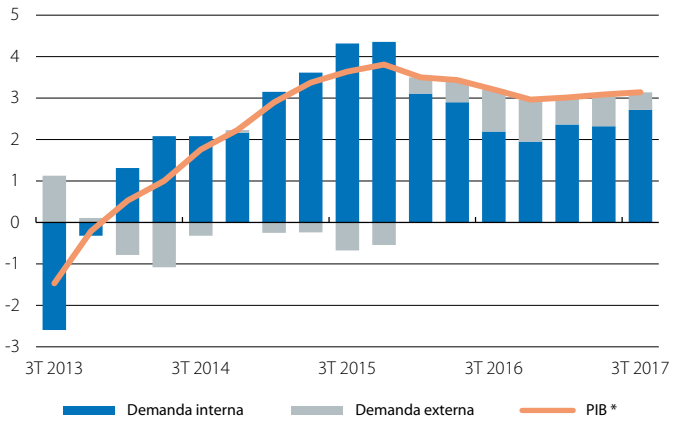
El crecimiento de la economía mantuvo el pulso en el 3T gracias al apoyo de la demanda interna. Los datos de contabilidad nacional del 3T confirman que el PIB creció un 0,8% intertrimestral (3,1% interanual), en consonancia con la previsión de CaixaBank Research y la estimación anticipada por el INE hace un mes. Así pues, tal y como ya apuntaban los indicadores de actividad, el crecimiento del PIB en el 3T fue ligeramente inferior al del 2T, cuando creció un 0,9% en términos intertrimestrales. La contribución de la demanda interna al crecimiento interanual del PIB fue de 2,7 p. p., 4 décimas superior al registro del 2T. La buena evolución de la demanda interna se debe, sobre todo, a la inversión en equipo, que se mostró más vigorosa de lo esperado y avanzó un 2,5% intertrimestral. En contraste, la inversión en construcción se desaceleró, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral, consecuencia de la ralentización de la construcción de vivienda y del ligero retroceso de la inversión en ingeniería civil y otras construcciones. Por su parte, el consumo privado se comportó en línea con lo esperado y mantuvo el ritmo de crecimiento del trimestre anterior (0,7% intertrimestral).

La demanda exterior pierde fuelle. La contribución al crecimiento de la demanda externa fue de 0,4 p. p., 4 décimas menos que en el 2T. Esta menor aportación del sector exterior es consecuencia del estancamiento de las exportaciones y las importaciones en términos intertrimestrales. Estos datos, más débiles de lo esperado, entran dentro de la elevada variabilidad de estas series y no hacen variar las perspectivas positivas sobre el sector exterior. De cara a los próximos trimestres, prevemos que el impulso del sector exterior, apoyado en la firmeza del crecimiento de la eurozona –el destino de algo más de la mitad de las exportaciones españolas– y la sincronización del crecimiento a nivel global, seguirá siendo sólido y la demanda externa continuará contribuyendo positivamente al avance del PIB (véase el Dossier «La economía española en 2018: la relevancia del sector exterior» en este *Informe Mensual*).

Los primeros indicadores adelantados del 4T muestran que la gradual desaceleración de la actividad prosigue. Por el lado de la oferta, el índice PMI del sector servicios, que representa dos tercios del PIB, mostró un ligero retroceso hasta los 54,6 puntos en octubre. Sin embargo, este sigue netamente inscrito en la zona expansiva, por encima de 50. En cambio, los indicadores del sector manufacturero destacaron positivamente, con un índice PMI que se situó en los 55,8 puntos en octubre, el registro más alto desde 2007. Asimismo, la producción industrial se aceleró en el 3T para avanzar el 2,5% interanual (2,2% en el 2T). Por el lado de la demanda, los indicadores del mes de octubre muestran una desaceleración como consecuencia de la incertidumbre relacionada con la situación política. Así, las ventas minoristas retrocedieron un 1,1% interanual en octubre en el total nacional, una caída que fue especialmente acusada en Cataluña (–3,9% interanual). Sin embargo, en noviembre, los indicadores de sentimiento económico muestran muy buen comportamiento. Por ejemplo, el índice ESI que publica la

*Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB **

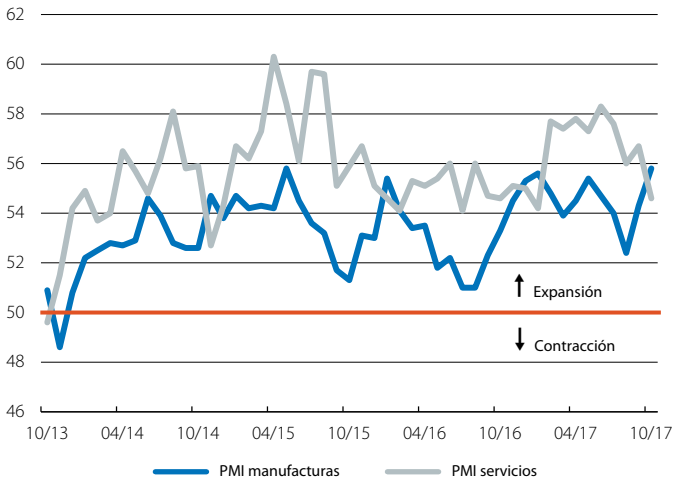
(p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Indicadores de actividad

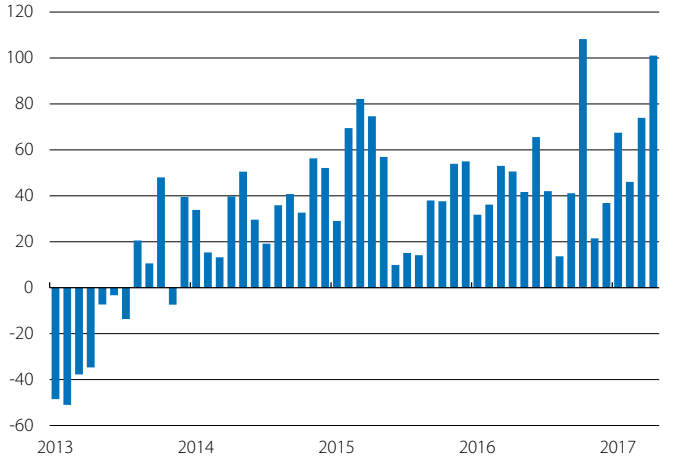
Nivel



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

*Afiliados a la Seguridad Social **

Variación mensual (miles de personas)



Nota: ** Serie desestacionalizada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.*

Comisión Europea subió hasta el nivel de los 110,8 puntos (110,2 en octubre), el máximo de los últimos 23 meses.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. El dato de afiliados a la Seguridad Social de octubre presentó un aumento de 101.479 personas, en términos desestacionalizados, de modo que el ritmo de creación de empleo se mantuvo en un elevado 3,5% interanual. Asimismo, el número de desempleados disminuyó en 23.690 personas, también en términos desestacionalizados. En cuanto a los datos de contabilidad nacional del 3T, el empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó un 2,9% interanual, igualando el registro del trimestre anterior. En los últimos 12 meses se han creado 501.000 puestos de trabajo (ETC).

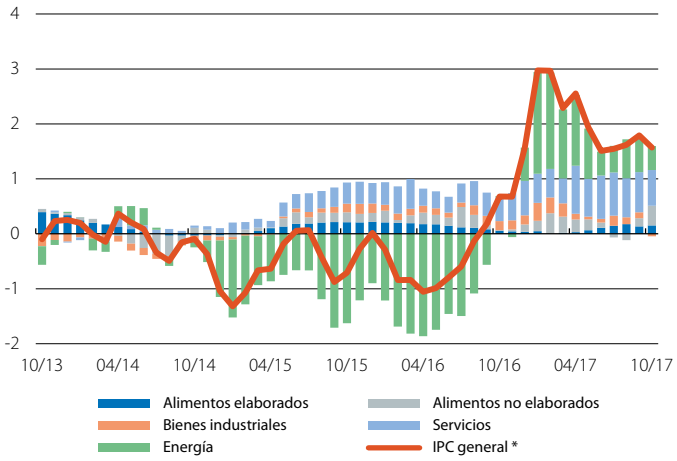
La inflación se modera en el 4T. El repunte del precio del petróleo, que se vio intensificado por una apreciación del dólar frente al euro, contribuyó a mantener la inflación general en el 1,6% en el avance correspondiente a noviembre. Pero la moderación de los precios será la tendencia dominante en este último trimestre de 2017 y en los inicios de 2018. Al efecto de base de los precios de la electricidad, que se compararán con unos niveles muy altos de inicios de 2017, se le une la moderación de la inflación subyacente, que en octubre cedió 3 décimas y se situó en el 0,9%. Este descenso se debió a un menor incremento del precio de los bienes industriales –con un peso del 24,8% en el índice general– y de los servicios –un 41,2% en el índice general–, en concreto de los relacionados con la vivienda y los de ocio y cultura. Para más detalles de las perspectivas de la inflación véase el Focus «Los vaivenes de la inflación española: a vueltas con la energía» en este *Informe Mensual*.

La cuenta corriente mantiene el superávit pese al encarecimiento de las importaciones energéticas. Tras la publicación de los datos de la cuenta corriente de septiembre, que en el acumulado de 12 meses fue del 1,8% del PIB, mantenemos la previsión de que la cuenta corriente finalizará el año 2017 con un superávit en torno al 1,8% del PIB, cerca del 1,9% de 2016, ya que el aumento de la factura energética por el encarecimiento del petróleo viene compensado por la buena marcha de las exportaciones y por una balanza de rentas que sigue beneficiándose de los bajos tipos de interés. En lo referente al deterioro de la balanza de bienes, este se debe en su práctica totalidad al incremento del déficit energético que, en el acumulado del año hasta septiembre, mostraba un deterioro de 4.867 millones de euros. En cambio, el superávit no energético se redujo en solamente 467 millones de euros entre enero y septiembre. Por lo que respecta al superávit de servicios, la mejora se debe en su mayor parte a los servicios turísticos, cuyos ingresos aumentaron un 11,6% interanual en el acumulado de 12 meses hasta septiembre. No obstante, el aumento del gasto de los turistas españoles en el extranjero, un 13,6%, limita la mejora del saldo de servicios turísticos.

