IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 419 | ENERO 2018

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Mario Draghi y su «parole, parole»

ECONOMÍA INTERNACIONAL
La geopolítica en un mundo globalizado: ¡que hablen los datos!

UNIÓN EUROPEA
¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?

ECONOMÍA ESPAÑOLA
La complejidad de las exportaciones españolas

DOSSIER: EUROPA EMERGENTE

Análisis del ciclo económico de la Europa emergente

Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE

Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?

Europa emergente: crecimiento con menos riesgos

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Enero 2018

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:
31 de diciembre 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 *Mario Draghi y su «parole, parole»*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *ICIE 2017: resultados principales*

16 *La geopolítica en un mundo globalizado: ¡que hablen los datos!*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?*

22 *La renta mínima a debate ante un mercado laboral en transformación*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *La complejidad de las exportaciones españolas*

28 *El impacto de la política monetaria sobre el precio de la vivienda*

29 *¿Cómo están de diversificadas las fuentes de financiación empresarial en España?*

32 DOSSIER: EUROPA EMERGENTE

32 *Análisis del ciclo económico de la Europa emergente*
Oriol Carreras Baquer

34 *Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE*
Àlex Ruiz

36 *Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?*
Javier Garcia-Arenas

38 *Europa emergente: crecimiento con menos riesgos*
Roser Ferrer

La fiebre de las criptomonedas

En 2017, el precio del *bitcoin* –la criptomoneda más conocida– llegó a multiplicarse por 20 entre principios de año y mediados de diciembre, desde los 1.000 a los 20.000 dólares. Al precio máximo alcanzado por el *bitcoin*, aquella pizzería que en 2010 ingresó 10.000 *bitcoins* por la venta de dos pizzas, en lo que fue la primera transacción de la historia de la moneda, habría llegado a tener 200 millones de dólares.

El alto precio del *bitcoin* podría ser razonable si esta moneda se llegara a convertir en un medio de pago comúnmente aceptado y/o en un activo utilizado como reserva de valor.

Actualmente, sin embargo, no es lo uno ni lo otro. Su utilización en el comercio electrónico o en otros ámbitos de la economía formal es anecdótica, aunque cabe sospechar que su uso está más extendido en actividades ilícitas. Para dichas actividades, la anonimidad que ofrece el *bitcoin* es muy valiosa. Por otra parte, la enorme volatilidad que ha exhibido hasta la fecha dificulta su rol como reserva de valor, pese a que la convierte en un instrumento fenomenal para la especulación.

Su grado de aceptación futuro también es una gran incógnita. Entre sus ventajas, tiende a destacarse la privacidad que ofrece la anonimidad, el compromiso de que solo se crearán un número fijo de *bitcoins* y unos supuestos bajos costes de transacción. Desde un punto de vista social, sin embargo, la anonimidad para grandes transacciones suele favorecer la economía sumergida (por algo los países tienden a prohibir las transacciones en efectivo por encima de un cierto monto); la congelación de la oferta de moneda contraviene los principios básicos de política monetaria, porque es deflacionaria, y los costes de transacción no son tan bajos cuando uno tiene en cuenta la energía y el poder computacional que consume la criptomoneda.

En su contra juegan otros factores. En primer lugar, no solo nadie está obligado, por ley, a aceptarlo (no se trata de una moneda de curso legal), sino que corre un serio riesgo de que se restrinja su uso, especialmente si su utilización en actividades ilícitas gana peso. Además, el *bitcoin* deberá competir con otras criptomonedas, y no puede descartarse que algunas cuenten con el apoyo del Estado y que sean de curso legal (¿por qué no un criptoeuro emitido por el BCE?). Y, por último, como han puesto en evidencia distintos ataques sobre plataformas de custodia e intercambio, el riesgo de fraude o robo para los tenedores de *bitcoins* no es despreciable.

Todas estas incertidumbres cuestionan la espectacular alza que ha experimentado el *bitcoin*. En estos momentos, el precio al que se paga un *bitcoin* parece más sustentado en la especulación y las emociones que en un cálculo racional. Y, como resultado, es posible que se esté hinchando una burbuja. De hecho, la evolución del *bitcoin* hasta hoy encaja bastante bien con las fases iniciales de una burbuja identificadas por Kindleberger y Minsky: la aparición de una nueva tecnología, en este caso el *blockchain*, con un gran potencial que va mucho más allá de su utilización en las criptomonedas; un *boom* de precios que pueden alejarse del valor fundamental, y la fase de euforia, con una escalada exponencial de los precios. Las siguientes fases implicarían la toma de ganancias por los inversores más avezados y, por último, una fase de pánico y un desplome de precios.

Quién sabe qué sucederá. Parafraseando lo que dijo Isaac Newton tras perder su inversión en la burbuja de la Compañía del Mar del Sur en 1720, «es más fácil predecir el movimiento de los cuerpos celestes que las emociones de los inversores».

Enric Fernández
Economista jefe
31 de diciembre de 2017

CRONOLOGÍA

DICIEMBRE 2017

13 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,25%-1,50%.
15 La agencia de calificaciones Fitch sube el *rating* de Portugal a grado de inversión (BBB).
El Consejo Europeo ratifica el acuerdo alcanzado con el Reino Unido sobre los términos de separación del *brexit*.
20 Se aprueba la reforma fiscal en EE. UU.

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).

AGENDA

ENERO 2018

3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
8 Índice de sentimiento económico de la eurozona (diciembre).
11 Índice de producción industrial (noviembre).
16 Cuentas financieras (3T).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
19 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
26 Encuesta de población activa (4T).
27 PIB de EE. UU. (4T).
29 Avance del PIB (4T).
30 Índice de sentimiento económico de la eurozona (enero).
31 Balanza de pagos (noviembre). Avance del IPC (enero).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
PIB de la eurozona (4T).

FEBRERO 2018

2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
3 Consejo Europeo.
8 Índice de producción industrial (diciembre).
13 PIB de Japón (4T).
17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
20 Comercio exterior (diciembre).
27 Avance del IPC (febrero).
27 Índice de sentimiento económico de la eurozona (febrero).
28 Balanza de pagos (diciembre).

La actividad mundial, a buena marcha

La economía global encara 2018 con optimismo. Los indicadores apuntan a que la actividad económica mundial avanzó un 3,6% en el conjunto de 2017, tras un 3,2% en 2016, y cumplió con los pronósticos de aceleración del crecimiento realizados hace un año. Especialmente en las economías avanzadas, la actividad se benefició de una mejora de la confianza por parte de empresas y consumidores que, en los mercados financieros, quedó reflejada en las importantes revalorizaciones de las bolsas. El optimismo inversor fue particularmente importante en EE. UU., donde el índice bursátil S&P 500 aumentó cerca de un 20% en el conjunto del año (+9,5% en 2016), pero también fue remarcable en Europa, donde el Eurostoxx 50 pasó de un pobre aumento del 0,7% en 2016 a un significativo +6,5% en 2017. Además, entre las economías emergentes, el índice bursátil MSCI se revalorizó más de un 30%, en una coyuntura de salida de la recesión de economías clave, como Brasil y Rusia, y de recuperación de la bolsa china tras la zozobra de principios de 2016 (índice de la bolsa de Shanghái +6,6% en 2017 frente al –12,3% de 2016).

La política y los bancos centrales marcan el compás. En esta coyuntura favorable, persisten los riesgos de naturaleza geopolítica y macrofinanciera. Entre las economías emergentes, uno de los que se repite año tras año es la gestión de la desaceleración de la economía de China, en su camino hacia un mayor peso del consumo doméstico y el sector servicios, y sus desequilibrios financieros. En este sentido, en diciembre, el Politburó del Partido Comunista marcó como prioridades para 2018 mitigar los riesgos financieros, luchar contra la contaminación y reducir la pobreza, lo que sugiere un menor estímulo económico y medidas medioambientales que contribuirán a una desaceleración moderada del crecimiento. En las economías avanzadas, el foco ha virado hacia la madurez de la expansión de EE. UU. y el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed). En particular, tras un 2016 dubitativo en el que la Fed solo realizó una de las tres subidas de tipos proyectadas, la institución culminó 2017 con tres aumentos, el último el pasado diciembre, elevando el tipo de referencia hasta el intervalo 1,25%-1,50%. Además, ante la fortaleza del mercado laboral y la recuperación prevista de la inflación, en diciembre la Fed reiteró la proyección de tres nuevas subidas de tipos en 2018. Este escenario se vio reforzado, a mediados de mes, por la aprobación final de la reforma tributaria de la Administración Trump. Se estima que la reforma impulsará moderadamente el crecimiento, pero dado que la economía estadounidense se encuentra prácticamente en pleno empleo, los riesgos están sesgados hacia un mayor impacto sobre la inflación y una normalización monetaria más agresiva. Sin embargo, los activos financieros descuentan incluso menos de tres subidas por parte de la Fed, por lo que el reajuste de las expectativas financieras supone otra fuente de riesgo, especialmente en vista de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense.

Europa avanza con mayor firmeza. Entre las economías avanzadas, la mayor sorpresa positiva del año se produjo en la eurozona que, camino de crecer un 2,4% en el conjunto de 2017, ha batido ampliamente las previsiones realizadas hace un año. Esta mayor firmeza del escenario se reflejó en la actualización del cuadro macroeconómico que el Banco Central Europeo (BCE) presentó en su reunión de diciembre, en la que proyecta un avance del 2,3% para 2018. La mejora de las perspectivas viene de la mano de una distribución más homogénea del crecimiento entre países, también en el conjunto de la UE. En este sentido, en el Dossier de este mes analizamos la creciente importancia de las economías europeas emergentes, cuyo PIB creció un 5,3% en el 3T 2017, lideradas por Polonia (5,2%), República Checa (5,0%), Hungría (4,1%) y Rumanía (8,6%). Desde su entrada en la UE, estas economías han experimentado una clara modernización institucional, pero en los últimos años las políticas de corte populista han ganado apoyos. En Polonia, por ejemplo, en respuesta a las polémicas reformas del sistema judicial que ha llevado a cabo el Gobierno, este mismo diciembre la Comisión Europea puso en marcha un proceso legal que podría retirarle el derecho a voto en la UE.

España destaca entre las economías de la eurozona. Los indicadores de actividad señalan que el ritmo de crecimiento se mantiene en cotas elevadas en el último trimestre del año y el modelo de previsión de CaixaBank Research apunta a un avance del 0,7% intertrimestral, muy similar al 0,8% del 3T. Con ello, la economía española habrá cumplido tres años excepcionalmente buenos, creciendo por encima del 3% y con la creación de 1,5 millones de empleos, y encara 2018 con la perspectiva de mantener el crecimiento en cotas elevadas y dar continuidad a la corrección de los principales desequilibrios. En particular, gracias a la buena marcha de la economía y al entorno de bajos tipos, en 2017 el déficit público cumplirá con el objetivo del 3,1% pactado con la Comisión Europea y, de cara a 2018, se espera que se sitúe en el 2,5%. Sin embargo, dado el elevado nivel de deuda pública, resulta conveniente no dejar la corrección del déficit únicamente en manos del incremento cíclico y centrarse en medidas que garanticen una mejora estructural de las cuentas públicas.

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	3,8	3,6	3,8	3,7	3,9	3,8	3,7
Países desarrollados	*1,7*	*2,2*	*2,2*	*1,9*	*2,2*	*2,3*	*2,4*	*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	2,4	2,2	1,7	2,4	2,6	2,6	2,5	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	1,7	1,7	1,4	1,3	1,2
Portugal	1,5	2,7	2,2	2,1	3,0	2,5	2,3	1,9	2,3	2,3
España	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,0	2,7	2,4	2,2
Japón	0,9	1,7	1,3	1,0	1,7	2,1	1,7	1,7	1,2	0,9
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*	*4,8*	*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	–3,5	0,9	2,3	2,7	0,4	1,4	1,8	1,6	2,3	2,5
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	2,2	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	3,2	6,5	3,7	3,6	5,4	11,1	4,3	4,5	4,0	3,3
Polonia	2,7	4,4	3,4	3,0	4,3	5,0	4,0	3,6	3,5	3,2
Sudáfrica	0,4	0,9	1,4	1,5	0,5	1,0	1,3	1,8	1,4	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*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,7*	*1,6*	*1,9*	*2,0*
Estados Unidos	1,3	2,1	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	1,9	2,5	2,5
Eurozona	0,2	1,6	1,5	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3	1,4	1,6
Alemania	0,4	1,7	1,6	1,9	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7
Francia	0,3	1,2	1,4	1,8	1,0	0,9	1,3	1,2	1,3	1,4
Italia	0,0	1,4	1,3	1,6	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
Portugal	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,3	1,9	1,8	1,4	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	1,0	0,9	0,4	0,6	0,5	1,2	1,0	1,1
Reino Unido	0,7	2,7	2,4	2,3	2,7	2,8	3,0	2,4	2,5	2,4
Países emergentes	*4,3*	*4,1*	*4,2*	*4,1*	*3,9*	*4,0*	*4,2*	*4,3*	*4,3*	*4,3*
China	2,0	1,6	2,1	2,3	1,4	1,6	2,1	2,4	2,4	2,2
India	4,9	3,3	4,3	4,9	2,2	3,0	4,4	4,3	4,2	4,6
Indonesia	3,5	3,8	3,8	4,6	4,3	3,8	3,3	3,1	3,6	4,0
Brasil	8,8	3,5	3,8	4,3	3,6	2,6	2,9	3,3	3,9	4,0
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	5,3	5,1	5,4	5,3	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4

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	2,9	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	1,10	1,75	2,52	1,05	1,25	1,30	1,50	1,58	1,83
Líbor 3 meses	0,74	1,26	1,99	2,77	1,20	1,32	1,47	1,65	1,88	2,10
Líbor 12 meses	1,37	1,79	2,30	2,86	1,75	1,73	1,92	2,09	2,23	2,37
Deuda pública a 2 años	0,84	1,39	2,40	3,16	1,28	1,36	1,69	1,98	2,26	2,53
Deuda pública a 10 años	1,84	2,33	2,86	3,52	2,26	2,24	2,38	2,54	2,75	2,97
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	–0,15	–0,17	0,22	–0,13	–0,16	–0,19	–0,18	–0,18	–0,18
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,58	–0,75	–0,51	0,06	–0,74	–0,72	–0,74	–0,64	–0,55	–0,47
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,10	0,36	0,65	1,39	0,31	0,42	0,38	0,51	0,60	0,70
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,11	1,13	1,16	1,19	1,10	1,17	1,18	1,16	1,15	1,16
¥/€	120,30	126,64	132,69	135,36	122,21	130,38	132,92	131,88	131,31	132,64
£/€	0,82	0,88	0,87	0,86	0,86	0,90	0,89	0,88	0,87	0,87
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	45,04	54,80	62,00	63,75	50,92	52,18	61,43	62,00	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	53,31	53,82	46,34	44,84	51,95	52,97	53,60	53,68

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

Previsiones

COYUNTURA · Los mercados financieros internacionales cierran el año con templanza

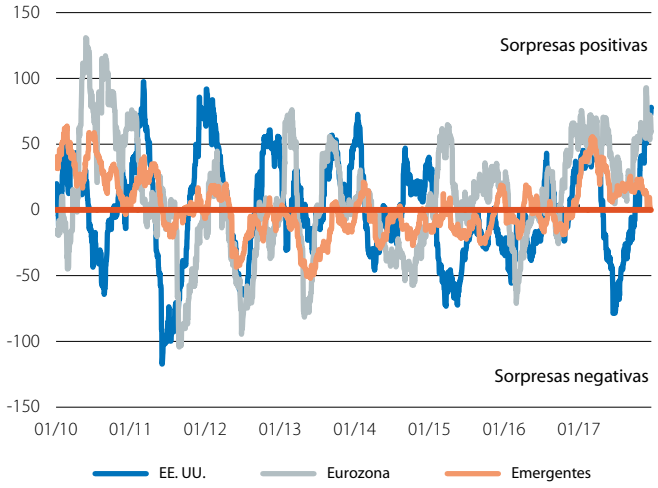
Los mercados acaban un buen año con sobriedad. En un escenario macroeconómico positivo, que ha cumplido con la aceleración del crecimiento global pronosticada a finales de 2016, los mercados financieros internacionales exhibieron un tono constructivo. En conjunto, el año se caracterizó por importantes avances en las cotizaciones bursátiles, aumentos moderados de los tipos de interés, una depreciación generalizada del dólar frente a las principales divisas internacionales y un incremento gradual del precio del petróleo. Un reflejo claro de este panorama macrofinanciero positivo lo encontramos en la estrategia de tipos de la Fed. Tras un 2016 dubitativo, en el que la Fed subió tipos en una única ocasión, en 2017 la institución mostró mayor confianza en el escenario macrofinanciero, completó tres subidas de tipos (la última, el pasado diciembre) y reiteró la expectativa de tres nuevos incrementos de cara a 2018. Así, mientras que a principios de año los mercados mostraban cierto escepticismo en torno a la estrategia anunciada por la Fed, en los últimos meses los inversores han ido ajustando al alza sus expectativas de tipos de interés. Con todo ello, en diciembre, los mercados financieros pusieron fin al año con aumentos de los tipos de interés soberanos de EE. UU. y Alemania, y ganancias moderadas en las bolsas avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las bolsas registraron ganancias pese a mostrar cierta volatilidad y las divisas prosiguieron con una ligera apreciación frente al dólar.