La llegada de turistas evidencia cierta ralentización en octubre. En concreto llegaron 7,3 millones de turistas internacionales, un incremento del 1,8% interanual que supone una notable desaceleración respecto al 10,4% interanual promedio entre enero y septiembre. Esta ralentización del turismo internacional fue especialmente acusada en Cataluña (–4,7% interanual en octubre). Por procedencia, la llegada de turistas alemanes y franceses

IPC

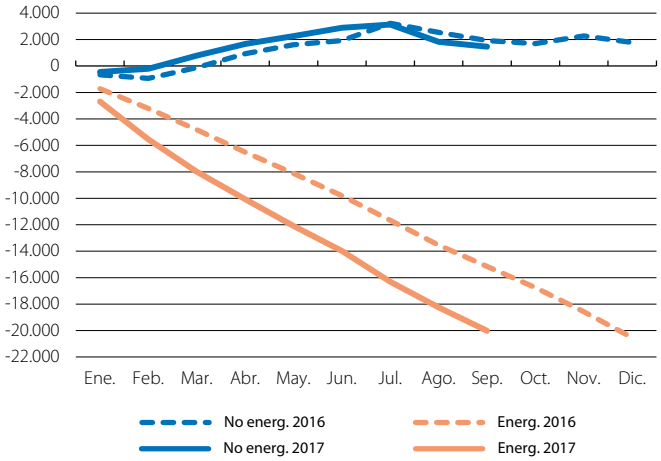
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

*Saldo comercial energético y no energético **

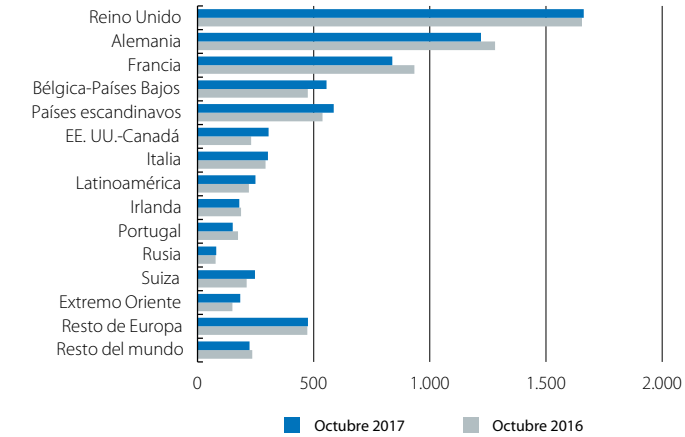
(Millones de euros)



Nota: ** Valores acumulados del año.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.*

*Llegadas de turistas extranjeros por país de procedencia **

(Miles de personas)



Nota: ** Número de turistas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

mostró un leve descenso en términos interanuales, mientras que la llegada de turistas ingleses, el contingente más numeroso, presenta una variación interanual prácticamente nula.

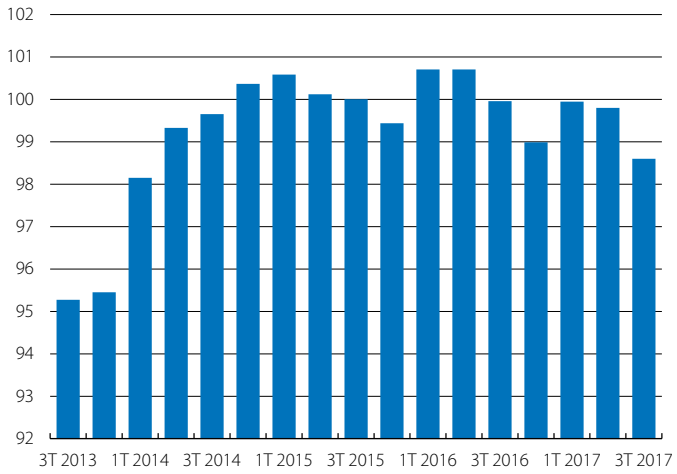
El déficit del conjunto de las Administraciones públicas en septiembre se situó en el 2,0% del PIB (excluyendo corporaciones locales) por lo que muy probablemente se podrá cerrar el año cumpliendo el objetivo de déficit. En particular, hasta septiembre, las Administraciones públicas acumulan un ajuste de 1,2 p. p. del total de los 1,3 p. p. necesarios para alcanzar el objetivo de déficit del 3,0% del PIB en 2017 (3,1% si se incluyen las pérdidas por las ayudas financieras). Por administraciones, el déficit del Estado, con datos hasta octubre, disminuyó hasta el 1,1% del PIB frente al 2,0% de octubre de 2016. También mejora el saldo de las comunidades autónomas, con un superávit del 0,1% del PIB en septiembre, que contrasta con el déficit del 0,2% de septiembre de 2016. Por su parte, la Seguridad Social registró en septiembre un déficit del 0,6% del PIB, el mismo que en septiembre de 2016. Pese a la bondad de estos datos, la deuda pública se mantiene en cotas elevadas. Concretamente, en el 3T se situaba en el 98,6% del PIB, cercana al máximo del 100,7% del 3T de 2016 y muy por encima del 43,8% correspondiente al promedio del periodo comprendido entre los años 2006 y 2010, ambos incluidos. Ello recuerda la importancia de no caer en la complacencia y seguir con los esfuerzos de la consolidación fiscal.

El mercado inmobiliario sigue fortaleciéndose. El precio de la vivienda que publica el Ministerio de Fomento, basado en tasaciones, subió un 2,7% interanual en el 3T, un 0,7% intertrimestral, recuperándose de un 2T donde había mostrado cierta tibieza. La recuperación del sector mantiene el tono positivo, con unas transacciones de compraventa de vivienda libre que subieron un 13,5% en el acumulado de 12 meses hasta septiembre y unos visados de obra nueva que se incrementaron un 23,2% en agosto. En una perspectiva temporal más amplia, el mercado se encuentra a medio camino entre los niveles de 2007, último año de la burbuja, y los de 2013, último año de descensos. Así, las compraventas de viviendas y los visados de inicio de obra acumulan un aumento del 45,3% y del 57,4% respecto al nivel de 2013, pero están un 41,5% y un 79,6% por debajo del nivel de 2007, respectivamente.

La tasa de morosidad retoma la senda descendente y el crédito bancario sigue fluyendo. En septiembre, la tasa de morosidad disminuyó hasta el 8,33% (–0,16 p. p. respecto a agosto) gracias al aumento de la cartera de crédito y a la reducción del saldo de crédito dudoso. En los próximos meses, la mayor actividad crediticia y la venta de carteras de activos dudosos seguirán favoreciendo la reducción de dicha tasa. El saneamiento de los balances bancarios es uno de los factores que permite que el crédito bancario siga fluyendo vigorosamente hacia los hogares y las empresas, como así muestran los últimos datos disponibles. En octubre, la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de vivienda avanzó un 16,8% interanual en el acumulado del año y el nuevo crédito al consumo, un elevado 17,2%. En la misma línea, el crédito a pymes aumentó un significativo 8,7%, mientras que las nuevas operaciones a grandes empresas se empiezan a recuperar (0,5%).

Deuda pública

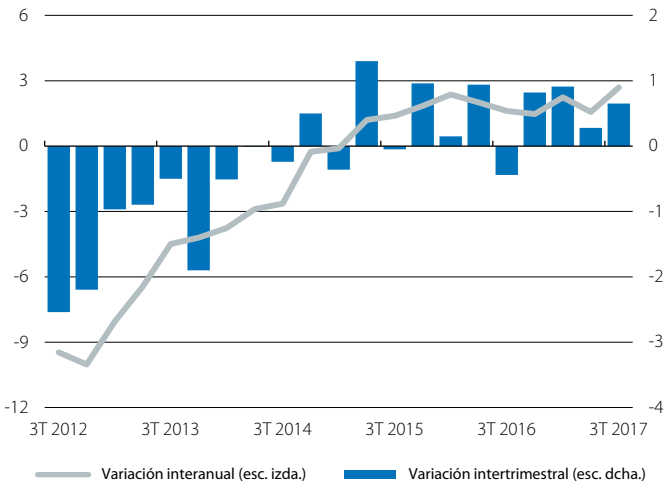
(% del PIB)



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

Precio de la vivienda

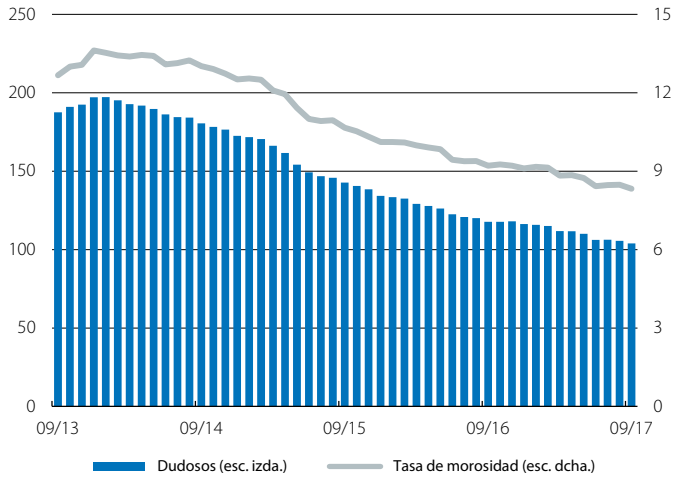
Variación (%) *Variación (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.*

Tasa de morosidad y créditos dudosos

(Miles de millones de euros) *(%)*



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

FOCUS · Los vaivenes de la inflación española: a vueltas con la energía

La inflación española sigue una tendencia de fondo estable y de subidas muy moderadas. La evolución de la tasa de inflación subyacente es una buena muestra de ello: en los últimos tres años ha pasado de registrar tasas cercanas a cero, a mantenerse alrededor del 1% durante los últimos meses. Sin embargo, en este periodo, la inflación general ha sido mucho más volátil y ha pasado de registrar tasas negativas a acercarse al 3%, para luego volver a descender de forma relativamente brusca. Aunque la evolución de fondo creemos que seguirá siendo alcista, la inflación general es muy probable que mantenga un patrón errático en los próximos trimestres.

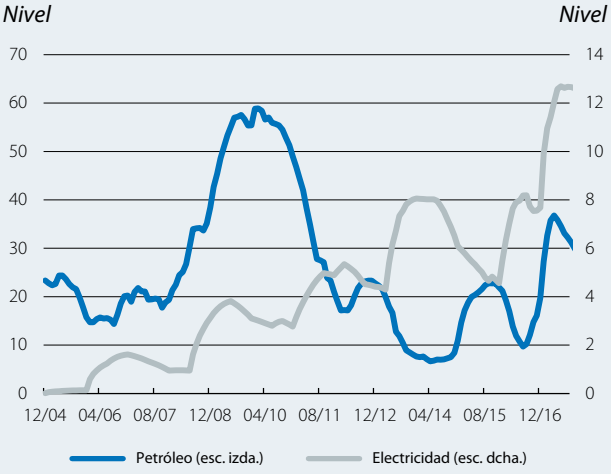
La tendencia de fondo, como se ha comentado, la ilustra muy bien la evolución de la inflación subyacente, que es muy probable que siga aumentando de forma gradual. Ciertamente, la apreciación del euro que se ha producido en los últimos trimestres, alrededor del 10% desde finales de 2016, jugará en contra de la recuperación de la inflación subyacente, pero el mantenimiento del crecimiento de la actividad económica en cotas relativamente elevadas y el descenso de la tasa de paro seguirán apoyando su recuperación gradual. Así, esperamos que la inflación subyacente siga aumentando a lo largo del próximo año y que en el tramo final ya alcance cotas ligeramente superiores al 1,5%.