La madurez del ciclo económico y la geopolítica marcarán las cotizaciones en 2018. Paralelamente a la mayor firmeza macroeconómica, en 2017 los mercados operaron en un entorno de volatilidad financiera muy baja, tanto en renta fija como variable. Así, después de dejar atrás el episodio de aversión al riesgo alrededor de las elecciones presidenciales francesas (primera mitad de año), el clima de baja volatilidad solo se vio perturbado por repuntes puntuales de la incertidumbre política, especialmente a raíz de las tensiones diplomáticas entre EE. UU. y Corea del Norte. Aunque estos repuntes fueron breves y contenidos, 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) seguirá siendo una fuente de posible inestabilidad financiera. Además, a este factor habrá que sumarle el hecho de que, a medida que la economía de EE. UU. se adentre en una fase más madura del ciclo, los inversores se pueden volver más sensibles a la aparición de indicadores económicos menos boyantes o sorpresas al alza de la inflación, especialmente dada la existencia de dudas sobre la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense.

Las bolsas desarrolladas temperan las ganancias. En diciembre, los activos de renta variable de las principales economías avanzadas registraron leves aumentos, lideradas por la bolsa estadounidense y el optimismo inversor alrededor de la refor-

Índice de sorpresas económicas

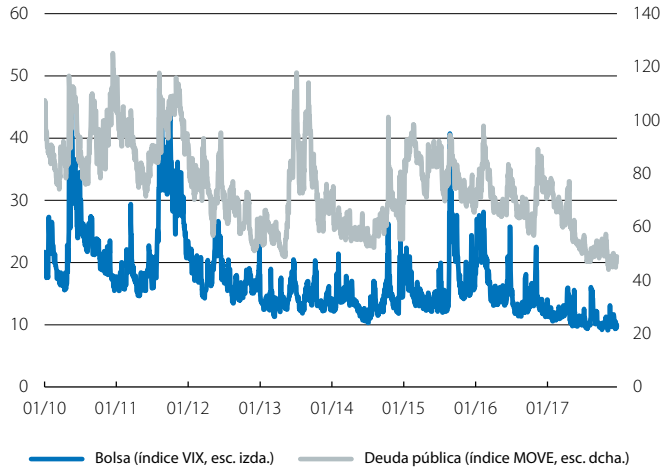
Nivel



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

Volatilidad implícita en los mercados financieros

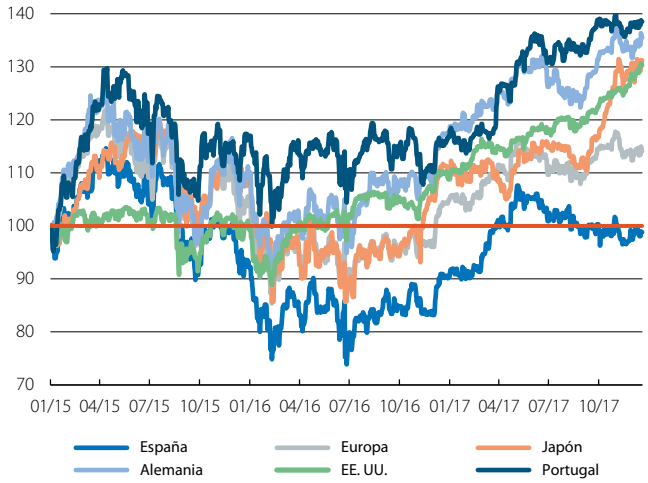
Índice *Índice*



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

Principales bolsas avanzadas

Índice (100 = enero 2015)



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

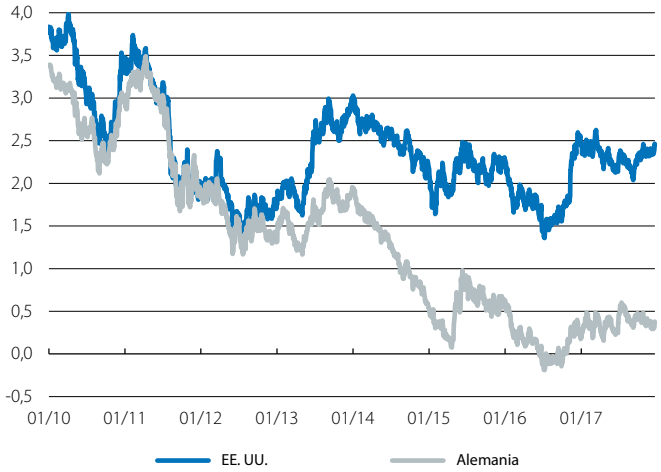
ma impositiva recientemente aprobada por el Congreso de los EE. UU. (que incluye una reducción del impuesto de sociedades). Por su parte, las pérdidas terminaron imponiéndose en los principales parqués de la eurozona, con más moderación en Alemania y Portugal, y algo más acentuadas en las economías de la periferia. Con ello, la renta variable avanzada cierra un año muy positivo. En EE. UU., el índice S&P 500 registró una revalorización cercana al 20% en el conjunto del año, batiendo máximos históricos mes a mes (aunque, paralelamente, empezaron a surgir dudas sobre su sostenibilidad), mientras que, en Europa, el Eurostoxx 50 completó el año con una revalorización de alrededor del 6,5%.

La Fed cierra 2017 con la tercera subida de tipos del año. Como se esperaba, en la reunión de diciembre, el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó el tipo de interés objetivo en 25 p. b. hasta el intervalo 1,25%-1,50%. Contrastando con el clima dubitativo de 2016, cuando solo se había realizado una de las tres subidas previstas, durante 2017 la Fed incrementó el tipo de referencia en tres ocasiones (marzo, junio y diciembre) y cumplió, así, con los pronósticos fijados en diciembre de 2016. Además, la actualización trimestral del cuadro macroeconómico de la Fed reflejó la perspectiva de que la economía estadounidense seguirá creciendo por encima de su potencial en los próximos años, en unas previsiones que, según indicó la presidenta Janet Yellen, incorporan el impacto de la reforma impositiva de la Administración Trump. Por ello, los miembros del FOMC reafirmaron la voluntad de seguir con el endurecimiento gradual de la política monetaria y reiteraron una proyección de tres subidas de tipos en 2018, y dos más en 2019, una expectativa acorde con el escenario de CaixaBank Research. Tras estos anuncios, los mercados reaccionaron sin movimientos de calado, aunque cabe destacar que, desde septiembre, el número de subidas de tipos esperado por el mercado de cara a 2018 se ha movido paulatinamente al alza, pasando de una a dos.

El BCE encara 2018 con perspectivas más firmes para la eurozona. Tras los importantes anuncios de octubre (prolongación del programa de compra de activos (QE) entre enero y septiembre de 2018 a un ritmo de 30.000 millones mensuales), en diciembre la reunión del Consejo de Gobierno (CG) del BCE se saldó sin cambios en los parámetros de política monetaria. Así, el CG se concentró en la actualización del cuadro macroeconómico referente a 2018-2020 y, como ya había hecho en distintas ocasiones a lo largo del año, el BCE revisó al alza las perspectivas de crecimiento de la eurozona. Del mismo modo que, en la primera mitad de 2017, estas revisiones al alza contribuyeron a reorientar las expectativas de los inversores hacia la reducción del QE anunciada el pasado octubre, el mayor optimismo que destila el nuevo cuadro macroeconómico refuerza la expectativa de que, en la segunda mitad de 2018, se anuncie el fin de las compras netas de activos. Sin embargo, la actualización del escenario económico también refleja una recuperación muy gradual de la inflación y, en este sentido, el CG recordó que el BCE mantendrá su presencia en los mercados durante un largo periodo de tiempo gracias a la reinversión de los vencimientos. Las cotizaciones recibieron los anuncios del BCE sin movimientos remarcables y las primas de riesgo soberanas de la eurozo-

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

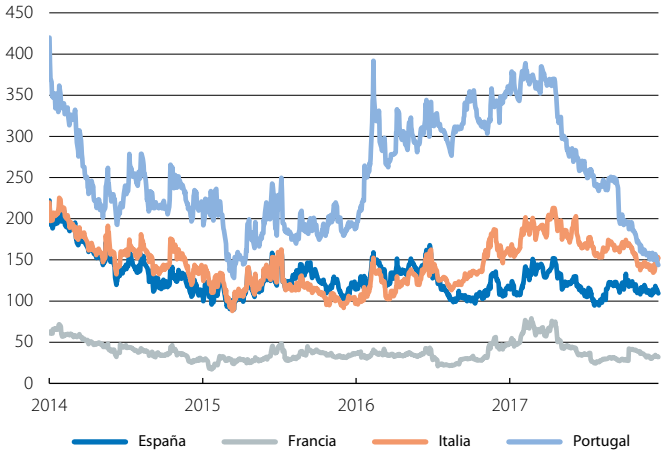
(%)



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

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

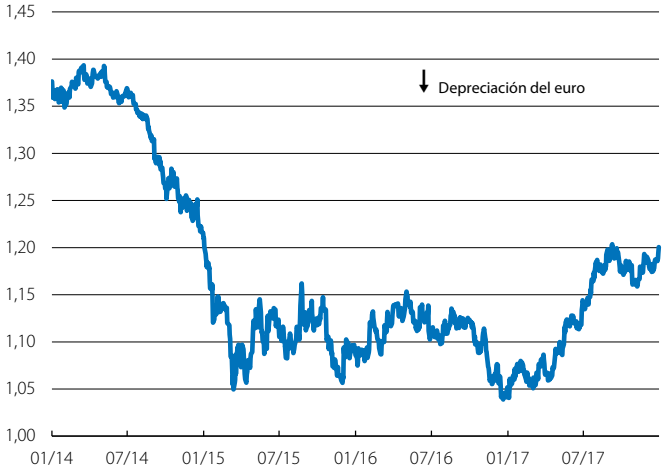
(p. b.)



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

Cotización del euro frente al dólar

(Dólar-euro)



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

na se mantuvieron relativamente estables. La excepción destacada fue Portugal, donde la prima de riesgo cayó por debajo de la italiana (por primera vez desde enero de 2010) después de que Fitch aumentara el *rating* soberano de BB+ a BBB.

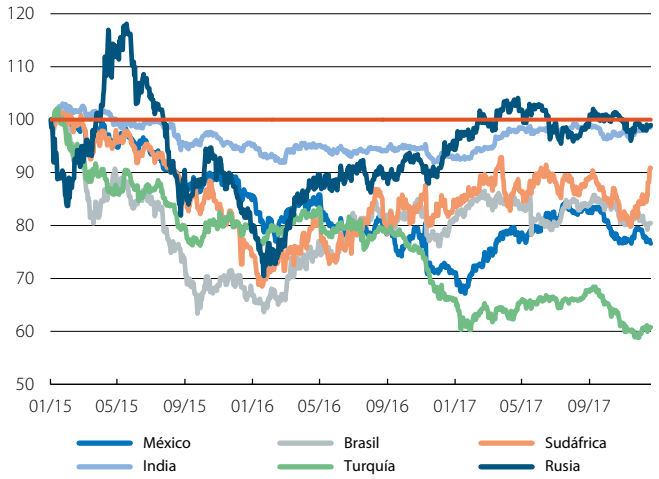
El dólar frena su depreciación frente al euro. Tras la depreciación sufrida en noviembre (del 2,2%, pasando de 1,16 a 1,19 dólares por euro), el tipo de cambio euro-dólar se estabilizó en diciembre alrededor de los 1,18 dólares por euro, apoyado en el optimismo inversor alrededor de la reforma impositiva de la Administración Trump y el compromiso de la Fed con un endurecimiento gradual de su política monetaria, si bien en la última semana del mes se depreció de nuevo hasta los 1,20 dólares por euro. En el conjunto del año, el dólar acumuló una depreciación superior al 12% en su cruce con el euro. En la misma línea, la mayor parte de las divisas del bloque emergente prosiguieron su senda de apreciación respecto al dólar. En diciembre, el caso más remarcable de este fortalecimiento se produjo en Sudáfrica, donde el rand se apreció más de un 10% frente al dólar en respuesta a la elección de Cyril Ramaphosa como nuevo líder del Congreso Nacional Africano (el candidato que prometía una mayor lucha contra la corrupción). En el otro extremo, el peso mexicano sufrió un nuevo episodio de depreciación (–5,2% frente al dólar) como consecuencia de la incertidumbre alrededor de la renegociación del NAFTA.

Las bolsas emergentes avanzan con más moderación. Después de un noviembre de inestabilidad, los mercados de renta variable de las economías emergentes encararon el último mes del año con ganancias más moderadas. Concretamente, el índice MSCI de las economías emergentes creció ligeramente por encima del 3%, con algo más de empuje en América Latina que en las economías asiáticas emergentes (donde destacó la estabilización de la bolsa china, que había caído un –2,2% en noviembre). Sin embargo, en el conjunto del año, los avances fueron muy considerables y claramente superiores a los de 2016. En particular, el índice MSCI emergente se revalorizó más de un 30% (+8,6% en 2016), liderado por las bolsas emergentes de Asia (índice MSCI regional +40,1% en 2017, frente a un 3,8% en 2016) y, especialmente, con un mejor desempeño de la bolsa china (+6,6% en 2017 frente al –12,3% de 2016).

El precio del petróleo se estabiliza. En las tres primeras semanas de diciembre, la cotización del barril de calidad Brent frenó la senda alcista que había seguido a lo largo de octubre y noviembre, y fluctuó alrededor de los 63 dólares, si bien en la última semana del mes volvió a repuntar hasta superar los 66 dólares. Estas dinámicas se produjeron después de que, el pasado 30 de noviembre, la OPEP anunciara la prolongación del acuerdo de recorte de la producción de crudo hasta finales de 2018. El acuerdo, inicialmente anunciado en noviembre de 2016, apoyó la recuperación del precio del petróleo hasta estabilizarlo, en la primera mitad de 2017, alrededor de los 50-55 dólares por barril y, gracias al fuerte compromiso mostrado con los recortes de producción a lo largo del año, se ganó la credibilidad de los inversores. De este modo, de cara a 2018, su renovación apoya la estabilidad del precio del petróleo en las actuales cotas, pero cabe recordar que los posibles repuntes de la producción de *shale* en EE. UU. limitan el recorrido al alza del precio del crudo.

Divisas emergentes frente al dólar

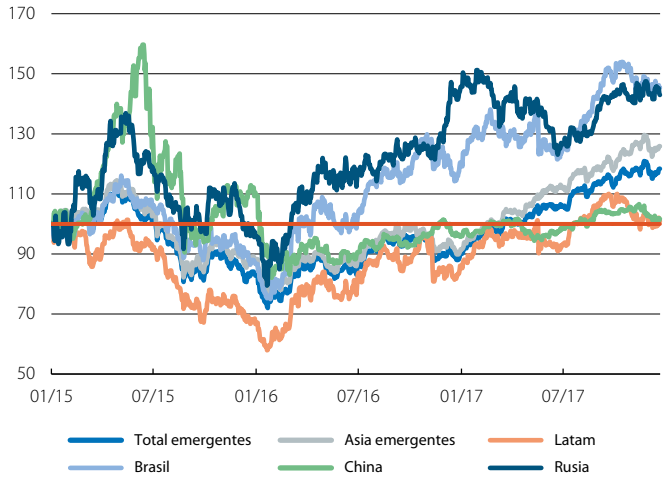
Índice (100 = enero 2015)



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 · Mario Draghi y su *«parole, parole»*

El Banco Central Europeo (BCE) no modifica los tipos de interés desde el 16 de marzo de 2016, pero no por ello ha dejado de lado la política monetaria. El instrumento que ha tomado mayor protagonismo en los últimos años ha sido su programa de compra de activos (QE), que ha ido recalibrando tanto en duración como en tamaño. Sin embargo, hay otra herramienta, aparentemente más anodina y desprovista de áurea técnica, que puede ser incluso más efectiva: las palabras.