La tasa de inflación general esperamos que se sitúe alrededor del 1,7% el próximo año, pero los componentes del IPC que no están incluidos en la tasa subyacente son más difíciles de predecir, y muy probablemente seguirán experimentando notables fluctuaciones (véase el gráfico adjunto). En este sentido, destaca la evolución que puede experimentar el precio de la electricidad. A pesar de que su peso en el IPC es relativamente pequeño, del 3,5% concretamente, las fluctuaciones que ha experimentado a lo largo del año han sido de tal magnitud que se han hecho notar en el índice general: en enero de 2017 registró un avance del 26,2% en términos interanuales, mientras que en octubre la tasa de avance descendió hasta el 3,4%. Con las reservas obligadas por las oscilaciones que presenta el precio de la electricidad en España, si no se repite el repunte que se produjo a principios del año pasado, el componente de la electricidad podría pasar a descender cerca de un 10% interanual en enero de 2018, lo que presionaría la inflación general a la baja.

El precio de los carburantes también contribuirá a mantener la volatilidad de la inflación general en cotas elevadas.[1] Durante 2017, el precio del crudo en euros ha fluctuado mucho, tanto por la volatilidad que ha exhibido el tipo de cambio euro-dólar como, sobre todo, por la volatilidad del precio del crudo en dólares, que ha registrado tasas de crecimiento interanual que han cambiado más de 20 p. p. de un mes a otro. Aunque esperamos que el precio del crudo se estabilice en cotas similares a las actuales, alrededor de los 52 euros por barril de calidad Brent, su tasa de variación interanual fluctuará de forma muy notable (por la volatilidad del precio del crudo durante 2017), lo que también afectará al índice general.

El aumento de la volatilidad del precio del petróleo y de la electricidad, especialmente desde que empezó la recesión en el año 2008, provoca que el margen de error de las previsiones de la tasa de inflación general también haya aumentado. Así, si se analiza el comportamiento del precio de ambos bienes en los últimos años, podemos afirmar que, con un 40% de probabilidad, la tasa de inflación promedio de 2018 puede desviarse alrededor de 0,5 p. p. respecto a la tasa prevista debido al comportamiento de estos dos bienes.[2] Ahora, más que nunca, cabe centrarse en la evolución de la tasa de inflación subyacente para poder evaluar la tendencia de fondo de los precios.

Desviación estándar del precio del petróleo y la electricidad *



Nota: ** Desviación estándar de la ventana móvil de dos años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

1. Los carburantes tienen un peso del 7,7% en el IPC, aproximadamente el doble que en la eurozona.

2. En concreto, para cada variable usamos la desviación que corresponde al percentil 20 y al percentil 80 de la distribución empírica de las variaciones interanuales.

FOCUS · El proyecto de ley del crédito inmobiliario

El Consejo de Ministros aprobó en noviembre el proyecto de ley del crédito inmobiliario, que podría entrar en vigor en el primer semestre de 2018 así que el Congreso lo apruebe. Este proyecto traspone la directiva europea de crédito hipotecario al ordenamiento jurídico español,[1] si bien también incorpora algunas medidas adicionales como, por ejemplo, su aplicación a los autónomos. Con estos cambios se busca, sobre todo, ofrecer una mayor protección a los consumidores, reforzar la transparencia de este tipo de contratos y dar una mayor seguridad jurídica al sistema financiero.

De este proyecto de ley destacan cuatro pilares que comportarán cambios importantes en el funcionamiento del mercado hipotecario actual. En primer lugar, la norma contempla un abaratamiento de las comisiones por amortización anticipada[2] de las hipotecas que se firmen una vez la ley entre en vigor. Para las hipotecas a tipo de interés variable se podrá pactar una de las siguientes opciones: una comisión máxima[3] del 0,5% del capital reembolsado anticipadamente durante los primeros tres años (posteriormente, del 0%) o bien una comisión del 0,25% durante los primeros cinco años (después, un 0%). Si las hipotecas son a tipo de interés fijo, la comisión máxima será del 4% durante los primeros 10 años y posteriormente del 3%. Recordemos que con la normativa vigente la comisión máxima es del 0,5% durante los primeros cinco años y después del 0,25% para las hipotecas a tipo de interés variable, y sin límite legal para las de tipo fijo.

El segundo pilar del proyecto de ley busca facilitar la conversión de las hipotecas de tipo de interés variable en fijo con el objetivo de favorecer la estabilidad financiera de los hogares ante eventuales subidas de los tipos de interés. La coyuntura actual, con unos tipos de interés en mínimos, es especialmente propicia para incentivar dicha conversión –en España, más del 85% de las hipotecas están ligadas al euríbor, por lo que, en un escenario previsible de subidas de tipos, la carga financiera de muchos de los hogares españoles se verá incrementada–. Las hipotecas a tipo fijo, que no traspasan el riesgo de tipos de interés al prestatario, mantienen la cuota hipotecaria estable hasta el final del contrato y facilitan la planificación financiera. Así pues, las medidas propuestas, que tienen carácter retroactivo y se aplicarían a todos los contratos vivos, incluyen la rebaja de los gastos de notaría y registradores asociados a la conversión de la hipoteca, y la reducción de las comisiones de reembolso anticipado, que como máximo serán de 0,25% del capital pendiente durante los primeros tres años y del 0% posteriormente. Adicionalmente, y relacionado con la conversión de las hipotecas, el proyecto de ley facilita la conversión del crédito denominado en divisa extranjera a euros (o en la divisa en la que el prestatario percibe la mayoría de los ingresos), lo que proporciona protección frente al riesgo de cambio.

El tercer pilar de la norma endurecerá los criterios para que una entidad financiera pueda iniciar la ejecución de un préstamo hipotecario. Así, durante la primera mitad de la vida del préstamo, se requerirá un impago de más del 2% del capital concedido o de más de nueve cuotas mensuales y, durante la segunda mitad de la vida del préstamo, el impago deberá ser superior al 4% o más de 12 cuotas. Este cambio en la ley, que se aplicará tanto a hipotecas nuevas como vigentes, establece un criterio único que contribuye a reforzar la seguridad jurídica de dichos contratos. Adicionalmente se establece un importe sobre los intereses de demora, que será el triple del interés legal del dinero vigente (del 9% en 2017) durante el periodo de demora sobre el principal pendiente de pago.

El cuarto pilar de la propuesta de ley aboga por una mayor transparencia. Por un lado, busca garantizar que el prestatario comprenda las obligaciones económicas y jurídicas del contrato, dándole la posibilidad de acudir al notario para recibir asesoramiento gratuito hasta siete días antes de la firma del contrato (el notario debe dar fe de que dichas obligaciones son comprendidas). Por otro lado, se prohíben las ventas vinculadas (obligación de contratar otros productos junto a la hipoteca, como un seguro), aunque se permiten las ventas combinadas (sin obligación) siempre y cuando se presenten los presupuestos de los productos por separado para una correcta valoración del coste de cada uno de ellos. Finalmente, en cuanto a transparencia formal, se requerirá el uso de una ficha estandarizada a nivel europeo, documentación específica si se dan cláusulas especialmente sensibles y la posibilidad de que el Gobierno apruebe un modelo de contrato sencillo y fácil de entender al que se puedan acoger las partes si lo consideran oportuno.

En definitiva, los cambios introducidos en el proyecto de ley fomentarán una mayor transparencia, seguridad jurídica y protección del consumidor en torno a los contratos hipotecarios. Todo ello debería contribuir a reforzar la estabilidad financiera.

1. Directiva aprobada en 2014 y que se debería haber traspuesto a la legislación nacional antes de marzo del 2016. Todavía quedan varios países pendientes de hacerlo: España, Croacia, Chipre y Portugal.
2. Esta comisión compensa a la entidad financiera por la pérdida que provoca la amortización anticipada.
3. En todos los casos, sin exceder nunca la pérdida financiera que pueda sufrir la entidad financiera.

FOCUS · Empleo y productividad: señales positivas

El mercado laboral continúa evolucionando muy favorablemente, tal como muestran los últimos datos de la EPA correspondientes al 3T 2017: el número de ocupados ha aumentado en 521.700 personas en el último año y el ritmo de avance se mantiene en un elevado 2,8% interanual. Si tomamos un poco más de perspectiva, y nos remontamos cuatro años atrás, la creación neta de empleo asciende a la nada desdeñable cifra de 1.819.200 personas, un crecimiento acumulado del 10,6%, lo que implica que ya se han recuperado más de la mitad de los empleos destruidos en la fase recesiva (2007-2013).[1]

La creación de ocupación es generalizada en todos los sectores de actividad, aunque existen importantes diferencias en cuanto a las respectivas velocidades de recuperación. Si dividimos los sectores de actividad en dos grupos según su nivel de productividad,[2] observamos que la mayor parte del empleo se genera en sectores de baja productividad, que son los que tienen un mayor peso en la economía (véase el primer gráfico). Sin embargo, el crecimiento de la ocupación es más dinámico en los sectores más productivos, de modo que han ido ganando importancia en el empleo total (del 18,7% en el 3T 2013 al 19,1% actual). En efecto, un 22% del empleo neto creado entre el 3T 2013 y el 3T 2017 ha sido en sectores con una productividad superior al promedio, un porcentaje que asciende al 38% si nos centramos en el último año.

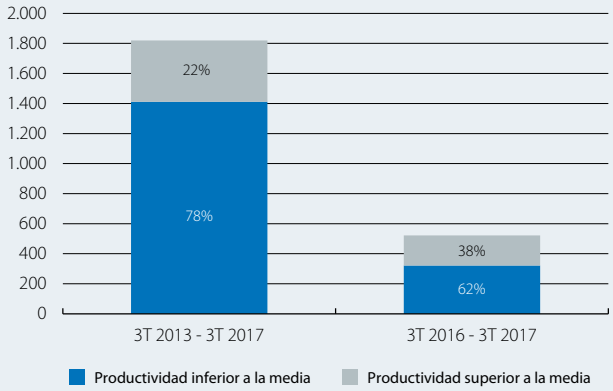
Entrando en el detalle por sectores, observamos que los sectores que han experimentado un mayor aumento de ocupados, alrededor del 14% acumulado entre el 3T 2013 y el 3T 2017, son los dos sectores más productivos: información y comunicaciones (TIC) e industria (véase el segundo gráfico). La recuperación del empleo en la construcción también avanza a buen ritmo (un 12,3% acumulado de cuatro años) a medida que se va afianzando el nuevo ciclo alcista del sector inmobiliario, pero su peso en el total de ocupados dista mucho del de la anterior etapa expansiva. Comercio, transporte y hostelería, con un peso del 29,8% de la ocupación total, concentra un 32,4% del empleo generado en los últimos cuatro años, un dato que refleja el buen desempeño del sector turístico en la etapa de recuperación actual. Finalmente, los sectores en los que la ocupación ha crecido menos desde 2013 son la Administración pública, educación y sanidad, y las actividades artísticas y recreativas (8,8% y 6,4%, respectivamente), ambos con una productividad inferior al promedio.

1. El número de ocupados descendió en 3.523.400 personas entre el 3T 2007 y el 3T 2013.
2. Se dividen los sectores de actividad según si su nivel de productividad aparente del trabajo se sitúa por encima o por debajo del promedio. La productividad aparente del trabajo se define como el valor añadido bruto (VAB) de cada sector dividido entre el número de ocupados equivalentes a tiempo completo (ETC).

En definitiva, el mercado laboral español evoluciona en la buena dirección. Los datos de creación de empleo son positivos y, además, la evolución sectorial de la ocupación revela que, poco a poco, se va fraguando un cambio de modelo productivo.

Aumento del número de ocupados según la productividad del sector

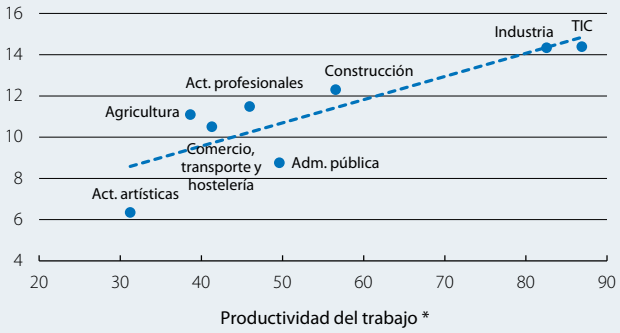
(Miles)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

Relación entre la creación de empleo y la productividad del sector

Crecimiento de la ocupación entre el 3T 2013 y el 3T 2017 (%)



Nota: ** La productividad aparente del trabajo se define como el valor añadido bruto de cada sector dividido entre el número de ocupados equivalentes a tiempo completo. Se excluyen el sector financiero y el sector inmobiliario. Dato del 2T 2017 (acumulado de cuatro trimestres).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

PRINCIPALES INDICADORES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Indicadores de actividad

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Industria									
Consumo de electricidad	1,7	0,1	–0,1	1,6	1,2	0,3	–1,5	...	...
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	2,1	2,5	3,4	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–0,3	–2,3	–0,6	0,3	–0,5	–0,1	2,1	2,5	5,5
PMI de manufacturas *(valor)*	53,6	53,2	54,4	54,8	54,9	53,6	54,3	55,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	20,0	43,7	36,9	24,5	18,4	...	...	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	10,9	13,1	13,9	15,2	12,2	13,3	13,1	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	1,5	2,2	1,6	2,7	–	–	...
Servicios									
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	5,6	8,2	10,1	10,0	10,2	10,3	10,3	9,4	...
PMI de servicios *(valor)*	57,3	55,0	54,9	56,4	57,8	56,8	56,7	54,6	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,0	0,5	2,5	1,8	2,7	–1,5	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	8,9	7,8	6,3	6,7	4,6	13,7	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–2,8	1,5	0,2	–1,1	–1,4	–1,7

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Instituto Nacional de Estadística, Markit y la Comisión Europea.*

Indicadores de empleo

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17
Afiliados a la Seguridad Social [1]								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1
Construcción	4,7	2,6	3,3	5,3	6,1	6,1	6,3	6,8
Servicios	3,5	3,2	3,5	3,4	3,8	3,6	3,6	3,7
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,5**
Población ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	–	–
Contratos registrados [3]								
Indefinidos	12,3	14,2	13,3	15,4	10,2	11,0	12,7	21,4
Temporales	11,2	7,2	6,6	12,1	9,6	5,0	3,7	7,6
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**5,5**	**4,5**	**8,8**
Paro registrado [3]								
Menores de 25 años	–11,0	–12,6	–13,2	–13,3	–17,3	–9,4	–6,7	–6,9
Resto de edades	–7,2	–8,2	–9,0	–9,2	–10,3	–8,7	–8,5	–8,0
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–8,8**	**–8,3**	**–7,9**

Notas: *1. Datos medios mensuales. 2. Estimación EPA. 3. Datos del Servicio Público de Empleo Estatal.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística y el Servicio Público de Empleo Estatal.*

Precios

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,7**	**1,8**	**1,6**	**1,6**
Subyacente	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,2	0,9	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,0	4,1	2,5	–0,2	2,2	4,9	...
Productos energéticos	–9,0	–8,4	1,6	15,3	8,0	5,4	5,8	3,9	...

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

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Comercio de bienes									
Exportaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	4,3	1,7	1,8	1,7	5,1	5,6	6,8	6,9	7,6
Importaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	3,7	–0,4	–0,3	–0,4	3,7	5,7	7,7	8,2	9,0
Saldo corriente	**12,2**	**21,5**	**19,3**	**21,5**	**21,6**	**21,0**	**20,9**	**20,7**	**20,8**
Bienes y servicios	25,3	33,7	31,9	33,7	32,0	32,3	31,7	32,0	31,9
Rentas primarias y secundarias	–13,1	–12,2	–12,6	–12,2	–10,4	–11,3	–10,8	–11,2	–11,1
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**19,2**	**24,2**	**24,4**	**24,2**	**24,1**	**23,1**	**23,0**	**22,8**	**22,9**

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Sector público

Porcentaje del PIB, acumulado en el año, salvo indicación expresa

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación[1]	**–5,3**	**–4,5**	**–0,8**	**–3,1**	**–2,9**	**–4,5**	**–0,4**	**–2,2**	**...**
Administración central	–2,6	–2,7	–0,8	–1,9	–2,6	–2,7	–0,4	–1,1	–1,5
Comunidades autónomas	–1,7	–0,8	–0,1	–0,6	–0,1	–0,8	–0,2	–0,7	0,1
Corporaciones locales	0,4	0,6	0,0	0,1	0,5	0,6	0,1	0,2	...
Seguridad Social	–1,2	–1,6	0,2	–0,6	–0,6	–1,6	0,1	–0,5	–0,6
Deuda pública *(% PIB)*	**99,4**	**99,0**	**100,8**	**100,7**	**99,9**	**99,0**	**99,9**	**99,8**	**99,6**

Nota: *1. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.*

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [1]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	08/17	09/17	10/17
Depósitos[2]										
Depósitos de hogares y empresas	–0,6	2,5	3,2	3,0	3,2	2,5	2,3	2,3	2,9	2,7
A la vista y ahorro	14,7	16,0	15,7	16,2	18,6	18,8	17,2	17,3	17,3	16,7
A plazo y preaviso	–16,3	–16,0	–15,1	–17,7	–22,0	–24,9	–25,1	–25,1	–25,1	–25,5
Depósitos de AA. PP.	6,7	–14,2	–9,4	–29,1	–28,0	–26,7	6,8	9,0	9,5	7,0
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**2,4**	**0,4**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**2,6**	**3,2**	**2,9**
Saldo vivo de crédito[2]										
Sector privado	–5,5	–3,6	–3,3	–3,2	–2,7	–2,1	–2,3	–2,4	–2,1	–2,0
Empresas no financieras	–7,3	–5,3	–5,2	–5,2	–4,3	–3,0	–3,9	–4,0	–3,7	–3,3
Hogares - viviendas	–4,6	–3,7	–3,3	–3,1	–3,0	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7
Hogares - otras finalidades	–2,6	2,0	3,1	2,9	3,6	3,2	3,6	3,5	4,4	4,0
Administraciones públicas	0,2	–2,9	–2,2	–2,7	–3,2	–12,6	–11,6	–10,9	–12,2	–11,6
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–3,2**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,7**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**10,1**	**9,1**	**9,2**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**8,5**	**8,3**	**...**

Notas: *1. Datos agregados del sector bancario español. 2. Residentes en España. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

PERSPECTIVAS 2018

Perspectivas globales: diccionario (mínimo) para leer correctamente el año 2018

Para el escritor catalán Josep Pla acertar en la adjetivación era de suma importancia. Concretamente, exigía elegir los adjetivos de manera que estos fueran inteligibles, claros y precisos. Cuando se trata de caracterizar las perspectivas cíclicas, el economista, salvando las distancias, se enfrenta a un reto similar: es altamente recomendable afinar el lenguaje y ser capaz de capturar la esencia del momento a la manera que Pla demandaba. Pues bien, con este reto en mente, y de la mano de la Real Academia Española, proponemos un diccionario mínimo de adjetivos que creemos de aplicación para este próximo 2018 y los años venideros.

Dinámico, ca: 3. *adj. Dicho de una persona: notable por su energía y actividad.*

El primer rasgo distintivo de la fase actual del ciclo económico global se puede asociar claramente al adjetivo «dinámico». De acuerdo con las previsiones de CaixaBank Research, en 2018 la economía mundial crecerá un 3,8%, algo más que el 3,6% que se estima que habrá crecido en 2017. Cifras similares esperan otras entidades, como el FMI o el Banco Mundial. En perspectiva histórica, son registros positivos que baten el crecimiento promedio anual desde 1980, que ha sido del 3,5%. Además, si se amplía el foco y se otea el escenario hasta 2022, las previsiones que se manejan apuntan a que el crecimiento sostendrá ritmos similares a los de 2017 y 2018. Por tanto, tras el avance del PIB global de 2017, en 2018 la economía mundial aprieta algo más el acelerador y sigue en camino de transitar por unos años favorables.

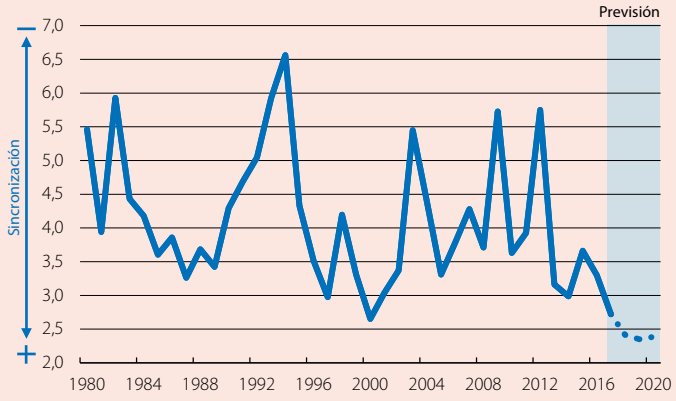
Sincronizado, da, *participio de sincronizar: 1. tr. Hacer que coincidan en el tiempo dos o más movimientos o fenómenos.*

El segundo adjetivo de este breve diccionario es «sincronizado», y apunta a una característica muy singular del momento cíclico actual: el elevado grado de similitud de crecimiento de las distintas economías. Una muestra de ello es que el FMI, por ejemplo, espera que solo seis países registren tasas de crecimiento negativas. Si se utilizan medidas que permiten evaluar el grado de sincronización de manera más sofisticada, los resultados se repiten. Así, si se calcula la desviación del crecimiento entre los países y el crecimiento mundial, se constata que el nivel de sincronización de 2018 y de los años siguientes es el mayor desde 1980 y que solo fue similar la que se produjo en el repunte de crecimiento del año 2000.[1]

Maduro, ra: *2. adj. Dicho de una persona o de una cosa: que ha alcanzado un estado de desarrollo adecuado para su utilización, funcionamiento o empleo.*

Sincronización del ciclo económico *

Índice



Nota: ** El indicador es la desviación estándar del crecimiento del PIB de cada país menos el crecimiento del mundo, donde el peso de cada país es la proporción que dicho país representa respecto del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo para cada año.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de los datos de Thomson Reuters Datastream.*