El poder de la comunicación de los bancos centrales queda bien ilustrado en el primer gráfico. El 24 de julio de 2012, la prima de riesgo de la periferia de la eurozona alcanzó los 605 p. b., el máximo histórico, en medio de dudas sobre la continuidad del euro. Dos días más tarde, el presidente del BCE, Mario Draghi, puso fin a estos miedos con una simple frase: «Dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para garantizar la supervivencia del euro. Y, créanme, será suficiente.» Desde ese mismo día, las primas de riesgo iniciaron un descenso vertiginoso y el discurso de Draghi pasó a la historia de la política monetaria como el llamado «*whatever it takes*» (lo que haga falta).

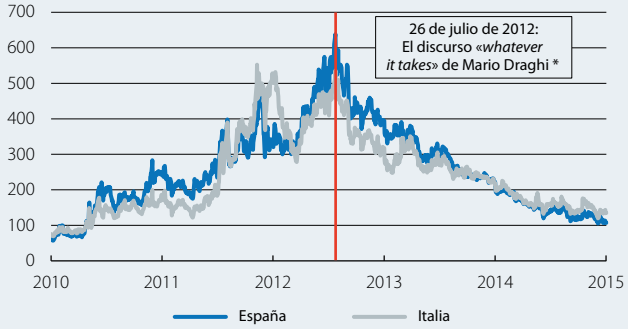
El poder de la comunicación procede del hecho de que la política monetaria no solo se transmite a través de su configuración presente, sino también mediante las expectativas que inversores y ahorradores tienen sobre su configuración futura. Históricamente, los bancos centrales habían negligido este segundo mecanismo. Por ejemplo, antes de 1994, la Fed no informaba sobre las decisiones tomadas en las reuniones: los inversores debían descifrarlas observando las transacciones diarias realizadas por la propia Fed. Sin embargo, como vemos en el segundo gráfico, desde finales de la década de 1990, los bancos centrales han hecho un uso creciente de la comunicación, no solo con intervenciones públicas, sino también con la publicación de previsiones económicas, muy influyentes entre analistas e inversores, y artículos académicos, con los que participan en la construcción de narrativas (algo especialmente relevante en coyunturas inciertas como las de los últimos años). Además, los objetivos de inflación también forman parte de la comunicación, en tanto que, al ser públicos, permiten anticipar la reacción de la política monetaria a los distintos acontecimientos.

En los últimos años, a esta nueva perspectiva sobre el funcionamiento de la política monetaria, se le ha añadido un elemento coyuntural. Tras llevar los tipos de interés de referencia (típicamente, a corto plazo) hasta niveles alrededor del 0%, los bancos centrales han seguido influenciando los tipos de interés a medio y largo plazo (más relevantes para las decisiones de ahorro e inversión) mediante la «orientación futura», es decir, el curso probable de la política monetaria (por ejemplo, el BCE indica que espera mantener los tipos de interés inalterados por un largo periodo de tiempo).

En vista del uso creciente de la comunicación, han aparecido numerosos estudios analizando sus costes y beneficios que, en general, sugieren que los bancos centrales han conseguido los efectos deseados. En primer lugar, el aumento de la comunicación ha ido asociado con una mejor comprensión, por parte de analistas y consumidores, de los fundamentos teóricos sobre los que los bancos centrales basan sus decisiones. Así, Dräger *et al.* (2015)[1] muestran que los esfuerzos de la Fed para mejorar la comunicación se han traducido en una mayor proporción de consumidores y analistas que forman expectativas de inflación, crecimiento y tipos de interés coherentes con la teoría económica.

El poder de la comunicación del presidente del BCE

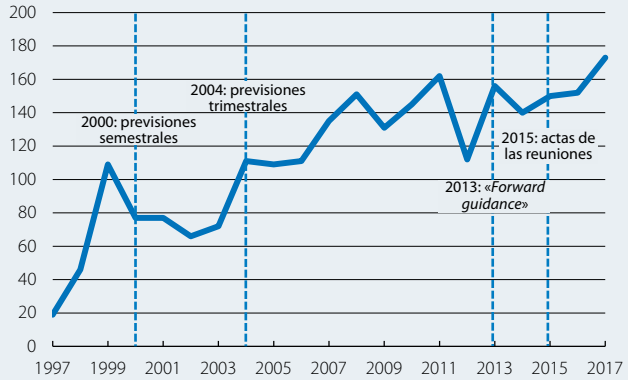
Primas de riesgo de la deuda soberana española e italiana a 10 años (p. b.)



Nota: ** El 26 de julio de 2012, el presidente del BCE, Mario Draghi, declaró en Londres que haría «lo que haga falta» (en inglés, «whatever it takes») para preservar la moneda única.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Presencia pública del Consejo de Gobierno del BCE

Número de discursos y entrevistas



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la información de www.ecb.europa.eu.*

1. Dräger, L. *et al.* (2015), «Are Survey Expectations Theory-Consistent? The Role of Central Bank Communication and News», Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington.

En segundo lugar, además de la fuerte transmisión sobre las expectativas y las cotizaciones financieras, bien ejemplificada por el «*whatever it takes*» de Draghi, la evidencia también indica que los comunicados de la Fed y del BCE tienen poder predictivo sobre sus decisiones futuras y, por lo tanto, reducen la incertidumbre alrededor de las decisiones de política monetaria.[2]

Finalmente, distintos estudios demuestran que el uso de la comunicación y, en particular, la «orientación futura» reduce la sensibilidad de las cotizaciones financieras a la publicación de datos macroeconómicos,[3] lo que, por un lado, denota confianza en las promesas del banco central y, por el otro, reduce la volatilidad financiera. Precisamente, Coenen *et al.* (2017)[4] demuestran que, desde 2012, en los días en los que el BCE da una rueda de prensa, la volatilidad financiera es inferior al promedio (diario) observado entre 1999 y 2011, y, en general, prevalecen los episodios de reducción de la volatilidad.

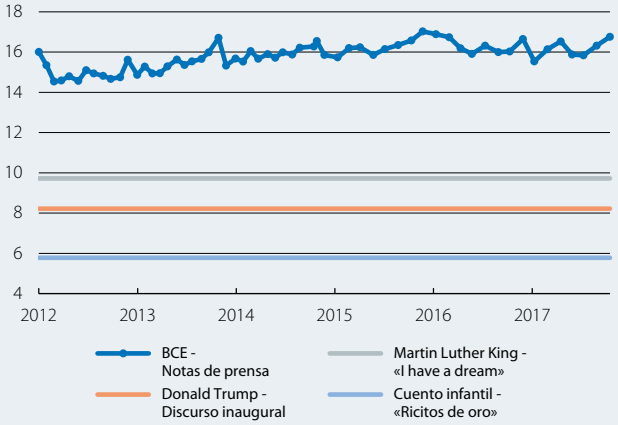
Sin embargo, el resultado de Coenen *et al.* (2017) depende del grado de complejidad del comunicado de prensa. Concretamente, los autores demuestran que comunicados de prensa más complejos generan mayor volatilidad financiera. Este matiz es especialmente importante a la luz del aumento de la complejidad lingüística de los bancos centrales (véase el tercer gráfico) y que, en parte, es una consecuencia inevitable del uso de herramientas no convencionales complejas, como los QE. Por ello, un uso más intensivo de la comunicación también puede provocar episodios de mayor inestabilidad. Por ejemplo, Ehrmann y Talmi (2016)[5] analizan el caso del Banco de Canadá y muestran que, tras una secuencia de comunicados posteriores a las reuniones de política monetaria muy parecidos, la introducción de cambios algo más sustanciales en el siguiente comunicado provoca un aumento de la volatilidad financiera.

Otro caso en el que la comunicación puede generar volatilidad es cuando, a raíz de las pistas que da el banco central, los inversores centran su atención en la evolución de unas pocas variables económicas y no las interpretan en profundidad. Un ejemplo lo encontramos en el papel de las expectativas de inflación. Concretamente, los inversores saben que, ante una posible caída de las expectativas de inflación, el BCE podría reaccionar con una política monetaria más acomodaticia. Además, los inversores también saben que, para analizar la evolución de las expectativas de inflación, uno de los indicadores que usa el BCE es un instrumento financiero llamado *swap* de inflación.[6] Así, los inversores interpretan una caída (aumento) del tipo de interés de este *swap* como una caída (aumento) de las expectativas de inflación. Sin embargo, como argumenta Shin (2017),[7] el tipo de interés de un *swap* de inflación también está influido por factores idiosincráticos de este mercado.[8] Dado que estos otros factores acostumbran a ser técnicos y difíciles de medir, los inversores tienden a ignorarlos, pero ello les puede llevar a inferir movimientos erróneos de las expectativas de inflación. Por ejemplo, Shin (2017) defiende que, en parte, el actual entorno de bajos tipos de interés refleja una lectura incorrecta de los bajos tipos de interés de los *swaps*, que los inversores atribuyen a bajas expectativas de inflación cuando, en realidad, se deberían a factores de mercado.

Este repaso al papel de la comunicación de los bancos centrales es especialmente relevante en la actualidad porque la comunicación del BCE ha sido y será clave en los próximos trimestres. Por el momento, el BCE ha reducido el estímulo monetario (con un primer anuncio de menores compras netas en diciembre de 2016 y otro en octubre de 2017) sin generar turbulencias. Sin embargo, su «orientación futura» es muy acomodaticia y, con la aceleración de la actividad de la eurozona en los últimos trimestres, deberá ajustarla más significativamente en los próximos meses. Ese será el primer paso que dé el BCE en 2018 para preparar el final del QE, pero, como apunta el grueso de la evidencia que hemos repasado, su implementación no será trivial.

Complejidad de la comunicación del BCE

*Escala de Flesch-Kincaid **



Nota: ** La escala de Flesh-Kincaid evalúa la dificultad de comprensión lectora de un texto según la longitud de sus frases y palabras. Palabras y frases más largas se asocian a una mayor dificultad de comprensión y a mayores valores en la escala.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las notas de prensa posteriores a las reuniones de política monetaria del BCE y www.flesh.sourceforge.net.*

2. Sturm, J. y de Haan, J. (2009), «Does Central Bank Communication really Lead to better Forecasts of Policy Decisions?», CESifo Working Paper Series.
3. Praet (2017), «Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU» y Blinder *et al.* (2017), «Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis», ECB Working Papers.
4. Coenen *et al.* (2017), «Communication of monetary policy in unconventional times», ECB Working Paper.
5. Ehrmann, M. y Talmi, J. (2016), «Starting from a blank page? Semantic similarity in central bank communication and market volatility», ECB Working Paper.
6. Consisten en el intercambio de un tipo de interés fijo por una cifra variable (en su caso, la inflación). Dado que el tipo fijo representa el coste de asegurarse contra la inflación, normalmente se interpreta como una medida de expectativas de inflación.
7. Shin, H. (2017), «Can central banks talk too much?», ECB Conference.
8. Como una prima por riesgo de inflación. Según Shin (2017), en los últimos años, esta prima se ha reducido sostenidamente.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-dic	30-nov	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	–1,0
Euríbor 12 meses	–0,19	–0,19	0	–10,8	–10,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,64	–0,72	8	16,1	16,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,63	–0,68	5	13,6	13,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,43	0,37	6	22,2	22,2
Deuda pública a 10 años (España)	1,57	1,45	12	18,6	18,6
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	114	108	6	–3,6	–3,6
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,50	1,25	25	75,0	75,0
Líbor 3 meses	1,69	1,49	20	69,2	69,2
Líbor 12 meses	2,11	1,95	16	42,4	42,4
Deuda pública a 1 año	1,73	1,61	12	91,9	91,9
Deuda pública a 2 años	1,88	1,78	10	69,2	69,2
Deuda pública a 10 años	2,41	2,41	0	–3,4	–3,4

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

	29-dic	30-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	45	48	–4	–27,5	–27,5
Itraxx Financiero Sénior	44	47	–3	–49,5	–49,5
Itraxx Financiero Subordinado	105	111	–7	–116,9	–116,9

Tipos de cambio

	29-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,201	1,190	0,8	14,1	14,1
¥/€	135,280	133,960	1,0	10,0	10,0
£/€	0,888	0,880	0,9	4,1	4,1
¥/$	112,690	112,540	0,1	–3,7	–3,7

Materias primas

	29-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	432,3	429,4	0,7	2,2	2,2
Brent ($/barril)	66,9	63,6	5,2	17,7	17,7
Oro ($/onza)	1.303,1	1.274,9	2,2	13,1	13,1

Renta variable

	29-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.673,6	2.647,6	1,0	19,4	19,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.504,0	3.569,9	–1,8	6,5	6,5
Ibex 35 (España)	10.043,9	10.211,0	–1,6	7,4	7,4
Nikkei 225 (Japón)	22.764,9	22.725,0	0,2	19,6	19,1
MSCI emergentes	1.158,5	1.120,8	3,4	34,3	34,3
Nasdaq (EE. UU.)	6.903,4	6.874,0	0,4	28,2	28,2

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

COYUNTURA · Buenas perspectivas de cara a 2018

Mejora del *momentum* económico global en el 4T 2017, y 2018 empieza con buen pie. En general, en el tramo final de 2017 los datos económicos globales han sorprendido al alza y avalan el escenario de CaixaBank Research, que prevé cierta continuidad en la aceleración del crecimiento mundial: del 3,2% de 2016 al 3,6% en 2017, y hasta el 3,8% en 2018. En particular, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto mundial (que incluye tanto los sectores manufactureros como los de servicios) se situó en los 54,0 puntos para el promedio de octubre y noviembre, en una cómoda zona expansiva y claramente por encima de los 51,9 puntos que se registraron, de media, en 2016. A nivel sectorial, destaca que el índice manufacturero alcanzó en noviembre el nivel máximo desde marzo de 2011, mientras que el de servicios continuó apuntando a avances notables de la actividad.

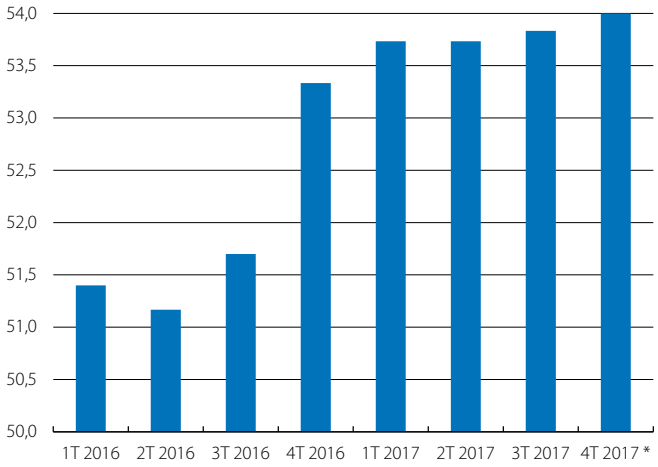
Sin embargo, los riesgos de carácter macrofinanciero pueden empañar las buenas perspectivas. Más allá de los frentes abiertos a nivel geopolítico, político y comercial que se mencionaban en estas mismas páginas del *Informe Mensual* del mes pasado, los riesgos de naturaleza macrofinanciera se mantienen a la orden del día. En particular, se teme que el proceso de normalización monetaria que previsiblemente seguirá llevando a cabo la Fed tenga un mayor impacto de lo previsto en el crecimiento mundial, especialmente dados el elevado nivel de deuda global, que ha seguido creciendo en los últimos años, y los altos niveles bursátiles de algunos países. Este escenario podría darse, por ejemplo, si se producen sorpresas al alza en la inflación estadounidense que fuercen a la Fed a subir tipos más rápido de lo previsto. Algo que no se puede descartar, concretamente porque el crecimiento global se adentrará en la fase madura del ciclo en los próximos años (para más detalle, véase el artículo «Riesgos macrofinancieros globales» del Dossier en el IM12/17).

ESTADOS UNIDOS

Buenas perspectivas para 2018. A lo largo de 2017, los analistas de la economía estadounidense hemos ido mejorando las perspectivas de crecimiento del PIB para 2018, alentados por el sólido crecimiento económico y, más recientemente, por la aprobación de la reforma impositiva. En este sentido, a mediados de diciembre, la Cámara de los Representantes y el Senado finalmente acordaron la reforma tributaria. Esta incluye, entre otros muchos elementos, una rebaja del impuesto de sociedades del 35% al 21% y del tipo individual máximo del 39,6% al 37%. En general, se estima que dicha reforma impulsará moderadamente el crecimiento en 2018 y 2019, alrededor de 0,2 p. p. Sin embargo, existe mucha incertidumbre alrededor de estas estimaciones, en parte porque la economía estadounidense se encuentra en una fase muy avanzada del ciclo económico, lo que puede limitar el efecto en crecimiento y, por el contrario, puede presionar la inflación más al alza de lo esperado.

Indicadores de actividad global: PMI compuesto

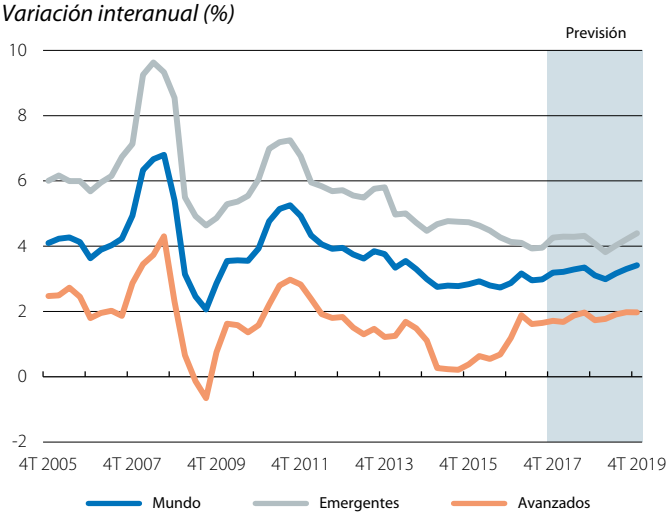
Nivel



Nota: ** El 4T 2017 solo contiene los datos de octubre y noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

Mundo: inflación

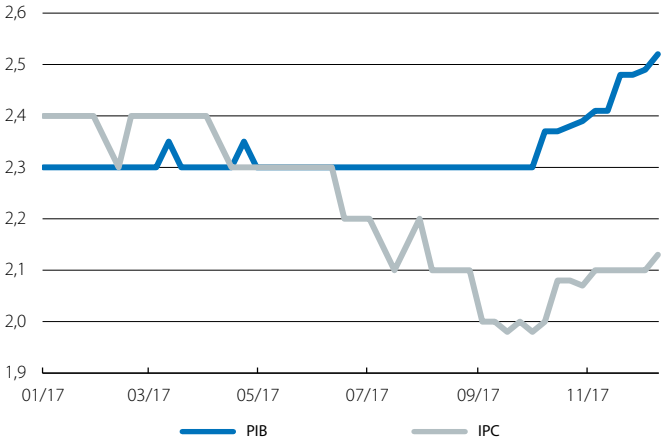
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

EE. UU.: evolución de las previsiones de PIB e inflación para 2018

Variación interanual (%)



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

Ritmo de actividad sostenido en el 4T. Los indicadores de actividad del 4T más recientes siguen apuntando a un crecimiento sólido y en consonancia con el del 3T. En particular, el modelo de previsión de la Reserva Federal de Atlanta (el GDP-Now) apunta a un avance intertrimestral del 0,8%, igualando el del trimestre anterior. En el plano laboral, en noviembre se crearon 228.000 puestos de trabajo, una cifra significativa, en especial dada la cercanía de la economía al pleno empleo. En este sentido, la tasa de paro se mantuvo en cotas muy bajas, en 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) se situó en el 8,0%, en línea con los niveles precrisis.

Pero la inflación se mantiene comedida a pesar del sólido crecimiento. Así, la inflación general se situó en el 2,2% en noviembre, 2 décimas por encima del registro de octubre, pero la subyacente, menos sujeta a los vaivenes del precio de la energía y de los alimentos, se emplazó en el 1,7%, 1 décima por debajo del dato del mes anterior. Del mismo modo, el índice de precios del gasto en consumo personal, el índice de referencia de la Fed, se situó en el 1,6% en octubre, claramente por debajo del objetivo de la institución monetaria (del 2%). Con todo, de cara a los próximos meses, las previsiones de CaixaBank Research apuntan a una recuperación de la inflación hacia cotas ligeramente por encima del 2% a finales de 2018, ante la madurez del ciclo económico de EE. UU. y la desaparición de distintos elementos transitorios que la empujaron a la baja a mediados de 2017.

La Fed refuerza la confianza en la economía. En diciembre, ante los fuertes registros del mercado laboral y la recuperación prevista de la inflación, la Fed decidió subir el tipo de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 1,25%-1,50%, tal y como había anticipado en las reuniones anteriores. Además, la institución presentó sus nuevas previsiones macroeconómicas en las que apunta a un crecimiento para 2018 por encima del potencial del país, y de acuerdo con las estimaciones de CaixaBank Research, que sitúan el cómputo anual en el 2,4% (frente a un potencial del 2%).

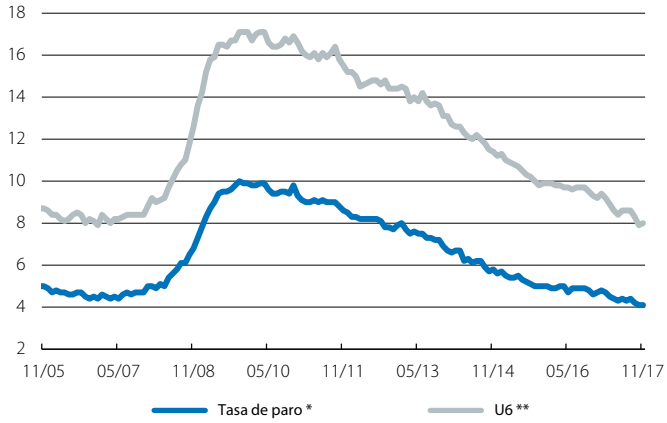
RESTO DEL MUNDO

En Japón, los indicadores de actividad del 4T siguen apuntando a avances significativos. Así, en el 4T, el indicador de sentimiento empresarial (Tankan) para las grandes empresas manufactureras aumentó hasta situarse en su máximo nivel desde diciembre de 2006 (25 puntos), y el de grandes empresas de servicios se mantuvo estable y en cotas elevadas. También el índice de sentimiento del consumidor se mantuvo en niveles altos en el mes de noviembre.

En China, los indicadores de actividad mantienen un buen tono, aunque se empieza a notar el sesgo restrictivo del Gobierno. Así, las ventas minoristas y el sector exterior fueron las notas más positivas de noviembre en el mayor de los emergentes. En particular, las ventas al detalle avanzaron un 10,2%

EE. UU.: tasa de paro y tasa U6

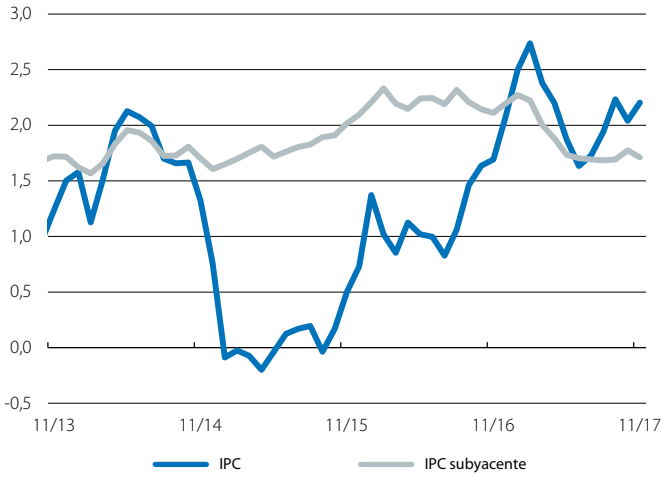
(%)



Notas: ** Tasa de paro: desempleados/población activa. ** Tasa de paro U6 incluye el subempleo (no empleados que no buscan empleo, pero que lo han hecho en los últimos 12 meses, y empleados que trabajan a tiempo parcial de manera involuntaria por razones económicas).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

EE. UU.: IPC

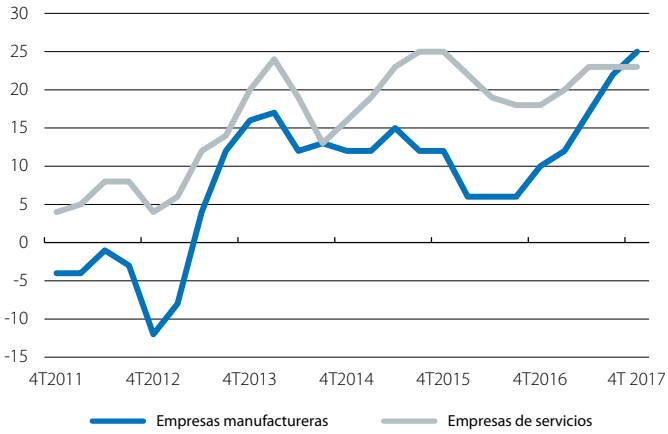
Variación interanual (%)



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

*Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan *)*

Nivel



Nota: ** Índice para grandes empresas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Japón.*

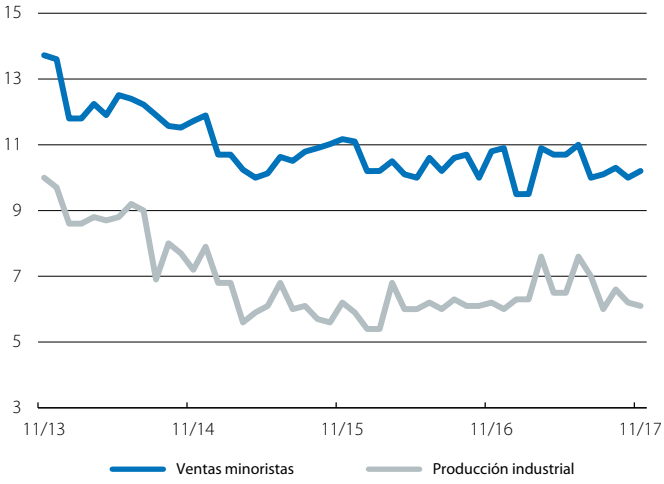
interanual, apoyadas por el éxito del Día de los Solteros celebrado el 11 de noviembre. En el plano exterior, las exportaciones (en términos nominales y en dólares) crecieron un considerable 12,3% interanual y las importaciones un 17,7%. Por su parte, la producción industrial creció un 6,1% interanual, un dato positivo pero claramente inferior al promedio de los 10 primeros meses del año (6,7%), ya que se vio lastrada por las importantes medidas contra la contaminación en las industrias del norte del país. En este entorno, el Politburó del Partido Comunista ha definido en su reunión de diciembre las tres prioridades en materia económica para 2018: mitigar los riesgos financieros, reducir la pobreza y luchar contra la contaminación. Ello hace pensar que, de cara a los próximos meses, las enérgicas medidas medioambientales tendrán continuidad y se reducirán los estímulos económicos. El mayor sesgo restrictivo, por tanto, podría pesar sobre el crecimiento económico, aunque prevemos que de forma moderada.

Brasil, la primera economía latinoamericana, sigue recuperándose, pero a un ritmo muy lento, ante la débil evolución de la inversión y el consumo público. En particular, en el 3T, el PIB creció un 1,4% interanual. Aunque se trata de una tasa superior al 0,4% del 2T, el PIB brasileño todavía se sitúa un 5,5% por debajo de los niveles de finales de 2014, antes del fuerte periodo recesivo. Las perspectivas inmediatas son de continuidad de la recuperación, aunque la situación política (se está en el final de la legislatura) y la incertidumbre sobre las importantes elecciones probablemente diferirán decisiones de gasto e inversión, lo que mantendrá el crecimiento en cotas relativamente bajas.

El crecimiento de Turquía rompe cualquier pronóstico. En el 3T 2017 el PIB turco creció un 11,1% interanual (5,4% interanual en el 2T). A pesar de que se trata de una cifra afectada al alza por un efecto de base (en el 3T 2016 se registró una caída del PIB significativa tras el intento del golpe de Estado), el dinamismo ha sido indudablemente superior a lo previsto. En este sentido, y aunque la tasa de avance interanual se desacelerará en el 4T, el año 2017 será probablemente el más dinámico de los últimos cuatro años. Con todo, las perspectivas para 2018 apuntan a una clara moderación del crecimiento debido a que se están acumulando desequilibrios macroeconómicos importantes. Así, la inflación se situó en noviembre en un elevado 13% (máximo histórico de la serie), mientras que el saldo por cuenta corriente se situó, en el 3T, en el –4,7% del PIB (frente al –3,7% de finales de 2016).

China: indicadores de actividad

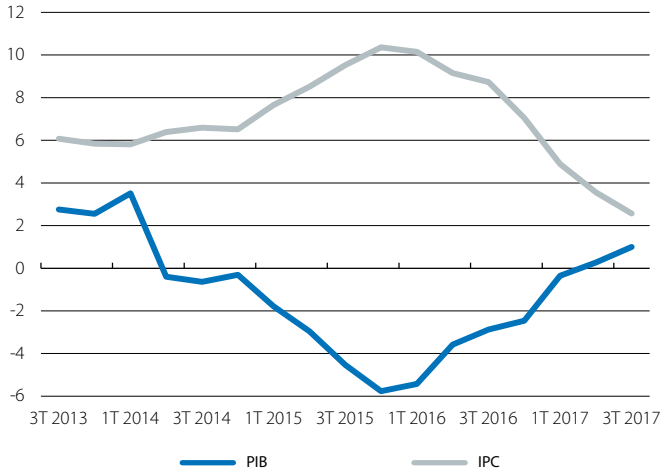
Variación interanual (%)



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

Brasil: PIB e IPC

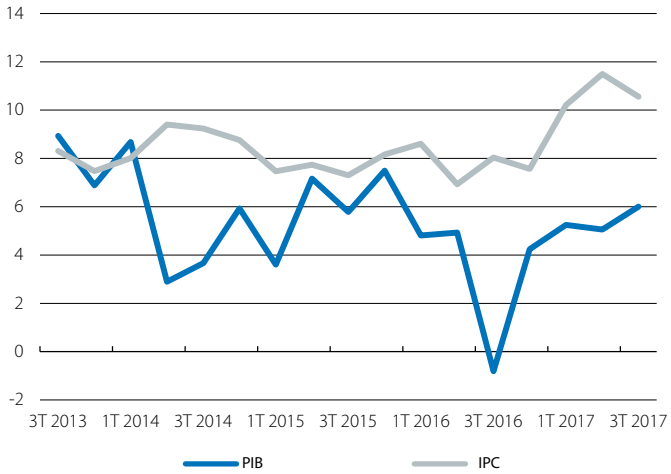
Variación interanual (%)



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

Turquía: PIB e IPC

Variación interanual (%)



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

FOCUS · ICIE 2017: resultados principales

La internacionalización se ha convertido en una apuesta clave para numerosas empresas españolas y, para facilitarla, CaixaBank ha desarrollado el ICIE:[1] un índice que valora cuestiones clave en un proceso de internacionalización y que permite comparar los puntos fuertes y débiles de cada mercado, así como su evolución a lo largo del tiempo.[2]

Un año más, los países de Europa Occidental son los que presentan las condiciones más favorables para la internacionalización de las empresas españolas. Este es un resultado que se mantiene a lo largo de los años y es que, además de la cercanía geográfica, los países europeos destacan en todos los pilares analizados. Una valoración positiva a la que se une un contexto económico muy favorable. Tras unos años en los que la recuperación económica no acababa de tomar impulso, los principales países europeos cerraron 2017 con un crecimiento claramente superior al esperado y encaran 2018 con unas perspectivas favorables.