El tercer rasgo esencial del actual ciclo se refiere a su grado de madurez. A diferencia de la connotación generalmente positiva del adjetivo «maduro» en el lenguaje coloquial, un ciclo económico maduro no es, *per se*, mejor o peor que otro que no lo es. Sencillamente, se le pueden asociar una serie de características determinadas. Así, típicamente, si un país está en esa fase del ciclo económico, es más proclive a acumular tensiones en la inflación debido a que el grado de utilización de los factores productivos es elevado y a que se empiezan a manifestar cuellos de botella. La determinación del punto cíclico, si ya es difícil para las economías avanzadas con gran calidad de información estadística, se torna un ejercicio de resultados más inciertos para la economía

1. Formalmente, el indicador de sincronización se obtiene como sigue:

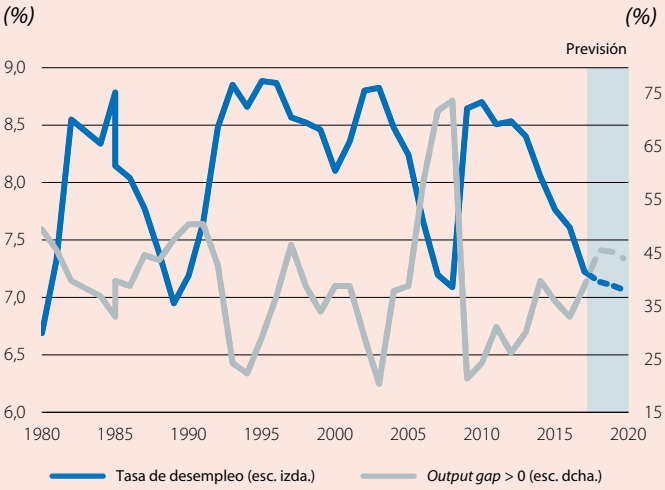
$$sincro_t = \sqrt{\sum_c^C \left[s_{c,t} * (\dot{y}_{t,c} - \dot{y}_{mundo,t})^2 \right]},$$ donde *t* denota tiempo y *c* denota país.

La variable $sincro_t$ representa el nivel de sincronización mundial en el año t, $s_{c,t}$ se corresponde con la proporción que el país c representa respecto del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo en el año t, $\dot{y}_{t,c}$ es el crecimiento del PIB en el país c durante el año t y, finalmente, $\dot{y}_{mundo,t}$ es el crecimiento mundial durante el mismo periodo t.

2. Específicamente, los datos de brecha de producción sugieren que se está en la fase del ciclo económico que Fernández, E. (2013), «PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?», IM 05/2013 denomina fase 1, es decir, con una brecha de producción positiva y creciente, y que se puede asociar a las etapas iniciales de madurez del ciclo.

mundial en su conjunto. Con todo, la revisión de varias medidas sugiere que la economía global se está adentrando, lentamente, en fases más maduras del ciclo.[2] Así, el número de países que registrarán una brecha de producción positiva (esto es, con un PIB real superior al potencial) en 2018-2020 será el mayor desde 2008, antes de la Gran Recesión. Igualmente, la tasa de paro promedio mundial será la menor desde 1990.

Mundo: tasa de desempleo y porcentaje de países con* output gap *positivo



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

Sostenible: *2. adj. Especialmente en ecología y economía, que se puede mantener durante largo tiempo sin agotar los recursos o causar grave daño al medio ambiente.*

Si hasta ahora se han utilizado tres adjetivos para caracterizar el momento cíclico, cuando se trata de analizar la calidad de la expansión, es decir, cuando pasamos de la descripción a la previsión, la clave es ver si esta expansión es sostenible o no. Aunque el adjetivo «sostenible» acostumbra a utilizarse en su acepción medioambiental, la sostenibilidad de la expansión económica, en el sentido de que se pueda mantener a lo largo del tiempo, es la que interesa aquí. Varios elementos permiten emitir un juicio prudentemente favorable. De entrada, la expansión se está llevando a cabo sin que se acumulen desequilibrios macroeconómicos elevados. En particular, a diferencia de lo sucedido en la expansión de la primera mitad de la década de los 2000, las economías acumulan menores desequilibrios por cuenta corriente, y las previsiones sugieren que este patrón se puede mantener en los próximos años. Otro aspecto importante deriva del que es, probablemente, el rasgo más diferencial de la actual expansión, el elevado nivel de sincronización. Una expansión sincronizada es, *a priori*, más sostenible que otra que lo es en menor medida debido a que si se dan *shocks* idiosincráticos que solo afecten a algunos países, otras economías podrían compensar el impacto negativo. Este diagnóstico, que ha sido reiterado recientemente por miembros del BCE al referirse al ciclo expansivo europeo, también puede aplicarse al conjunto del ciclo de crecimiento mundial. No obstante, hay que tener en cuenta que si la sincronización deriva de un factor común y este elemento cediese, el impacto también sería más amplio que en ausencia de sincronización. Como han defendido diferentes voces, el candidato natural a jugar el papel de factor global en el actual ciclo expansivo son las laxas condiciones financieras globales. En el escenario central que maneja CaixaBank Research se espera que la combinación de normalización muy paulatina, y bien comunicada a los inversores, facilite una progresiva adaptación a unas condiciones de financiación algo más duras para los países que más dependen de ella.

Incierto, ta: *2. adj. Inconstante, no seguro, no fijo.*

Es inevitable, si se trata de otear el horizonte económico, recordar que el futuro es, por definición, incierto, aunque quizás algo menos que en años pasados. Así, de todo lo mencionado anteriormente se puede colegir que la situación y las perspectivas son favorables: se va a crecer bien y con una calidad mayor que la de los últimos años. Esto lo ha recogido, por ejemplo, el FMI, que en su último informe de perspectivas afirma que los riesgos, al alza y a la baja, están equilibrados. Hacía muchos años que la coletilla del FMI, y de otros organismos, siempre eran variantes de «riesgos a la baja». A pesar de que ciertamente el balance de riesgos se ha hecho más equilibrado, no deberían descuidarse a la ligera las fuentes de incertidumbre que siguen estando presentes. De hecho, su importancia motiva que las dos grandes categorías de riesgos que afronta la expansión mundial, los de carácter macrofinanciero (con la acumulación de la deuda como protagonista destacada, una debilidad que podría revelarse si las condiciones financieras globales se endureciesen de forma más abrupta de lo esperado) y los de naturaleza política (en sentido amplio, bien sean los geopolíticos, bien sean los de una hipotética involución proteccionista), se traten en sendos artículos en este mismo Dossier.

Para concluir, volvamos al maestro. Junto con la exigencia de una adjetivación clara, inteligible y precisa, Josep Pla demandaba que la escritura se practicase, siempre, con la máxima observación posible de la realidad. Como se ve, algo no muy distinto de la exigencia que nos obliga a los economistas y que ha tratado de guiar el ejercicio caracterizador y prospectivo que se acaba de realizar. El tiempo, juez definitivo, dictaminará si el análisis, y su traducción en adjetivos, también se ha correspondido con una buena capacidad predictiva.

Àlex Ruiz
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional

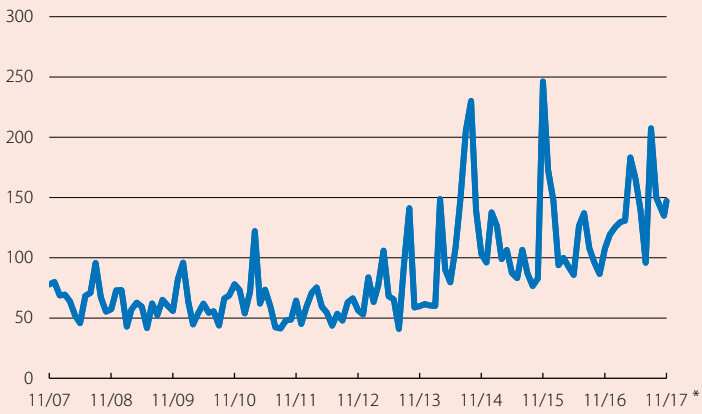
El análisis de los riesgos geopolíticos y políticos se está convirtiendo en imprescindible para llevar a cabo un buen ejercicio de perspectivas económicas. No en vano, las tensiones en estos ámbitos suelen afectar de forma considerable al desempeño macroeconómico global, así como a los siempre asustadizos mercados financieros.

Según el índice de riesgos geopolíticos desarrollado por Caldara y Iacoviello, las tensiones geopolíticas han aumentado en los últimos meses (véase el gráfico).[1] Este tipo de indicadores son muy útiles para evaluar (y cuantificar) el impacto que puede tener la incertidumbre relacionada con la geopolítica sobre el desempeño económico mundial. En efecto, estos mismos economistas estiman que un aumento de las tensiones como las acaecidas en los últimos meses suele conducir a una disminución de la actividad económica y de las valoraciones de los activos, reales y financieros, así como a un aumento de la volatilidad financiera, en buena parte, como consecuencia de un incremento del grado de incertidumbre.

En muchos casos, detrás del aumento de las tensiones entre países se esconde el auge de fuerzas políticas proteccionistas, especialmente en los países desarrollados. El llamado aumento del populismo. No nos engañemos: la victoria de Macron o el freno de la extrema derecha en los Países Bajos durante la primera mitad de 2017 aliviaron los temores más extremos en Europa. Pero en septiembre, la extrema derecha entró en el Parlamento alemán por primera vez desde 1945; en octubre, la extrema derecha también cosechó unos espléndidos resultados en Austria, y, en la República Checa, el multimillonario, populista y euroescéptico Andrej Babis se ha erigido como nuevo primer ministro.

*Índice de riesgos geopolíticos **

Nivel



Nota: ** Dato de noviembre basado en búsquedas en periódicos hasta el 10 de noviembre de 2017.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Geopolitical Risk Index (Caldara y Iacovello).*

En general, se ha constatado que estos partidos no han alcanzado apoyos suficientes como para gobernar, pero ya están condicionando la agenda política y, muy probablemente, lo seguirán haciendo en los próximos años. El ámbito en el que el auge del populismo se está dejando notar más es en el comercial. Dos ejemplos lo ilustran muy bien: el *brexit* y la política proteccionista que trata de impulsar el presidente Trump en EE. UU.

La retirada del Reino Unido de uno de los espacios de libre comercio más prósperos del planeta puede interpretarse como un giro proteccionista por su parte. Sin embargo, en los últimos meses se ha puesto en evidencia que la posición negociadora del Reino Unido es relativamente débil y que el apoyo en el Reino Unido hacia un *hard brexit* es limitado. De hecho, cada vez parece más probable un acuerdo que incluya un convenio razonablemente profundo en términos de libre comercio de bienes y servicios y un periodo de transición, lo que se llama un *soft brexit*.[2] Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo muy elevada.

Al otro lado del Atlántico, el populismo del «América primero» de Trump ya se ha cobrado unas cuantas víctimas: el cambio climático, con el abandono de EE. UU. del Acuerdo de París; Irán, con las posibles nuevas exigencias en materia de seguridad nuclear, y también el comercio internacional, con la retirada del acuerdo comercial y de inversión Transpacífico (el TPP, por sus siglas en inglés). En el perímetro de la política comercial, precisamente, preocupa la evolución de las negociaciones para rediseñar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés), que se iniciaron en verano de 2017 y que se estima que terminen a principios de 2018.