En el viejo continente, es remarcable que, a pesar del *brexit*, el Reino Unido se mantenga a la cabeza del ICIE. Aunque la incertidumbre sigue siendo muy elevada, tras alcanzar un acuerdo preliminar para los términos de salida a finales de 2017, todo apunta a que ambos bloques también serán capaces de alcanzar un pacto sobre el periodo de transición entre el estatus actual y el futuro, algo imprescindible para que la salida del Reino Unido de la UE sea ordenada y se minimice su impacto económico.[3]

América se mantiene como la segunda región en la que es más fácil la internacionalización de las empresas españolas. De entre los países latinoamericanos, México se sitúa en una posición relativamente elevada de la clasificación. Pero, como en el caso del Reino Unido, la incertidumbre alrededor de las negociaciones para rediseñar el NAFTA es significativa. Y aunque creemos que se acabará imponiendo una dinámica constructiva que permita la renovación del tratado, ya que los elevados vínculos entre los tres países norteamericanos así lo aconseja, no se pueden descartar escenarios menos optimistas. Por otro lado, es remarcable que las empresas españolas hayan mantenido una sólida presencia en Brasil a pesar de la profunda recesión que ha experimentado, un hecho relevante que el ICIE valora de forma muy positiva y al que se le une la incipiente recuperación económica.

La región de Europa del Este y Asia Central se erige como la tercera zona con una mayor facilidad para la internacionalización de las empresas españolas, prácticamente empatada con América. Polonia y Turquía encabezan la lista gracias, sobre todo, al pilar del atractivo comercial, que refleja la buena acogida que tienen los bienes y servicios españoles en estos países. Con todo, el reciente deterioro de la situación política en Turquía es un elemento que ya se ha empezado a notar en el ICIE 2017. En particular, el pilar de estabilidad institucional y macroeconómica ha disminuido significativamente respecto al año pasado.

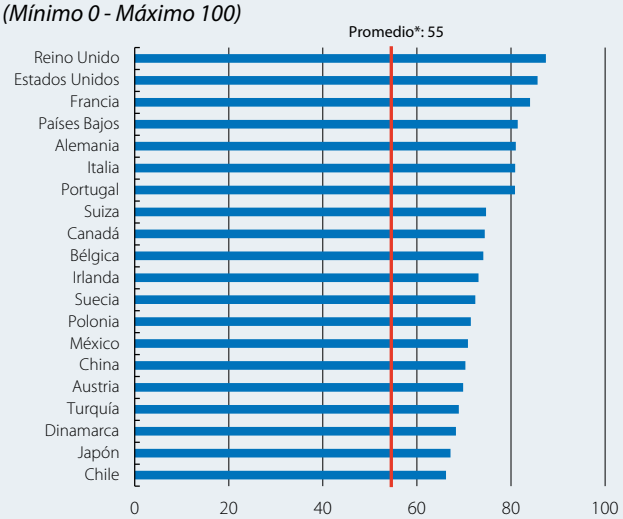
1. Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial.
2. Para una descripción detallada del índice, véase el Focus «Cómo decidir dónde internacionalizar su empresa: ICIE 2017» en el IM12/2017, así como la dirección web: http://www.caixabankresearch.com/indice-de-internacionalizacion.
3. Para un análisis más detallado de las negociaciones en torno al *brexit*, véase el Focus «¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?» en este *Informe Mensual*.

El Sudeste Asiático y Pacífico constituye la cuarta región en términos de facilidad de internacionalización, más distanciada ya de las anteriores. Sin duda, la lejanía de la región es para las empresas españolas un elemento que juega en su contra, pero también el aún bajo poder adquisitivo en muchos países de la zona, así como la menor facilidad para hacer negocios. En positivo, destaca China, que se emplaza en una posición relativamente elevada del *ranking*. En este caso, sin embargo, también los riesgos macroeconómicos, relacionados con la creciente deuda corporativa, son un aspecto relevante a tener presente, aunque a medio y largo plazo el potencial de crecimiento del país es un claro atractivo para las empresas españolas.

Los países árabes y africanos se sitúan en posiciones más atrasadas en la clasificación de facilidad para la internacionalización. Sin embargo, en estas regiones, también despuntan países que pueden ser muy atractivos para las empresas españolas, particularmente en sectores cuyas tasas de crecimiento se estiman elevadas, como las infraestructuras, los recursos naturales o las telecomunicaciones.

ICIE 2017: países del top *20*

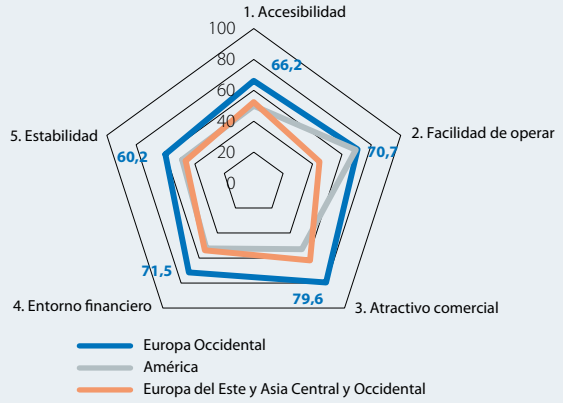
(Mínimo 0 - Máximo 100)



Nota: ** Promedio para el total de 67 países.*
Fuente: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

ICIE 2017: pilares del proceso de internacionalización

(Mínimo 0 - Máximo 100)



Fuente: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

FOCUS · La geopolítica en un mundo globalizado: ¡que hablen los datos!

El estudio de la geopolítica está muy en boga. Y, sin embargo, la mayoría de análisis que aparecen en los medios no pasan de un enfoque poco riguroso que mezcla la información y la opinión. En este artículo estudiaremos algunas métricas para cuantificar el estado y la evolución de las relaciones geopolíticas de forma objetiva.

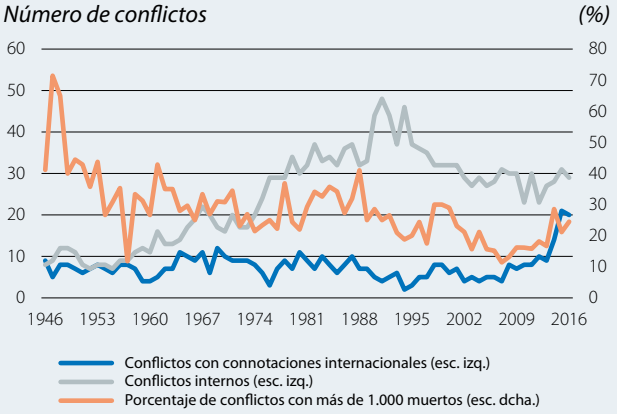
El término «geopolítica» fue acuñado por el politólogo sueco Rudolf Kjellén a inicios del siglo XX e inicialmente se definía como el estudio de la influencia de la geografía sobre las relaciones de poder a nivel internacional. Esta definición ha ido evolucionando y actualmente la geopolítica hace referencia a todos aquellos acontecimientos relacionados con las relaciones internacionales y la articulación del poder político de los diferentes estados y territorios.

Una vía para caracterizar el estado de la geopolítica a nivel global es estudiar cómo han evolucionado los conflictos armados[1] a lo largo del tiempo. En el primer gráfico, se observa que los conflictos con connotaciones internacionales han seguido una tendencia creciente en la última década, mientras que los conflictos puramente internos han descendido desde principios de los años noventa. Asimismo, llama la atención que el porcentaje de conflictos con más de 1.000 muertos haya bajado sustancialmente desde los años cincuenta.

Si queremos obtener una información más detallada sobre conflictos, la base de datos GDELT utiliza algoritmos avanzados para obtener información en tiempo real sobre los diferentes acontecimientos geopolíticos a partir de las noticias de una gran cantidad de medios de comunicación, incluyendo Google News. Utilizando estos datos, hemos construido un índice de conflictos[2] (porcentaje del número de conflictos sobre el total de acontecimientos). Esta variable no solamente incluye los conflictos materiales sino también los verbales. En el segundo gráfico se vislumbran tres periodos muy diferenciados: los años ochenta se caracterizaron por una tensión geopolítica elevada, los años noventa fueron años de relativa tranquilidad y, en el periodo 2000-2017, el porcentaje de conflictos ha repuntado. Un dato interesante es que en 2017 se ha producido un descenso significativo del número relativo de conflictos respecto al año anterior. Ello sugiere que, contrariamente a lo que se podría esperar, no ha habido un aumento de las tensiones geopolíticas a nivel mundial en 2017.

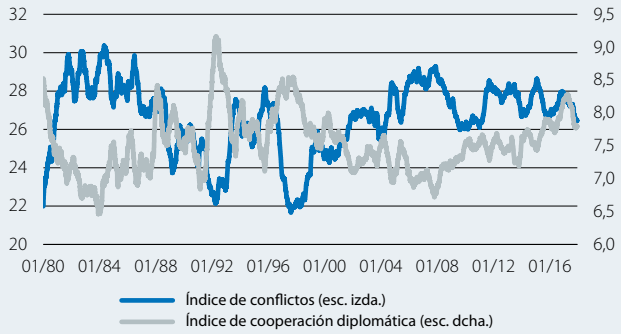
Finalmente, hemos creado un índice que mide el porcentaje de iniciativas de cooperación diplomática sobre el total de acontecimientos. El segundo gráfico también muestra un patrón claro: los años ochenta fueron de poca cooperación, en los años noventa sí que se realizaron avances sustantivos y, en los primeros años del siglo XXI, se produjo un retroceso. A partir de 2008 esta tendencia se revirtió y se empezaron a realizar más esfuerzos de cooperación diplomática, aunque los datos más recientes son menos halagüeños: desde abril de 2017, se observa una caída de las iniciativas de cooperación. Ello no debe sorprendernos si tenemos en cuenta el auge de las políticas proteccionistas abanderadas por los movimientos populistas. Dada la fuerte relación negativa entre conflictos y cooperación diplomática,[3] no debería extrañarnos que, si el índice de cooperación diplomática continúa cayendo, se produzca un repunte de los conflictos en los próximos años. Esperemos, no obstante, que la sangre no llegue al río.

Conflictos armados *



Nota: ** Un conflicto armado se define como una situación de desacuerdo con un saldo mínimo de 25 víctimas al año y donde una de las partes es el gobierno de un estado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Uppsala Conflict Data Program.*

Conflictos y cooperación diplomática



Nota: *Se clasifican como conflictos todos los acontecimientos que implican situaciones de desacuerdo y no se pueden relacionar con cooperación o iniciativas de paz. Medias móviles de seis meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de GDELT Project.*

1. Véase la nota del primer gráfico para más detalles sobre la definición de conflicto armado.
2. Véase la nota del segundo gráfico para más detalles sobre la metodología usada en la construcción del índice.
3. El coeficiente de correlación lineal entre los dos índices es –0,72.

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	12/17
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	4,2	5,0	...
Confianza del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,2	128,6	122,1
Producción industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,7	2,9	3,4	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	58,2	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.172	1.256	1.297	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	179	189	192	197	199	200	203	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,1	4,1	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,4	59,7	59,7	60,0	60,1	60,2	60,2	60,1	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	...	...
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	1,8	2,5	1,9	2,0	2,0	2,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7	...

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	11/17
Actividad								
PIB real	1,4	0,9	1,5	1,3	1,7	2,1	–	...
Confianza del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,5	44,9
Producción industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,1	3,7
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	10,0	12,0	17,0	22,0	–	25,0
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8
Precios								
Precios de consumo	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3

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	11/17
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	10,2
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,8	6,9	6,3	6,2	6,1
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	51,4	51,6	51,4	51,8	51,6	51,8
Sector exterior								
Balanza comercial [1] *(valor)*	608	512	512	466	458	435	425	421
Exportaciones	–2,3	–8,4	–5,3	7,8	9,0	6,9	6,9	12,3
Importaciones	–14,2	–5,7	2,1	23,9	14,3	14,7	17,4	18,7
Precios								
Precios de consumo	1,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	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	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 · Otro buen año en perspectiva para la economía de la eurozona

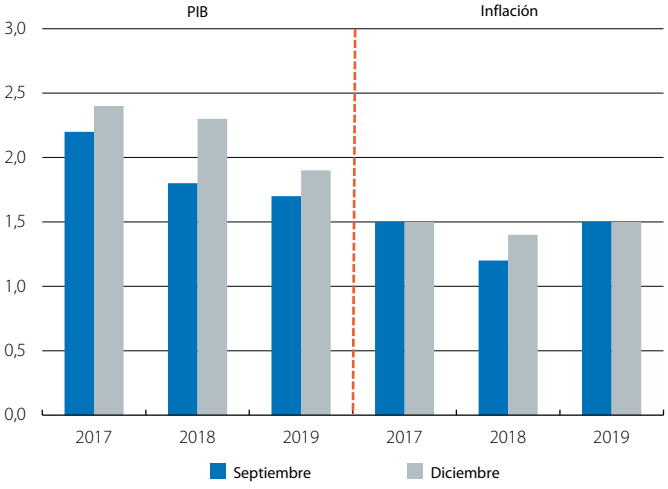
El ritmo de actividad en la eurozona se mantiene firme. La economía de la eurozona en 2017 se expandió a un ritmo muy superior al esperado. Concretamente, el escenario de CaixaBank Research prevé que la región haya finalizado 2017 con un crecimiento del 2,4%, cuando a principios de año las previsiones eran del 1,7%. Para 2018, esperamos que el ritmo de avance de la actividad siga siendo robusto, del 2,2%, por encima del nivel de crecimiento potencial, apoyado en unas condiciones financieras favorables, las mejoras del mercado laboral y la recuperación de la economía global. Así lo considera también el BCE que, en su actualización trimestral del cuadro macroeconómico, destacó el buen desempeño de la actividad de la eurozona en los últimos trimestres y revisó al alza las perspectivas de crecimiento para 2017 hasta el 2,4% (+0,2 p. p.), y para 2018 hasta el 2,3% (+0,5 p. p.). A pesar del fuerte repunte de la actividad, la inflación se mantendrá algo más rezagada, con un aumento de precios previsto del 1,5% para 2018 y del 1,8% para 2019. Así lo prevé también el BCE, que revisó ligeramente al alza la previsión para 2018 hasta el 1,4% (+0,2 p. p.) y mantuvo la previsión para 2019 en el 1,5%, unos registros que se sitúan por debajo del objetivo del banco central (por debajo, pero cerca del 2%). En el plano político, ha concluido con éxito la primera fase de las negociaciones del *brexit*, tras el preacuerdo entre la UE y el Reino Unido sobre los términos de separación. La factura financiera que pagará el Reino Unido se estima que se situará entre los 40.000 y 45.000 millones de euros. El avance permitirá abrir la segunda fase de negociaciones, sobre el futuro tratado comercial, que discutimos ampliamente en el Focus: «¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?» de este mismo *Informe Mensual*.

La demanda interna impulsa el crecimiento de la eurozona. Eurostat confirmó que el avance del PIB de la eurozona en el 3T 2017 fue del 0,6% intertrimestral (2,6% interanual). La demanda interna contribuyó de manera significativa al crecimiento intertrimestral del PIB de la eurozona en el 3T 2017 (0,5 p. p.), apoyada, principalmente, en el consumo privado y la inversión. Por su parte, la demanda externa también contribuyó positivamente al crecimiento (0,1 p. p.). De cara a los próximos trimestres, esperamos que la demanda interna se mantenga como el principal motor de crecimiento de la eurozona, en parte gracias al apoyo de unas condiciones crediticias favorables, aunque la demanda externa irá ganando protagonismo.

La Comisión Europea propone medidas para avanzar en la integración europea. La CE publicó recientemente un plan estratégico con medidas concretas para promover una mayor integración económica y monetaria. Entre las medidas, destacan las propuestas de transformar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo, que se encargaría de los programas de rescate; de avanzar en la crea-

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

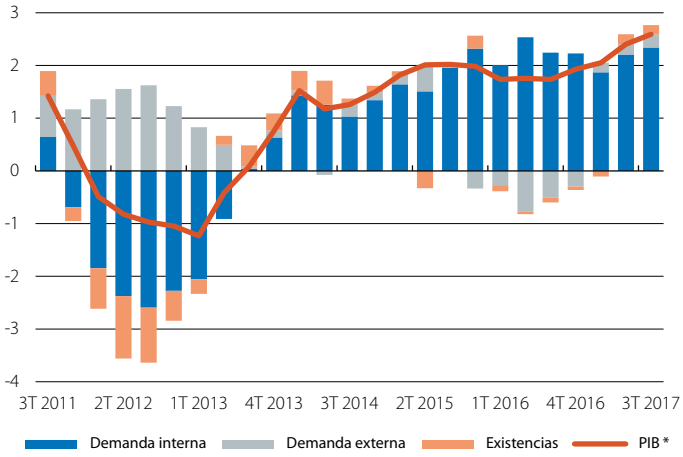
Variación anual (%)



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

Eurozona: PIB

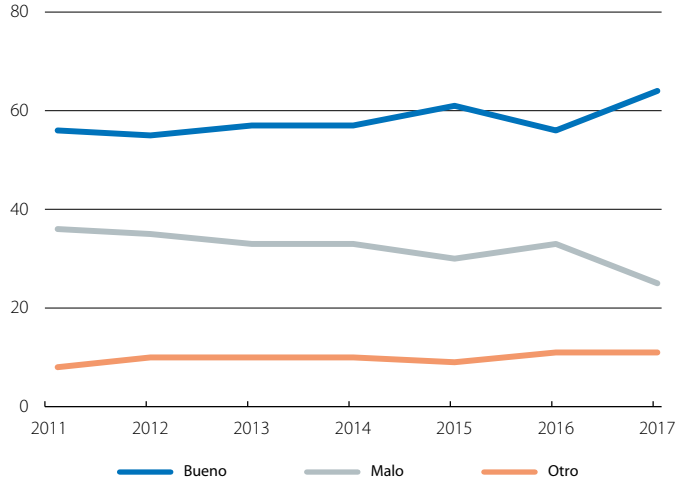
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Eurobarómetro: opinión sobre el euro

(%)



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

ción de un presupuesto para la eurozona, con una función estabilizadora, y de establecer un Ministerio Europeo de Economía y Finanzas. En este contexto, destaca que el proyecto europeo goza de buena salud, a pesar de que en los últimos años han ganado protagonismo las voces euroescépticas. Según el Eurobarómetro de octubre de 2017, el apoyo al euro se sitúa en niveles elevados: el porcentaje de encuestados que opina que tener el euro es algo bueno para su país aumentó en 8 p. p. respecto a la edición de 2016, hasta alcanzar el 64%, el nivel más alto desde que se publica el estudio (2002).

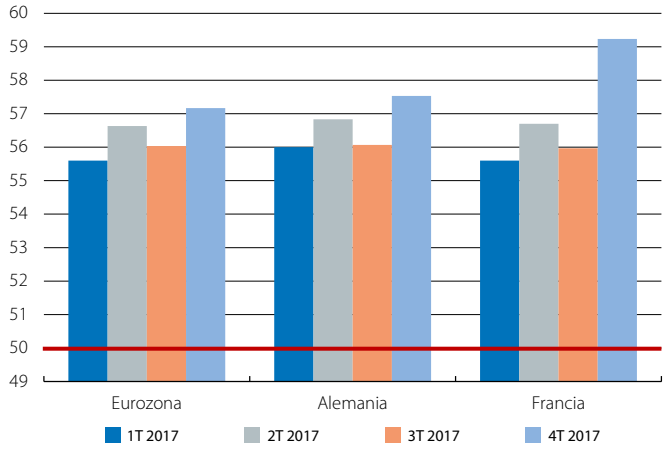
Los indicadores de sentimiento empresarial apuntan a que el crecimiento se mantuvo robusto en el 4T. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se situó en los 57,2 puntos en el 4T, por encima del registro del trimestre anterior (56,0) y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Por países, la aceleración estuvo liderada por Francia, con un PMI compuesto que alcanzó los 59,2 puntos (56,0 en el 3T). También destacó el buen registro de Alemania, que aceleró hasta los 57,5 puntos (56,1 en el 3T). Todo ello apunta a una mayor firmeza del crecimiento económico en el último trimestre de 2017.

El consumo privado se desacelera temporalmente. En octubre, las ventas minoristas registraron un avance del 0,7% interanual, un ritmo inferior al del mes anterior (3,7%) y al del conjunto del año (promedio del 2,6%), pero ello se debe a factores de carácter temporal. Concretamente, la venta de ropa y calzado se vio negativamente afectada por unas temperaturas más cálidas de lo normal. No obstante, el aumento del índice de confianza del consumidor hasta los niveles más altos desde 2001 (+0,1 puntos en noviembre y +0,5 en diciembre) hace entrever que las ventas minoristas repuntaron nuevamente en noviembre y diciembre. Para 2018, esperamos que el consumo de los hogares mantenga el buen tono, apoyado en la mejora de las perspectivas económicas y del mercado laboral y los bajos tipos de interés.

El mayor vigor de la actividad se traslada al mercado laboral. El empleo en el conjunto de la eurozona aumentó un 0,4% intertrimestral en el 3T 2017 y situó el total de empleados en 156,3 millones, el nivel más alto jamás alcanzado. El crecimiento del empleo fue generalizado por países, con avances más vigorosos en España (0,7%) y Portugal (0,6%), mientras que en Alemania, Francia e Italia el aumento de la ocupación fue algo más moderado (0,3% en promedio). Esta mejora de la ocupación se está transformando paulatinamente en un aumento de los salarios. Así, en el 3T 2017, los costes salariales por hora en el conjunto de la eurozona aumentaron un 1,6% interanual, un ritmo similar al promedio del primer semestre del año (1,8%). Por países, destacó el crecimiento de los costes salariales en Alemania (2,2% interanual) y en Francia (2,1%), mientras que en Italia y España los salarios registraron un crecimiento débil (0,3% y 0,1% interanual, respectivamente). Por su parte, en Portugal, los costes salariales por hora disminuyeron (–1,2% interanual), pero ello se debe a un cambio en la distribución de la paga extra en el sector público.

Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

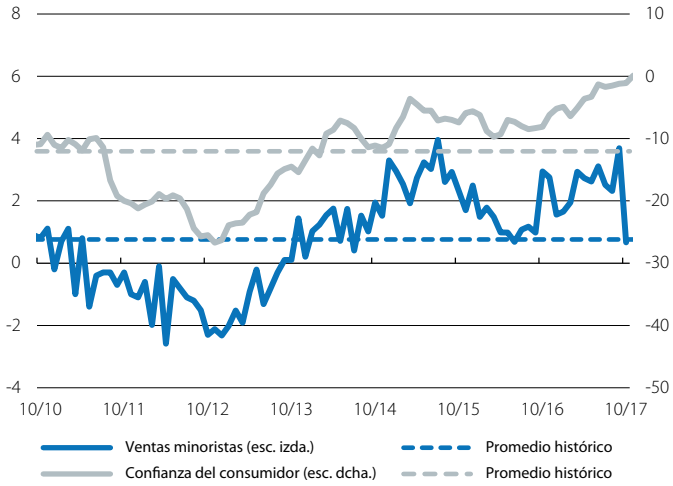
Nivel



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

Eurozona: indicadores de consumo

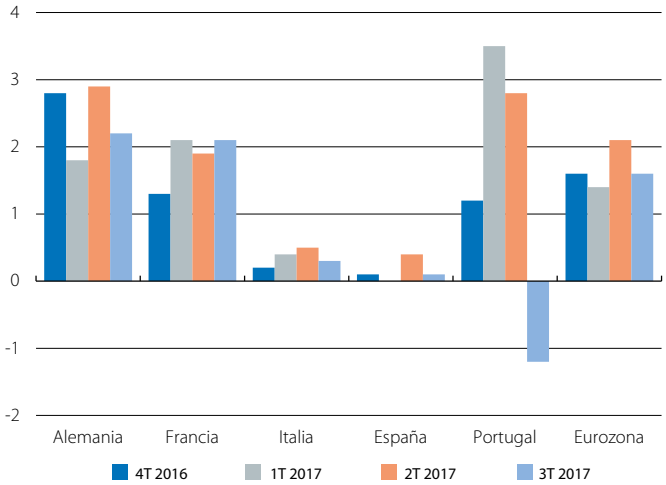
Variación interanual (%) *Nivel*



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

Eurozona: costes salariales

Variación interanual (%)



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

PORTUGAL

El crecimiento se mantiene firme. Tras cerrar el 2017 con un crecimiento del PIB que se estima superior al 2,5%, el conjunto de analistas y las principales instituciones internacionales prevén una ligera desaceleración del ritmo de avance en 2018. Según las previsiones de CaixaBank Research, este se mantendrá en niveles elevados, del 2,2%, apoyado en un entorno exterior favorable –especialmente en la eurozona, donde se encuentran los principales socios comerciales de Portugal–, en el mantenimiento de unas condiciones financieras acomodaticias y en la mejora de la confianza. Así lo espera también el Banco de Portugal en su boletín económico de diciembre, que prevé que la economía lusa mantenga un perfil de crecimiento por encima del potencial a lo largo del horizonte de previsiones, aunque a un ritmo algo menor que en 2017 (2,3% para 2018 y 1,8% para 2019).

Las finanzas públicas se benefician de la coyuntura económica. El déficit público se situó en el 0,1% del PIB (acumulado de 12 meses) en el tercer trimestre del año, lo que supone una importante corrección respecto al registro del 3T 2016 (3,7%). Esta mejora se debió tanto a un mayor crecimiento de los ingresos, que aumentaron un 2,7% interanual, como a una reducción del gasto (del 0,1%). Esta evolución positiva debería permitir situar el déficit de 2017 por debajo del nivel objetivo del Gobierno (1,4% del PIB). Asimismo, el menor déficit público junto con el crecimiento sostenido del PIB continuarán apoyando la reducción gradual de la ratio de la deuda pública, que estimamos que se haya situado en el 127,3% del PIB a finales de 2017. En este contexto de mejora de las finanzas públicas y dadas las buenas perspectivas de crecimiento, la agencia de calificación Fitch revisó al alza el *rating* soberano de BB+ a BBB, emplazándolo de nuevo en grado de inversión. El anuncio, a la estela del de S&P en septiembre, era ampliamente esperado, lo que había quedado reflejado en el descenso de la prima de riesgo soberana desde finales de octubre hasta los 150 p. b.

El saldo por cuenta corriente se mantiene en terreno positivo. En particular, el superávit por cuenta corriente (acumulado de 12 meses) alcanzó los 457,6 millones de euros en octubre, un registro inferior a los 1.359 millones de euros de octubre de 2016 y equivalente al 0,2% del PIB. En términos de composición, este deterioro se produjo por el mayor déficit de la balanza de bienes, a pesar del mayor superávit de servicios y del menor déficit de rentas. En este sentido, el deterioro de la balanza comercial se explica por el fuerte aumento de las importaciones, fruto del encarecimiento del precio del petróleo y de la recuperación de la inversión, a pesar de que las ventas al exterior mantuvieron una dinámica positiva.

Portugal: previsiones macroeconómicas del Banco de Portugal

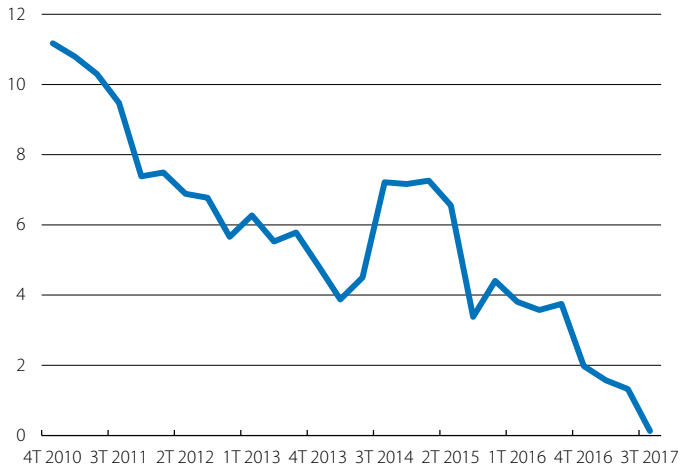
Variación interanual (%)

		Previsiones		
	2017	2018	2019	2020
PIB	2,6	2,3	1,9	1,7
Consumo privado	2,2	2,1	1,8	1,7
Consumo público	0,1	0,6	0,4	0,2
Inversión	8,3	6,1	5,9	5,4
Exportaciones	7,7	6,5	5,0	4,1
Importaciones	7,5	6,7	5,5	4,8
Empleo	3,1	1,6	1,3	0,9
Tasa de desempleo *	8,9	7,8	6,7	6,1
Inflación (IPCA)	1,6	1,5	1,4	1,6

Nota: ** En porcentaje de la población activa.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Portugal: déficit público

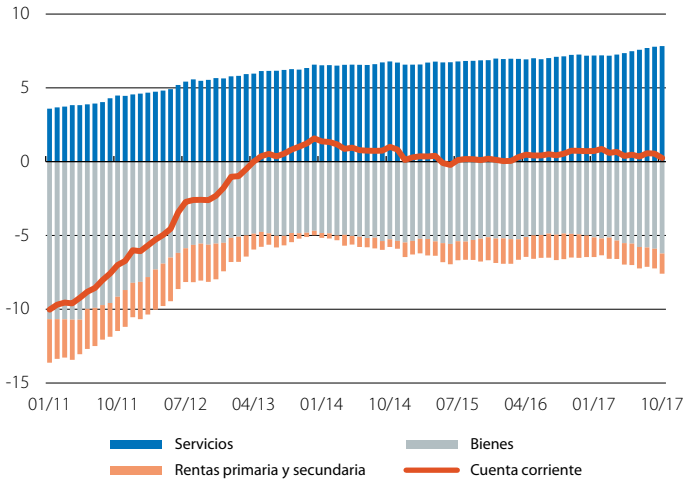
(% del PIB)



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

Portugal: cuenta corriente

(% del PIB)



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

FOCUS · ¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?

Tras seis meses de negociaciones, el Reino Unido y la UE han alcanzado un principio de acuerdo sobre los términos de su separación.[1] Ello ha sido posible después de que el Reino Unido aceptara la mayor parte de las posiciones marcadas inicialmente por la UE. Así, en la reunión de diciembre, el Consejo Europeo dió luz verde al inicio de la segunda fase de las negociaciones, en la que se debe abordar un posible acuerdo de transición y el futuro marco de relación entre el Reino Unido y la UE. En este Focus, analizaremos los principales ejes de esta fase de las negociaciones para entender qué tipo de acuerdo puede emerger.[2]

Hasta la fecha, el esfuerzo que ha hecho el Reino Unido para desencallar las negociaciones está, en no poca medida, relacionado con su interés por negociar un periodo de transición. El objetivo se basa en disminuir el grado de incertidumbre que pesa sobre la economía británica a raíz del *brexit*. Si se alargara la permanencia del Reino Unido en el mercado único y se diera más tiempo a la negociación de la futura relación comercial, disminuiría la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la UE y ayudaría a los distintos actores económicos a acomodarse al nuevo escenario. En principio, el Reino Unido sería el más perjudicado si no se alcanza un acuerdo sobre el periodo de transición, por lo que es un instrumento de presión de la UE, pero cabe esperar que ambos bloques sean capaces de alcanzar un acuerdo sobre este aspecto.

Más allá del acuerdo de transición, el Reino Unido y la UE deberán negociar su futura relación comercial. Para entender el acuerdo que pueda emerger entre ambos bloques, es conveniente repasar los tratados que existen actualmente entre la UE y Noruega, y la UE y Canadá. Ambos modelos constituyen los polos entre los que es muy probable que se sitúe este acuerdo final.

Por un lado, Noruega es miembro del Espacio Económico Europeo (EEE). Ello implica que es parte del Mercado Único, es decir, que goza de libertad de movimiento de personas, bienes, servicios y capitales con la UE. Sin embargo, no es parte de la Unión Aduanera. Ello significa que Noruega puede firmar tratados comerciales con terceros países de forma independiente a la UE, pero que existen controles aduaneros entre ambos: aquellos productos o componentes de productos que son originados en Noruega no pagan aranceles, pero sí los pagan aquellos que son procedentes de terceros países. A cambio, Noruega debe adoptar gran parte de la legislación de la UE, aunque, al estar fuera de la UE, no participa de forma directa en dicho proceso legislativo. Además, el país contribuye de forma significativa al presupuesto europeo.[3]

En el polo opuesto se sitúa el modelo canadiense. La UE y Canadá firmaron recientemente un importante tratado de libre comercio en el que destaca, sobre todo, la eliminación de una proporción muy elevada de aranceles (más del 97,5% del total de líneas arancelarias). Además, se pretende facilitar la armonización de elementos clave que deberían impulsar el comercio de algunos servicios, como las telecomunicaciones, la energía y el transporte marítimo.