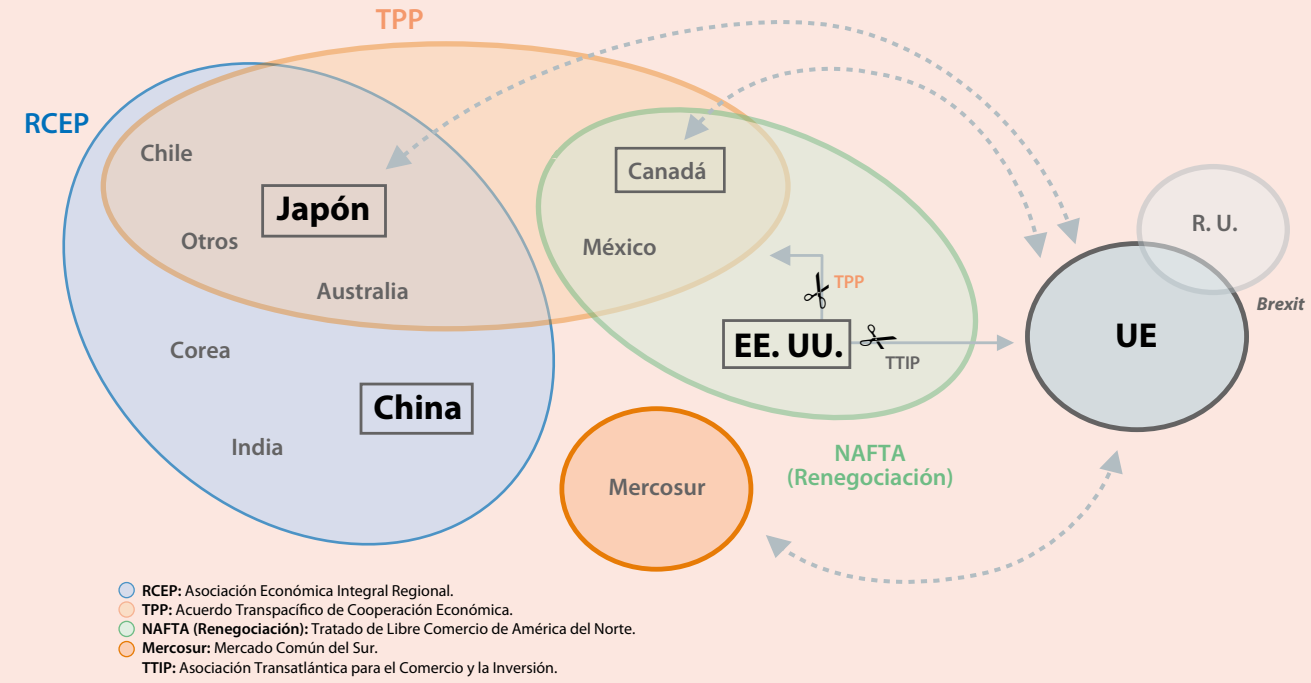
El acuerdo entre Canadá, México y EE. UU., establecido en 1994, impulsó las relaciones económicas norteamericanas. Los flujos comerciales entre los tres países aumentaron de manera sustancial, triplicándose en pocos años, un aumento muy superior al incremento con respecto al resto del mundo. Y, aunque es muy difícil desentrañar el impacto final del tratado de los múltiples acontecimientos de la época, como los enormes cambios tecnológicos de los noventa y los 2000 o la entrada de China en la arena internacional, en general las estimaciones apuntan a un efecto netamente positivo.

Un rediseño final del Tratado que pudiera comportar cierta involución comercial en un bloque económico tan pujante como el norteamericano (que representa cerca del 30% del PIB mundial y un 12% de las exportaciones globales) debilitaría la demanda global y podría poner en peligro la fortaleza de la expansión actual. A largo plazo, además, tal movimiento comprometería las ganancias de productividad conseguidas con los procesos de apertura, algo que la región y, en especial, EE. UU. no se pueden permitir.

En este sentido, creemos que se acabará imponiendo una dinámica constructiva en el proceso de renegociación del NAFTA, que permita una modernización del acuerdo. Aun así, nada se puede descartar. En especial, porque EE. UU. ha dejado claro que quiere cambios relevantes en las condiciones del Tratado. Cambios que le permitan, entre otras cosas, reducir el importante déficit comercial que mantiene con México. Cambios para hacer frente a la creciente competencia asiática a través de modificaciones en las reglas de origen, que determinan qué porcentaje de *inputs* intermedios procedentes de EE. UU., México o Canadá deben tener los productos para beneficiarse de las ventajas arancelarias del NAFTA, y que en la actualidad permiten a demasiados insumos no norteamericanos gozar de las ventajas de la región de libre comercio. Y cambios para disminuir las barreras que existen sobre el comercio de servicios digitales. En una muestra de su voluntad de impulsar un cambio profundo, además, ha propuesto una cláusula de extinción del acuerdo cada cinco años si los tres países no lo ratifican (*Sunset Clause*, en inglés). Aunque no creemos que una propuesta tan extrema fructifique, dada la elevada incertidumbre que provocaría, y que afectaría negativamente sobre los flujos de

1. El Geopolitical Risk Index contabiliza el número de palabras relacionadas con tensiones y actos geopolíticos en los principales periódicos. Véase https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr.htm para más detalles.
2. Para más información, véase el Focus «*Brexit*, el camino que queda por recorrer», en el IM10/2017.

Acuerdos comerciales más recientes o en proceso de negociación



Fuente: *CaixaBank Research.*

inversión, sí que podría darse una situación intermedia, como la propuesta por México hace pocas semanas, en la que se revisaría la situación del acuerdo cada cinco años.

El *brexit*, la renegociación del NAFTA o la retirada de EE. UU. del TPP y del TTIP (el acuerdo que negociaba con la UE) pueden generar la sensación de que se está entrando en una nueva fase proteccionista a nivel global. Pero la verdad es que fuera de las fronteras de EE. UU. y del Reino Unido, el proceso de globalización sigue avanzando con firmeza, con varios acuerdos comerciales multilaterales de relevancia en proceso de negociación o prácticamente cerrados.[3] En noviembre, por ejemplo, Japón, Canadá y México, junto con el resto de países que conformaban el TPP original, acordaron seguir adelante con el proceso de negociación sin la economía estadounidense. EE. UU. era un actor clave por dos motivos. Primero, por su tamaño. Con EE.UU., los países bajo el paraguas del TPP representaban el 40% del PIB mundial y en torno a una cuarta parte de los flujos comerciales. Sin EE.UU., esta cifra desciende de forma notable, pero sigue siendo relevante. En términos de comercio, por ejemplo, todavía constituye un nada despreciable 15% de las exportaciones mundiales. Segundo, porque EE. UU. exigía unos estándares elevados en materia de derechos de propiedad intelectual o en ámbitos como el laboral, donde, por ejemplo, requería que se cumplieran las normas de la Organización Internacional del Trabajo. Sin embargo, la determinación del resto de países de seguir adelante es políticamente muy significativa, ya que mandan un claro mensaje a favor de seguir trabajando para una mayor integración comercial a nivel global. Además, ya han anunciado que aspiran a mantener unos elevados estándares en el acuerdo final, que se espera que se alcance en los primeros meses de 2018.

Asimismo, en Asia, se está fraguando un nuevo acuerdo comercial (el RCEP) que englobará a 16 países, entre los que destacan China, Japón e India, las tres mayores economías de la zona. Aunque el RCEP no puede ser considerado un sustituto del TPP original, puesto que se centra tan solo en la reducción de barreras arancelarias en una región cuyos aranceles ya son relativamente bajos, la inclusión de la India, una economía de gran tamaño y cuyos aranceles son todavía elevados, tiene un potencial enorme. No hay que olvidar que hace 25 años China era una economía que apenas comerciaba con sus vecinos (y menos con el resto del mundo) y actualmente es la principal potencia exportadora.

Finalmente, el conjunto de países que conforman la UE tampoco pierde ripio, y este año ya ha cerrado acuerdos con Japón y Canadá, y actualmente está negociando con los cuatro países fundadores del bloque Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), entre otros (véase el esquema). En el caso de Japón, el acuerdo no solo constituye un área de libre comercio que rivaliza en tamaño y alcance con el NAFTA, sino que además establece estándares y disposiciones relativas al medio ambiente, al mercado laboral y a la propiedad intelectual muy completas, en concordancia con el elevado grado de desarrollo de ambos países. En cambio, el acuerdo con los países del Mercosur, aunque relevante para numerosos sectores económicos (como el agrícola), no aspira a ser tan amplio en materia no arancelaria y regulatoria como el de Japón o Canadá.

El centro de gravedad comercial se está trasladando del Atlántico al Pacífico a gran velocidad. EE. UU. aspiraba a establecer sus normativas sectoriales como estándares internacionales a través de los importantes tratados económicos que estaba negociando y ahora parece que ha renunciado a ello, como mínimo temporalmente. Este nuevo contexto debe ser visto como una oportunidad para la UE, que ahora tiene un mayor espacio para influenciar las reglas del comercio global si actúa con agilidad y acierto. China no lo pondrá fácil y, muy probablemente, el que podría ser el nuevo presidente de EE. UU. dentro de tres años tampoco.

Clàudia Canals
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

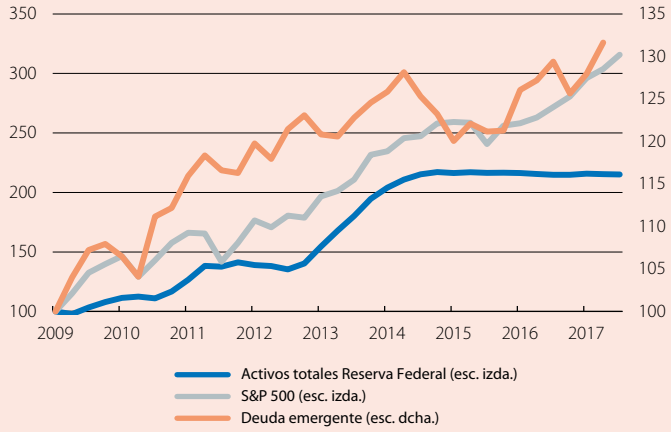
3. En los últimos años, los grandes acuerdos multilaterales, como los que se derivarían de la finalización de la Ronda Multilateral de Doha, han dado paso a acuerdos multilaterales de menor tamaño.

Riesgos macrofinancieros globales

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2018 son positivas: se espera que tanto emergentes como avanzados crezcan más que en años anteriores, y es probable que esta etapa favorable tenga continuidad en los próximos años. Sin embargo, esta senda no está exenta de riesgos, en particular de naturaleza macrofinanciera. En este artículo se revisarán los grandes riesgos de esta índole que están en el radar y se analizarán sus causas y posibles consecuencias. Solo entonces se estará en condiciones de valorar hasta qué punto las buenas expectativas de 2018, y los años venideros, podrían peligrar por el flanco macrofinanciero.

Entrando en detalle, en los últimos años se han desarrollado dos desequilibrios macrofinancieros que, por su potencial alcance y contagio, suponen un riesgo para las perspectivas económicas mundiales. El primero es el fuerte aumento de la deuda global que, según el BIS, ha crecido un 40% desde 2008. Este aumento es consecuencia, en gran medida, del fuerte aumento del endeudamiento de las economías emergentes, que ha crecido más de 50 p. p. desde la crisis financiera y ha pasado del 276% del PIB en 2007 a cerca del 325% en 2017. Y si de los emergentes suscita dudas la sostenibilidad de su deuda, los avanzados están en el punto de mira por la fuerte revaloración que han registrado algunos activos financieros, en especial la renta variable estadounidense. Así, desde el primer trimestre del 2009, momento en que empezó a recuperarse después de la crisis financiera, el índice S&P 500 ha registrado una progresión superior al 200%, lo que equivale a un aumento anual promedio de más del 14%. Asimismo, los llamados indicadores de valoración fundamental, como el CAPE, han alcanzado niveles no vistos desde la burbuja *puntocom* de los años 2000 y apuntan a una posible sobrevaloración de la bolsa estadounidense.[1] Una combinación que ha alimentado los temores de analistas e inversores.

Programa de compra de activos, bolsa y deuda emergente



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

Aunque varios factores han contribuido al desarrollo de estos dos riesgos macrofinancieros, la política monetaria ultralaxa puesta en marcha en el periodo posterior a la crisis financiera de 2007 aparece como uno de los principales candidatos para explicar la formación de estos desequilibrios. De hecho, uno de los objetivos que persigue un banco central cuando toma medidas para reducir los tipos de interés es, precisamente, fomentar la búsqueda de rendimientos en activos de riesgo. El motivo es claro: en un entorno de recesión o debilidad económica, la activación de este mecanismo ayuda a estimular la economía.

En este sentido, la efectividad de las medidas de política monetaria no convencionales que han tomado los principales bancos centrales es indiscutible. Sirva de ejemplo la estrecha relación que se observa entre la evolución de la renta variable de EE. UU., la deuda de los emergentes y el aumento de los activos en el balance de la Reserva Federal estadounidense.

Si aceptamos que la política monetaria ha tenido un rol relevante en la gestación de estos desequilibrios, la pregunta que surge de forma inmediata es cómo les afectará la normalización del entorno de tipos de interés que se espera que lleven a cabo los principales bancos centrales en los próximos años.

La experiencia reciente sugiere que si el proceso de aumento de tipos de interés es gradual, el impacto debería ser contenido. Es cierto que cuando la Fed anunció la intención de iniciar el proceso de normalización monetaria en 2013 se produjo un episodio puntual de aumento de la aversión al riesgo y una salida de capitales de muchas economías emergentes de cierta envergadura. Sin embargo, a partir de ese momento, y en particular tras el inicio efectivo del proceso de normalización, que se ha dado de forma gradual y cuidando en extremo la comunicación con los inversores, los efectos sobre los flujos emergentes han sido limitados. Dado que se espera que la normalización monetaria estadounidense siga siendo muy gradual, el impacto en la evolución de los activos de riesgo debería ser relativamente contenido.

De lo acabado de mencionar se concluye que uno de los aspectos centrales de la discusión es ver si existen factores que pueden forzar a la Reserva Federal a ser más agresiva en su política monetaria. El sospechoso habitual no puede ser otro que la inflación y, más específicamente, sorpresas en forma de inflación más elevada de lo previsto. Responder a esta cuestión equivale a com-

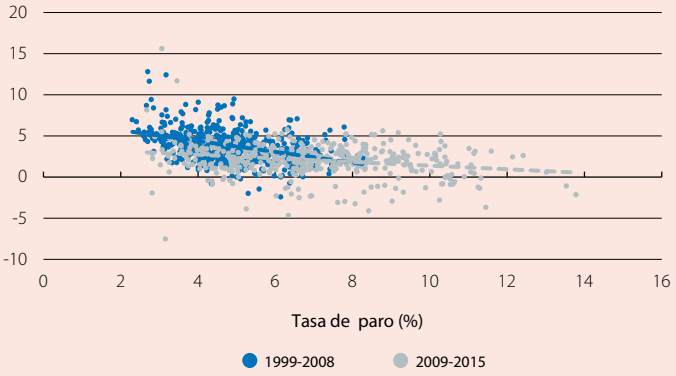
1. Para más detalles, véase el artículo «Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?» del Dossier del IM11/2017.

prender por qué se ha producido en los últimos años la debilidad de la recuperación de la inflación en un contexto de recuperación del ritmo de actividad.

La interpretación más sólida sobre el porqué de una inflación más baja se apoya principalmente en el argumento del aplanamiento de la curva de Phillips, que refleja la menor sensibilidad de la inflación a movimientos de la brecha de producción. Este aplanamiento es particularmente pronunciado desde la crisis financiera (véase el segundo gráfico).[2] Ante este cambio de patrón de la inflación, la Fed ha adoptado una actitud prudente y espera que vaya aumentando de forma gradual. Los inversores, sin embargo, esperan que la inflación siga siendo muy débil y ello se refleja en el precio de los activos financieros. Por ejemplo, la evolución de las expectativas de inflación implícitas en algunos instrumentos que cotizan en los mercados financieros cayeron fuertemente a finales de 2014 y apenas se han recuperado desde entonces.

*EE. UU.: crecimiento salarial y tasa de paro en los distintos estados **

Crecimiento salarial anual (%)

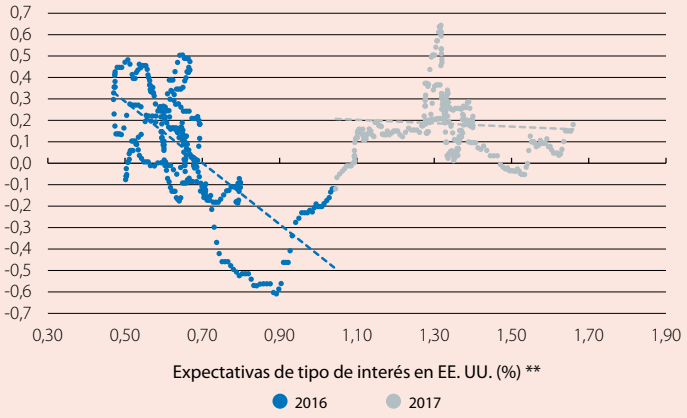


Nota: ** Cada punto representa un dato anual de cada estado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la oficina del Censo de los Estados Unidos, del US Bureau of Labor Statistics (BLS) y de la Reserva Federal de San Francisco.*

Sin embargo, existen razones para pensar que una parte importante del aplanamiento de la curva de Phillips se debe a factores cíclicos que podrían dejar de actuar próximamente. Así, tal y como se documenta en Daly *et al.*,[3] la debilidad del aumento de los salarios y, por consecuencia, de la inflación en EE. UU. durante los últimos años podría ser el resultado de un cambio de composición en el mercado laboral. En efecto, durante la recuperación económica se han incorporado al mercado laboral trabajadores cuyos salarios son menores a los del trabajador típico, con lo que el efecto final sobre el crecimiento de los salarios es de cierta ralentización en su ritmo de crecimiento. Sin embargo, se espera que, a medida que la expansión se torne más dinámica, este factor tendrá menor peso y los salarios experimentarán una aceleración de su crecimiento. Y, de hecho, distintos indicadores del mercado laboral sugieren que este se encuentra muy cerca de niveles propios de un ciclo económico maduro. Ello hace pensar que la probabilidad de sorpresas de inflación al alza son ciertamente más elevadas que en años pasados.

Flujos de capitales hacia los emergentes y expectativas de tipos de interés en EE. UU.

*Flujos de capitales hacia los emergentes (miles de millones de dólares) **



Notas: ** Media móvil de un mes de las entradas netas de cartera en las economías emergentes por no residentes. ** Media móvil de un mes de las expectativas del* fed fund rate *a un año vista.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del IIF.*

Y aquí, el círculo se cierra, y debemos concluir reflexionando qué podría suceder con los desequilibrios macrofinancieros antes mencionados si estas sorpresas de inflación se diesen y fuesen relativamente altas. De entrada, un aumento de las expectativas de inflación presionaría los tipos de interés a largo plazo al alza, lo que podría conllevar correcciones a las elevadas valoraciones bursátiles estadounidenses.[1] La tesitura de expectativas de inflación al alza y entorno financiero más exigente también podría ser negativa para la deuda emergente. En ese sentido, es ilustrativo revisar la sensibilidad de las condiciones financieras en las economías emergentes a las de EE. UU. En 2017, como se aprecia en el gráfico adjunto, los flujos de capitales emergentes han respondido poco a cambios en las expectativas de tipos de interés en EE. UU. En cambio, en 2016 la situación fue distinta, ya que entonces una mayor expectativa de subida de tipos de interés conllevó una reducción de los flujos de capitales de cartera hacia los emergentes.

¿A qué año se parecerá más 2018? ¿Al estable 2017 o al más agitado 2016? La respuesta, en gran medida, dependerá de que la Reserva Federal sea capaz de hilar fino en un año en que deberá equilibrar situaciones más exigentes que en el pasado reciente.

Mathieu Fort
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. Véase Leduc, S. y Wilson, D. J. (2017), «Has the Wage Phillips Curve Gone Dormant», Economic Letter, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.
3. Véase Daly, Mary C., Bart Hobijn y Pedtke, J. (2017), «The Good News on Wage Growth», SF Fed Blog, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.

La economía española en 2018: la relevancia del sector exterior

Las perspectivas para la economía española en 2018 son positivas. Las previsiones de consenso apuntan a que la senda expansiva iniciada en 2013 tendrá continuidad y el empleo seguirá creciendo a buen ritmo, al mismo tiempo que se seguirán corrigiendo los principales desequilibrios macroeconómicos (léase: los agentes privados continuarán desendeudándose, el déficit público se reducirá por debajo del 3% y se mantendrá un superávit por cuenta corriente con el resto del mundo). Se afianza, así, un nuevo ciclo económico, más sólido y equilibrado que la anterior etapa expansiva, en el que el sector exterior está teniendo un papel protagonista. Veámoslo en detalle.