Para el Reino Unido, el modelo noruego es claramente un mal sustituto a permanecer en la UE. Pero, por otro lado, el modelo canadiense peca de poco ambicioso. La economía del Reino Unido es más competitiva en el sector servicios, especialmente en campos en los que el modelo canadiense ofrecería un grado de acceso al mercado europeo muy por debajo del que goza actualmente el Reino Unido. De hecho, se podría argumentar que el modelo canadiense beneficiaría más a la UE que al Reino Unido, dado que mantendría un elevado grado de acceso al mercado de bienes, con el que la UE tiene un superávit comercial con el Reino Unido, mientras que restringiría el comercio en servicios, sector en el que el Reino Unido es más competitivo.

Parece, por tanto, que el Reino Unido intentará negociar un acuerdo parecido al modelo canadiense, pero con un mayor grado de acceso al mercado de servicios. A resultas de ello, cabe esperar que la UE pida a cambio cuantiosas contribuciones al presupuesto así como cesiones de soberanía en materias como la libertad de movimientos de personas. Así, el acuerdo final entre ambos bloques posiblemente se situará en algún punto entre el modelo noruego y el canadiense.

Como es natural, existen factores de riesgo que pueden situar el acuerdo final fuera de estos dos polos. Por un lado, es aún posible, aunque poco probable, que pueda haber un proceso que a la larga desemboque en que el Reino Unido se quede en la UE. Por ejemplo, ello podría suceder si la opinión pública percibe que el coste económico del *brexit* es demasiado elevado. Por otro lado, la debilidad del Gobierno actual también podría desembocar en un fracaso de las negociaciones y una salida desordenada del Reino Unido de la UE. Sin embargo, la consecución de un acuerdo sobre los términos de la separación ha disminuido ambos riesgos de forma significativa.

1. Véase el Focus «*Brexit*: el camino que queda por recorrer» del IM10/2017 para una exposición más detallada de esta fase.
2. Aunque el Focus se centrará en la vertiente comercial, el acuerdo también abordará asuntos como el grado de cooperación en materias de seguridad y energía nuclear, entre otros.
3. Noruega paga alrededor de unos 150 euros por habitante al año, una cifra similar a la contribución neta del Reino Unido.

FOCUS · La renta mínima a debate ante un mercado laboral en transformación

Uno de los principios establecidos en el pilar de derechos sociales que la Comisión Europea aprobó en noviembre de 2017 es el derecho a una renta mínima. En general, las prestaciones sociales existentes deberían facilitar la consecución de este objetivo, pero la transformación que están experimentando los mercados laborales en las economías avanzadas lo complican. Fruto de esta transformación, están ganando peso las relaciones laborales en las que suele haber una menor cobertura social, como los trabajadores autónomos, los contratos a tiempo parcial, los contratos temporales y otras relaciones laborales atípicas que se producen en la denominada economía *gig*.[1] Ello, junto con una tasa de paro de larga duración que se ha mantenido en cotas anormalmente elevadas en los últimos años, pone de manifiesto la necesidad de llevar a cabo un rediseño de la forma en que se vehiculan dichas prestaciones.

En los países europeos, los programas de renta mínima están concebidos como una red de seguridad de última instancia una vez agotados los programas de reemplazo de ingresos, como las prestaciones contributivas por desempleo. Los programas de renta mínima tienen como objetivo proveer un nivel aceptable de ingresos a aquellos individuos que no los pueden obtener, reduciendo la desigualdad de renta entre hogares y ayudando a nivelar la renta de los individuos a lo largo de la vida en caso de múltiples contingencias, como una incapacidad temporal. El acceso a una prestación suele depender del nivel de renta y está condicionada a la búsqueda activa de empleo y/o a la formación. Las prestaciones de renta mínima engloban múltiples programas, como prestaciones no contributivas por desempleo, transferencias a familias monoparentales, ayudas a la vivienda y otros programas con elegibilidades y condicionalidades distintas.

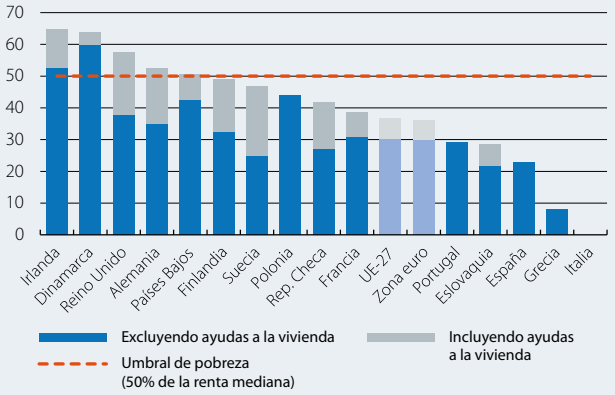
Ante esta heterogeneidad de programas de renta mínima y la creciente proporción de empleos con menor cobertura social, una propuesta alternativa que ha cobrado relevancia recientemente es la renta básica. Aunque persigan objetivos similares, las propuestas de renta básica son conceptualmente muy distintas. Una renta básica sería universal, percibida por todos los individuos independientemente de sus ingresos, e incondicional, no exigiría ninguna contraprestación como la búsqueda de empleo. Asimismo, las propuestas de renta básica a menudo buscan reemplazar el resto de programas de redistribución social y no solo complementarlos. Dos obstáculos importantes a los que se enfrentan las propuestas de renta básica son los desincentivos por participar en el mercado laboral y sus elevados costes de financiación.[2]

Los programas de renta mínima también tienen varios retos por delante, tanto en su diseño como en su implementación. En cuanto al diseño, la condicionalidad de cada programa puede excluir a individuos de bajos ingresos pero que no cumplen las condiciones exigidas (por ejemplo, de tipología de familia). O, al revés, incluir a receptores de ingresos elevados, algo que ocurre en países mediterráneos (véase el segundo gráfico). Asimismo, la pérdida de la prestación en caso de aceptar una oferta de trabajo puede generar un efecto desincentivador a trabajar que debe tenerse en cuenta. Para reducirlo, se podría retirar la prestación de forma gradual al aumentar los ingresos del trabajo (algo similar a la introducción de un impuesto negativo).[3]

En cuanto a la implementación, uno de los problemas existentes es el acceso a la prestación, puesto que una proporción significativa de individuos que tienen derecho no la reclaman (superior al 50% en algunos países europeos)[4] y otros la perciben sin tener derecho. Por otro lado, no se sabe a ciencia cierta si muchos de los programas actuales están consiguiendo su objetivo. Evaluar de manera rigurosa la efectividad de los programas de renta mínima es el primer paso para poder mejorarlos.

*Transferencias del programa de renta mínima **

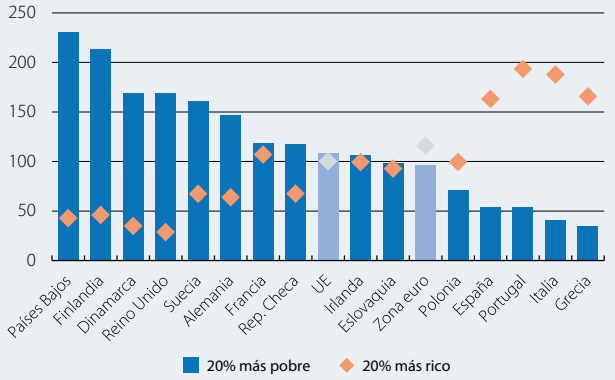
(% de la renta neta mediana por hogar)



Nota: ** Nivel máximo de transferencias de renta mínima a las que tiene derecho una familia compuesta por una pareja y dos hijos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (OECD income distribution database y tax-benefit models).*

*Transferencias recibidas por el quintil más rico y más pobre **

(% respecto a la transferencia media)



Nota: ** Transferencias sociales recibidas por la población en edad laboral (incluye las de carácter contributivo).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (OECD income distribution database).*

1. La economía *gig* se refiere a aquellos trabajadores que utilizan aplicaciones de internet creadas por empresas intermediarias para buscar clientes para los cuales realizar tareas a corto plazo.
2. OCDE (2017), «Basic Income as a policy option: Can it add up?», ELS Policy Brief on the Future of Work.
3. IMF (2017), «Fiscal Monitor: Tackling Inequality», octubre.
4. Atkinson, A. B. (2015), «Inequality. What can be done?», Harvard University Press.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17	12/17
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,7	1,5	2,2	2,9	0,4	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	2,1	1,5	1,3	2,7	3,7	...	...
Confianza del consumidor	–6,1	–7,7	–5,5	–2,7	–1,1	0,1	0,5
Sentimiento económico	104,2	104,8	108,0	110,0	114,1	114,6	...
PMI manufacturas	52,2	52,5	55,6	57,0	58,5	60,1	60,6
PMI servicios	54,0	53,1	55,1	56,0	55,0	56,2	56,5
Mercado de trabajo							
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,0	1,3	1,6	1,6	–	...	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,5	9,1	8,8	...	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	3,9	3,8	3,6	...	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	9,6	9,5	9,4	...	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,6	11,2	11,1	...	...
España *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	18,2	17,3	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	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17
Saldo corriente: eurozona	**3,4**	**3,6**	**3,5**	**3,2**	**3,4**	**...**
Alemania	8,5	8,3	8,3	7,7	7,8	...
Francia	–0,4	–0,9	–1,1	–1,2	–1,1	...
Italia	1,5	2,7	2,9	2,8	2,8	...
España	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**93,7**	**95,2**	**98,6**	**98,5**

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	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17
Financiación del sector privado						
Crédito a sociedades no financieras [1]	–0,3	1,8	2,2	2,3	2,9	3,1
Crédito a hogares [1, 2]	0,8	1,7	2,3	2,6	2,7	2,8
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	...
Depósitos						
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,4	10,2	10,4	10,1
Otros depósitos a corto plazo	–3,8	–1,9	–2,3	–2,9	–2,7	–2,5
Instrumentos negociables	2,6	2,7	5,7	0,6	–0,8	–0,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,8	0,5	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 · **2018: expectativas de crecimiento sólido**

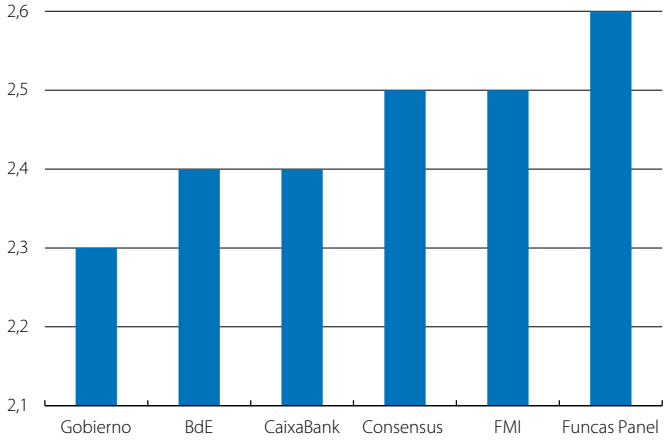
Las perspectivas sobre la economía española son favorables. Después de tres años excepcionalmente buenos para la economía española, que ha crecido a tasas superiores al 3%, 2018 se presenta como un año de moderación del crecimiento, aunque seguirá siendo de los más elevados de las economías avanzadas según los pronósticos del conjunto de analistas. En particular, la previsión de crecimiento del PIB de CaixaBank Research, del 2,4%, cuenta con el mantenimiento de un ritmo de avance sostenido de la demanda interna, aunque probablemente será algo más contenido que el de los últimos años. Por otro lado, las ganancias de competitividad experimentadas en los últimos años, juntamente con la buena evolución prevista de la economía mundial, apoyarán la buena marcha del sector exterior, que compensará, como mínimo parcialmente, la desaceleración prevista en la demanda interna.

El ritmo de crecimiento se mantiene en cotas elevadas en el último trimestre del año. En este sentido, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento del 0,7% intertrimestral en el 4T, un registro muy similar al del 3T (0,8% intertrimestral). En general, los distintos indicadores que se publicaron durante el último mes apuntan a un ritmo de expansión robusto. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran que la economía sigue en una cómoda zona expansiva, aunque la actividad del sector servicios fue algo más débil en el tramo final del año. En cambio, el sector manufacturero mostró ciertos signos de mejora. En concreto, el índice de sentimiento empresarial (PMI) de servicios se situó en noviembre en los 54,4 puntos, el nivel más bajo desde enero, mientras que el manufacturero avanzó hasta los 56,1 puntos y la producción industrial creció un sólido 4,1% interanual en octubre.

La buena evolución de la actividad económica tiene su reflejo en el mercado de trabajo. La buena marcha de la economía española ha tenido un impacto muy positivo en el mercado laboral: en los últimos tres años se han creado 1,5 millones de empleos, la mitad de la ocupación que se perdió durante la crisis. Los datos más recientes corroboran la continuidad de esta senda expansiva: en noviembre el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 3,6% en términos interanuales. Respecto al mes de octubre, el número de afiliados disminuyó en 12.773 personas, algo usual en el mes de noviembre, debido a la destrucción de empleo en el sector del turismo. Sin embargo, los datos desestacionalizados reafirman el dinamismo en el mercado laboral (+43.437). De cara a 2018, el menor crecimiento esperado del PIB se traducirá en una ligera desaceleración en la creación de ocupación. En concreto, se prevé que aumente un 2,1% (en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo), lo que implica unos 350.000 ocupados más. A su vez, la positiva evolución del empleo permitirá que la tasa de paro siga reduciéndose hasta situarse en el 15,4% en este año, lejos del 26% registrado en 2013.

Previsiones de crecimiento del PIB para 2018

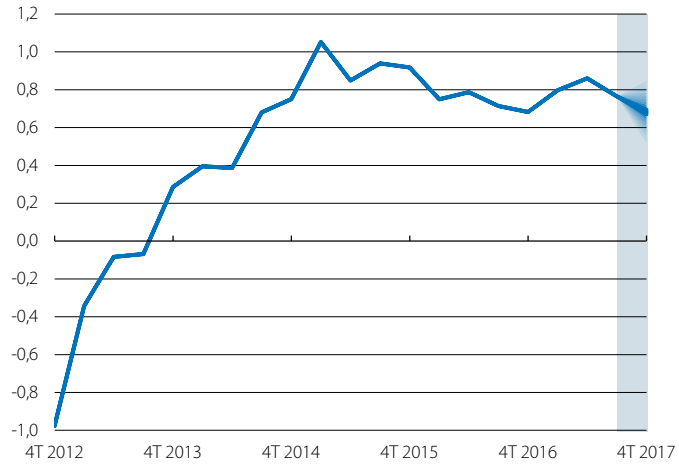
Variación anual (%)



Nota: *Previsiones a diciembre de 2017.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España, Ministerio de Economía, Consensus Economics, Funcas y FMI.*

PIB

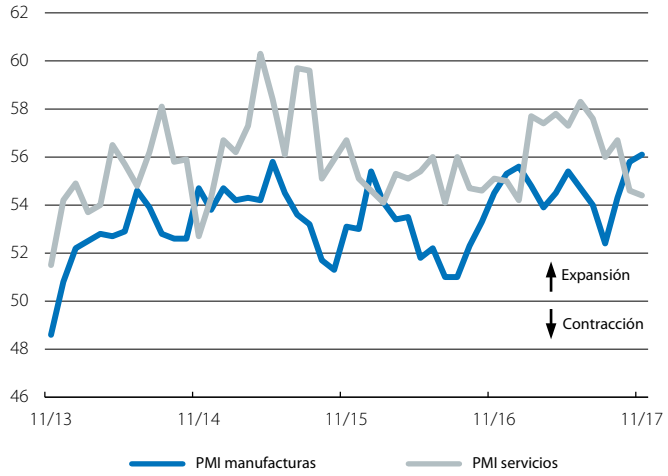
Variación intertrimestral (%)



Nota: *Intervalo de confianza al 90%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Indicadores de actividad

Nivel



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

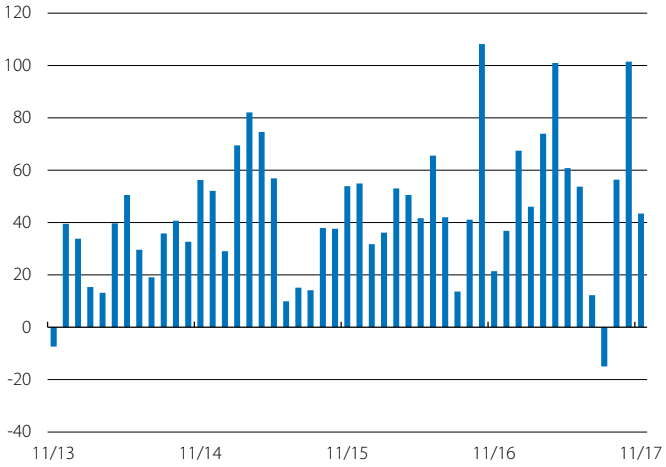
La competitividad, el aval para un crecimiento sostenido. Las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años han representado un importante sostén para el crecimiento económico, al favorecer el auge exportador y, en consecuencia, la consecución de superávits de la cuenta corriente. En este sentido, la contención de los costes de producción está ayudando a mantener la competitividad ganada durante los últimos años. En particular, el coste laboral por hora disminuyó en el 3T un 0,3% respecto al 2T (–0,1% interanual) y la inflación subyacente se mantuvo contenida (0,8% en noviembre), por debajo de la registrada en la eurozona (1,1%). Por su parte, la inflación general se moderó 5 décimas en diciembre, hasta el 1,2%, por la desaceleración del precio de los carburantes. En este nuevo año está previsto que la inflación se modere hasta el 1,6%, 4 décimas por debajo del incremento de 2017 (2% en promedio). Esta ralentización, que de hecho se observa desde marzo de 2017, está previsto que se prolongue durante el 1T del año, como consecuencia de los efectos de base de la energía. Por su parte, la inflación subyacente, ajena a las fluctuaciones de la energía, se espera que aumente de manera gradual a medida que se incremente la utilización de los recursos productivos de la economía.