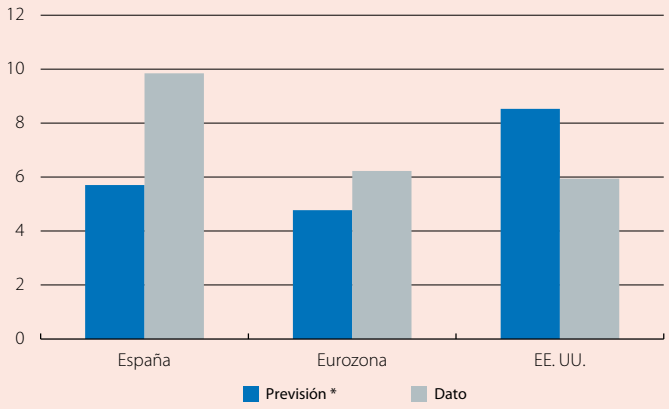
Mirando hacia el pasado reciente, observamos que la economía española ha tenido un comportamiento excepcionalmente bueno en los últimos tres años, con crecimientos que han superado el 3% anual y, fruto de ese buen ritmo, se han creado más de 1,5 millones de empleos. Este ritmo de crecimiento no solo ha superado al de otras economías desarrolladas sino que ha sido más vigoroso de lo esperado. En particular, tal y como se ilustra en el primer gráfico, la economía española creció un 9,8% en el acumulado entre 2015 y 2017, frente al 6,2% y el 5,7% de la eurozona y EE. UU., respectivamente. Asimismo, el crecimiento observado para España fue un 40% superior al previsto.[1] En comparación, la eurozona también sorprendió al alza, pero en menor magnitud (23%), y en EE. UU. las «sorpresas» de crecimiento fueron negativas en cada uno de los últimos tres años.

Centrándonos en el caso español, si descomponemos la «sorpresa» de crecimiento del PIB entre la contribución de la demanda interna y la externa,[2] observamos que, a excepción de 2015, la segunda es la responsable del mejor desempeño de la economía española (véase el segundo gráfico). Es decir, la demanda exterior tuvo una contribución al crecimiento del PIB en 2016 y en 2017 superior al previsto un año antes, mientras que la demanda interna se comportó en consonancia con la previsión.[3] Este simple ejercicio muestra que el sector exterior ha ido ganando protagonismo, reflejo de una economía cada vez más competitiva e internacionalizada. Esta mayor apertura al comercio internacional, no obstante, también la hace más dependiente que antes de la evolución de sus socios comerciales y de los riesgos globales.

¿Y cómo evolucionará la economía mundial en 2018? Tal y como se explica en detalle en los anteriores artículos de este mismo Dossier, se espera que el nuevo año se caracterice por una mayor sincronización del crecimiento en las distintas economías a nivel global y por un fortalecimiento de la demanda mundial. Ambos factores favorecerán el sector exportador español el próximo año. El entorno externo, sin embargo, también será fuente de algunos riesgos de alcance global que podrían enturbiar estas

Sorpresas en el crecimiento del PIB en la recuperación

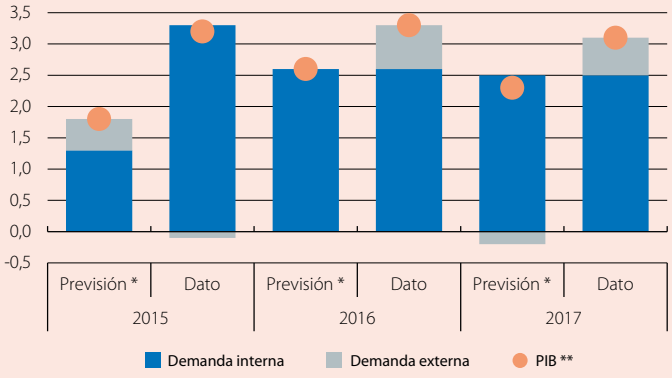
(Variación acumulada 2015-2017, %)



Nota: ** Para cada año, se utiliza la previsión efectuada por el consenso de analistas en enero del año anterior. Datos en términos reales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Eurostat y Consensus Forecasts.*

España: sorpresas en la composición del PIB en la recuperación

Contribución al crecimiento anual del PIB (p. p.)



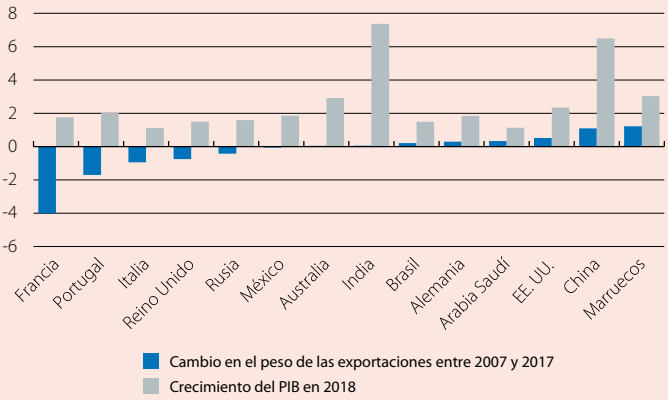
Notas: ** Para cada año, se utiliza la previsión efectuada por el consenso de analistas del Panel de Funcas en enero del año anterior. Datos en términos reales. ** Variación anual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y Panel de Funcas.*

1. Comparamos la previsión de crecimiento realizada por el consenso de analistas en enero del año anterior con el crecimiento efectivamente observado. Por ejemplo, tomamos la publicación del Consensus Forecasts de enero de 2014 para obtener la tasa de crecimiento del PIB prevista para el año 2015. Para el año 2017 todavía no se han publicado los datos de crecimiento, por lo que se compara la previsión realizada en enero de 2016 con la previsión más reciente (noviembre de 2017).
2. Las previsiones de la contribución al crecimiento del PIB de la demanda interna y externa provienen del Panel de Funcas de marzo del año anterior al periodo de referencia de la previsión.
3. La sorpresa positiva en la demanda externa se explica, sobre todo, por un crecimiento de las importaciones menor de lo previsto.

buenas perspectivas, entre los que destacan los riesgos de carácter geopolítico o un resurgimiento del proteccionismo que pueda ralentizar el comercio mundial.[4] Asimismo, la inestabilidad financiera que pudiera derivarse del proceso de normalización monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas también debe vigilarse de cerca.[5] En este último aspecto, sin embargo, conviene señalar el importante proceso de desendeudamiento y saneamiento de balances llevado a cabo por el sector privado español, que lo sitúa en una posición más favorable para capear un potencial endurecimiento de las condiciones financieras.[6]

Cambio en el peso del destino de las exportaciones y crecimiento del PIB en 2018

(%)



Nota: *Para cada continente, se seleccionan los países de destino de las exportaciones españolas con un mayor peso.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Datacomex y el FMI.*

Asimismo, los factores internos que han apoyado el sector exterior en los últimos años (ganancias de competitividad, mayor diversificación de las exportaciones y aumento de la gama de productos exportados) seguirán operando en positivo, apoyados en una economía global en ligera aceleración.[7] Centrándonos en la cuestión geográfica, a partir de los datos de Datacomex de comercio de bienes por país de destino, realizamos un simple ejercicio consistente en calcular el crecimiento de la demanda de exportaciones españolas en 2018 en función del peso de cada destino y del crecimiento del PIB previsto para cada país.[8] Según este cálculo, las exportaciones españolas podrían crecer alrededor de un 6,4% en 2018, en términos nominales,[9] y contribuir 1,5 p. p. al avance del PIB (1,1 p. p. cuando se tiene en cuenta el contenido importador de las exportaciones). Con el fin de poner en perspectiva estas cifras, es revelador analizar lo que hubieran crecido las exportaciones si no se hubiese producido la ampliación de destinos acaecida en la última década. Para ello, usamos la composición geográfica existente en 2007 y obtenemos que el crecimiento de las exportaciones sería inferior, del 4,7%. Se puede afirmar, por tanto, que el aumento de la diversificación geográfica de las exportaciones españolas supondrá un impulso adicional a las exportaciones en 2018 y que tendrá un impacto en el crecimiento del PIB de unas 3 décimas.[10]

En definitiva, la mayor diversificación geográfica de las exportaciones españolas es una baza que está jugando a favor en esta nueva etapa expansiva, puesto que sitúa a las empresas exportadoras en una buena posición para aprovechar el buen ritmo de crecimiento previsto en la mayoría de nuestros socios comerciales. Con todo, el buen desempeño del sector exterior no compensará la desaceleración prevista de la demanda interna. Una desaceleración que ya se empezó a percibir en el tramo final de 2017 y que es consecuencia del agotamiento de ciertos factores que han estado impulsando la demanda interna en los últimos años (descenso del precio del petróleo, rebaja fiscal, materialización de algunas decisiones de compra de bienes duraderos y de inversión pospuestas durante la crisis). A estos factores hay que sumar el impacto de la incertidumbre relacionada con un contexto político interno más complejo. En consecuencia, CaixaBank Research prevé que el crecimiento del PIB se modere del 3,1% en 2017 al 2,4% en 2018. Un ritmo de avance que, sin embargo, seguirá siendo de los más elevados entre las economías avanzadas.

Judit Montoriol Garriga
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

4. Véase el artículo «Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional» de este mismo Dossier.
5. Véase el artículo «Riesgos macrofinancieros globales» de este mismo Dossier.
6. Cabe señalar que el escenario central de CaixaBank Research prevé un proceso de ajuste de la política monetaria del BCE muy gradual y que las condiciones financieras seguirán siendo altamente acomodaticias por un largo periodo de tiempo.
7. Para un análisis detallado de los mercados de destino de las exportaciones españolas, véase el Focus «Mapeado geográfico de las exportaciones españolas» publicado en el IM10/2016.
8. Previsiones de crecimiento del PIB del FMI de otoño de 2017.
9. Nótese que este cálculo no tiene en cuenta otros factores que también influyen sobre la evolución de las exportaciones como, por ejemplo, la competitividad o los cambios en las preferencias en los países de destino.
10. El impacto directo sobre el PIB del aumento de las exportaciones es de unas 4 décimas, pero dada la elevada intensidad importadora de las exportaciones, el efecto total sobre el crecimiento del PIB es algo más reducido. Asimismo, hay que tener en cuenta también un efecto volumen, puesto que las exportaciones han pasado de representar el 25,7% del PIB en 2007 al 33,2% actual. Este efecto explica aproximadamente 1 décima del impacto total (de 3 décimas).

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: **www.caixabankresearch.com**
Correo electrónico: **research@caixabank.com**

DOCUMENTOS DE TRABAJO

¿Qué hay detrás de la desaceleración del comercio internacional ocurrida tras la crisis financiera?
Clàudia Canals, 11/2017

La calidad del empleo en España
Judit Montoriol-Garriga, 11/2017

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE 2017)
Clàudia Canals y Josep Mestres, 10/2017

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?
Enric Fernández, Gerard Arqué y Cristina Plata, 02/2017

El proceso de desapalancamiento externo de la economía española: un largo camino por recorrer
Judit Montoriol-Garriga, 12/2016

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US
Nadim Elayan Balagué y Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla
Jorge Meliveo y Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España
Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research
Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer
Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español
Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española
Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?
Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal
Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?
Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas
Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?
Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario
Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?
Pere Miret

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó
Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión
Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry
Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental
Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES
31 de marzo de 2017

	MILLONES €
Recursos de clientes	338.053
Crédito a la clientela, bruto	227.934
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	403
Capitalización bursátil	24.085
Clientes (millones)	15,8
Empleados	37.638
Oficinas	5.525
Oficinas en España	4.990
Terminales de autoservicio en España	9.461

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa": PRESUPUESTO 2017

	MILLONES €
Social	304,2
Investigación y formación de excelencia	79,6
Divulgación, cultura y conocimiento	126,2
TOTAL PRESUPUESTO	**510**

CaixaBank Research en Twitter @CABK_Research

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de CaixaBank Research.

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 2017

Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618