El desequilibrio externo sigue corrigiéndose. El auge del sector exportador se ha traducido en mejoras sustanciales en el saldo por cuenta corriente, que lleva cinco años en superávit y representa un elemento clave para la corrección de la elevada posición deudora respecto al resto del mundo, una de las vulnerabilidades de la economía española. En concreto, la posición de inversión internacional neta de España se redujo hasta el –83,2% del PIB en el 3T 2017 (–86,5% del PIB en el 2T), aunque sigue siendo muy superior al umbral de referencia del –35% establecido en el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos de la Comisión Europea. Sin duda, los buenos datos de comercio exterior registrados hasta ahora han contribuido a esta mejora. En particular, en lo que fue de 2017 hasta octubre, las exportaciones se incrementaron un notable 8,7% interanual (acumulado de 12 meses). Las importaciones, por su parte, también avanzaron de forma vigorosa (10,3% interanual) como consecuencia, en gran parte, del aumento del precio del petróleo. La subida del precio del petróleo, que se mantendrá en 2018, comportará un ligero deterioro en la cuenta corriente, que previsiblemente registrará un superávit en torno al 1,7% del PIB.

La buena marcha de la economía y el entorno de bajos tipos de interés impulsan la reducción del déficit público. En particular, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas en septiembre alcanzó el 1,5% del PIB en el 3T, por lo que muy probablemente se cumplirá el objetivo de déficit del 3,1% pactado con la Comisión Europea para 2017. De cara a este nuevo año, el ciclo económico favorable junto con una menor presión de la carga de intereses seguirán facilitando la corrección del déficit, de modo que España saldrá del protocolo de déficit excesivo en 2018. En concreto, en ausencia de información detallada sobre el plan presupuestario, el déficit previsiblemente se

*Afiliados a la Seguridad Social **

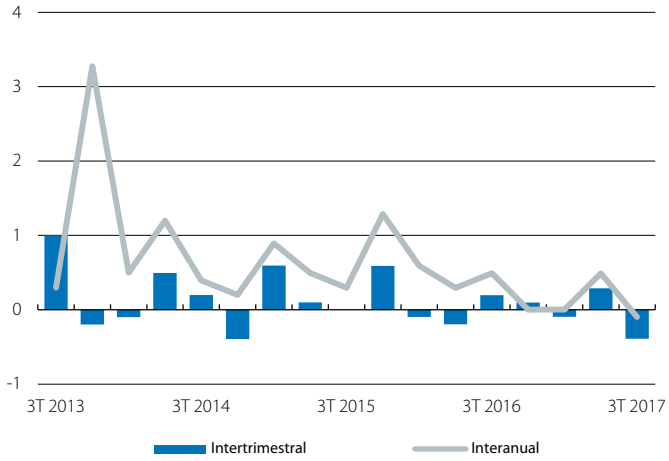
Variación mensual (miles de personas)



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

*Coste laboral por hora **

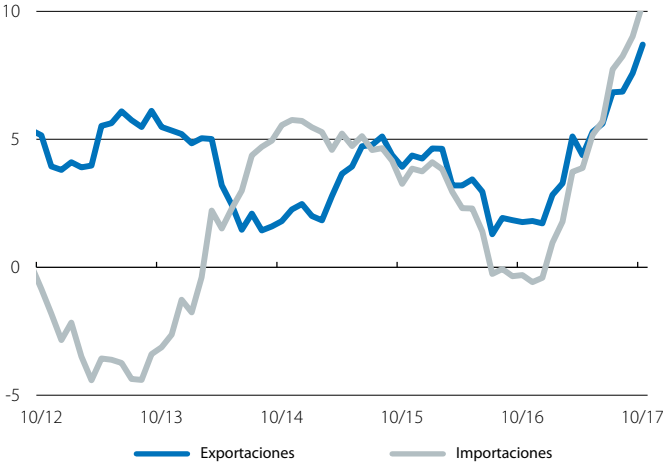
Variación (%)



Nota: ** Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ICLA).*

*Exportaciones e importaciones de bienes **

Variación interanual (%)



Nota: ** Acumulado de 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.*

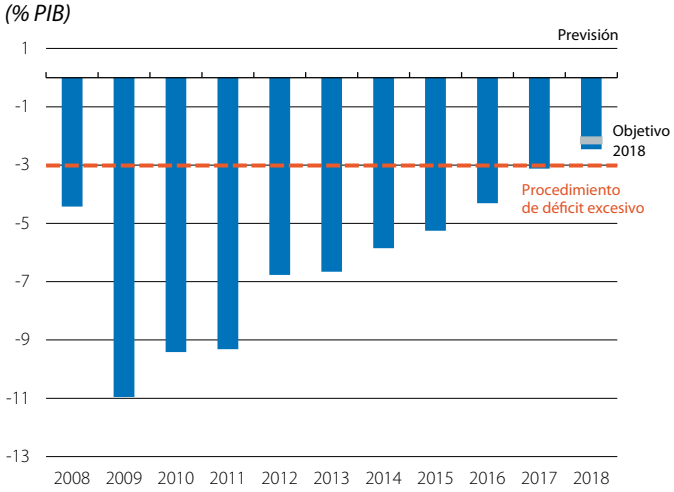
situará en el 2,5% del PIB en 2018, lo que representa una disminución de 6 décimas del PIB respecto al cierre del año anterior. La reducción prevista permitirá que el déficit se acerque al objetivo recogido en el plan presupuestario de 2018, que se sitúa en el 2,2%, pero dado el elevado nivel de deuda pública, del 98,7% del PIB, resulta conveniente no dejar la corrección del déficit únicamente en manos de la mejora cíclica y centrarse en medidas que garanticen una mejora estructural de las cuentas públicas a largo plazo.

El sector inmobiliario va camino de consolidar su fase expansiva en 2018. La evolución del precio de la vivienda es una buena muestra de ello: en el 3T, el crecimiento del precio de la vivienda basado en las compraventas se aceleró hasta el 6,6% interanual (5,6% en el 2T), un aumento superior al índice basado en precios de tasación (2,7% interanual en el 3T). El precio de tasación, dada su naturaleza, descendió menos durante la crisis, y ahora también se espera que crezca de manera más gradual durante la fase expansiva del ciclo. En cualquier caso, todo apunta a que la tendencia al alza de los precios de la vivienda se mantendrá en los próximos trimestres. Por ejemplo, el precio del suelo avanzó un 7,4% en el 3T, y este suele anticipar la evolución del precio de la vivienda con un año de antelación. Los indicadores de demanda y los de oferta también muestran una evolución dinámica, lo que refleja la robustez de la recuperación del sector. En particular, los visados de inicio de obra crecieron un 25% en septiembre (acumulado de 12 meses). A pesar de ello, el número de visados sigue en niveles históricamente bajos y la falta de oferta ya se empieza a notar en algunas zonas.

Buenas perspectivas para el crédito bancario, que se apoyan en la recuperación de la actividad, el mantenimiento de las condiciones monetarias acomodaticias y el auge del sector inmobiliario. El desglose del crédito del 3T 2017 muestra que el saldo de crédito al consumo avanza a buen ritmo (14,4% interanual) mientras que el saldo de crédito al resto de segmentos todavía decrece, aunque cada vez a un ritmo menor. Por su parte, la tasa de morosidad siguió descendiendo en todos los segmentos. En concreto, destaca la reducción en 5 p. p. de la tasa de morosidad del crédito promotor en el último año, aunque todavía se mantuvo en un elevado 20,8% en el 3T 2017. De cara al 2018, la reducción de la morosidad seguirá apoyada en la mejora de la actividad económica y del mercado laboral, y en las ventas de carteras de activos dudosos.

Necesidad de financiación de las Administraciones públicas

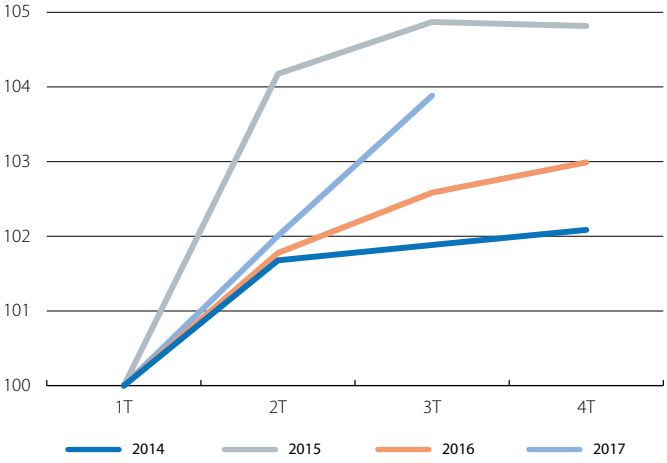
(% PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.*

Precio de la vivienda basado en compraventas

Índice (100 = 1T)



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

Crédito bruto y morosidad en el 3T 2017

	Saldo (miles de millones de €)	Var. interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Crédito a hogares	698	–1,0%	–
Compra de vivienda	526	–2,7%	4,7%
Otras finalidades	172	4,4%	8,7%
Consumo	76	14,4%	–
Crédito a empresas	476	–3,7%	–
No-promotores	366	–1,2%	10,8%
Promotores	110	–11,0%	20,8%
Créditos al sector privado *	1.174	–2,1%	8,3%

Nota: ** El saldo total no incluye el crédito a servicios financieros.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (capítulo 8).*

FOCUS · La complejidad de las exportaciones españolas

En los últimos años, el sector exportador español ha crecido con fuerza, un proceso que se ha visto reflejado en la ampliación de los destinos y en la diversificación de la gama de productos exportados. Sin embargo, todavía queda una importante asignatura pendiente: la complejidad de las exportaciones. ¿Qué es la complejidad y por qué es importante? Los prestigiosos economistas de Harvard Ricardo Hausmann y César Hidalgo estiman un índice de complejidad económica (ICE) que, a grandes rasgos, califica a una economía de compleja cuando es capaz de exportar una gama diversa de productos que muy pocos países son capaces de producir.[1] La complejidad de una economía es importante porque, tal y como muestran los mismos autores, está íntimamente ligada al crecimiento a largo plazo de la renta per cápita.

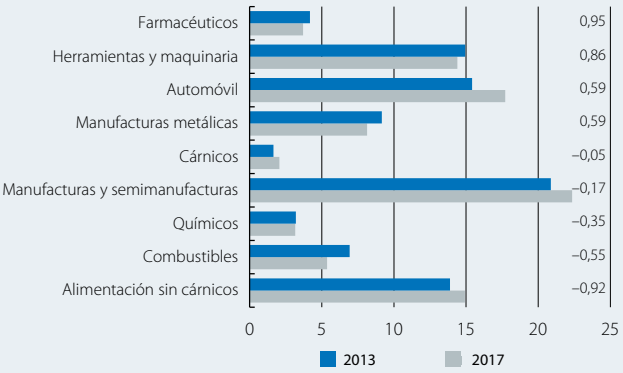
Pues bien, según el ICE, el auge de las exportaciones españolas desde 2010 ha ido acompañado de una pérdida de posiciones en el *ranking* de complejidad de las exportaciones. Así, España pasó de ocupar el puesto 23 en 2010 al 33 en 2015 y 2016 (en una clasificación de 124 países). ¿Por qué España cede posiciones en complejidad? Una primera explicación es que la debilidad de la demanda interna durante la Gran Recesión obligó a muchas empresas a lanzarse a la actividad exportadora para compensar la caída de ventas domésticas. Así, vemos que en este periodo inician la actividad exportadora muchas empresas relativamente pequeñas, generalmente de menor productividad y dedicadas a la producción de bienes no particularmente sofisticados. En segundo lugar, la complejidad económica es un concepto relativo. Si cada vez hay más países capaces de producir lo que un país vende, se pierde complejidad. Por esta razón, el ascenso de las economías emergentes en los últimos años ha hecho que perdieran complejidad la mayoría de las economías avanzadas, como es el caso de Portugal, Francia o Reino Unido, excepción hecha de potencias exportadoras como Alemania y Japón, que se mantienen en lo alto del *ranking*.

Un análisis por productos permite, empero, extraer ciertos aspectos positivos. En primer lugar, la complejidad de las exportaciones españolas está dominada por la industria del automóvil (turismos y partes, y accesorios), que tiene una complejidad elevada y una importante capacidad de generar *spillovers* (impulsar a otros sectores). La aparición de nuevas empresas exportadoras en otros sectores durante la Gran Recesión hizo que el automóvil pasase de representar un 17,4% del total de las exportaciones en 2010 a un 14,6% en 2012, contribuyendo en una gran parte al descenso del indicador de complejidad. El elemento positivo es que, desde 2013, la cuota del sector automovilístico ha ido en aumento (alcanzó el 17,7% en el acumulado del año hasta septiembre de 2017) a la vez que su complejidad. En menor medida que el automóvil, otro sector que aporta una complejidad creciente es la manufactura de metales y sus productos, en especial el hierro y el acero, con un peso del 8,1% en el total de las exportaciones y una complejidad superior a la media. El sector farmacéutico (peso del 3,7%) y el de herramientas y maquinaria (14,4% del total de las exportaciones) también inciden positivamente en el indicador de complejidad de las exportaciones españolas, aunque su contribución ha ido decreciendo en los últimos años. En el otro extremo de la complejidad encontramos los productos alimentarios (17,0% del total de las exportaciones), cuyo peso creciente ha contribuido a reducir la complejidad agregada, con la notable excepción del sector cárnico (peso del 2,1% en las exportaciones) y una complejidad elevada y creciente.

1. Véase Atlas of Economic Complexity en https://atlas.media.mit.edu/en/.

*Exportaciones por producto según su complejidad **

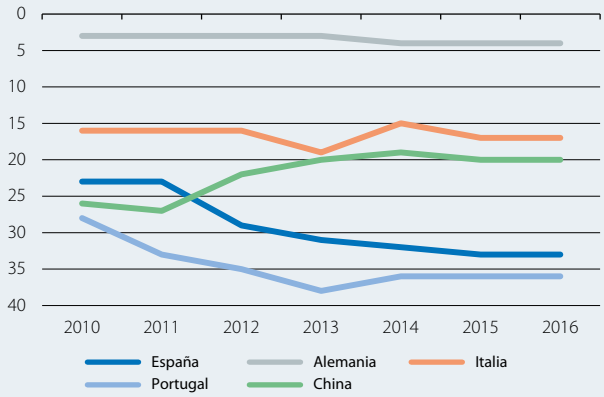
(% del total de las exportaciones) *Complejidad*



Nota: ** Grupos de productos ordenados según su complejidad (valor máximo 2,3 y valor mínimo –3,3).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Comercio y del Atlas of Economic Complexity (MIT).*

La complejidad de las exportaciones

Posición en el ranking *mundial **



Nota: ** Posición en el* ranking *de 124 países del índice de complejidad económica (ICE).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Atlas of Economic Complexity (MIT).*

FOCUS · El impacto de la política monetaria sobre el precio de la vivienda

Un nuevo ciclo alcista se va afianzando en el sector inmobiliario. La evolución del precio de la vivienda es una buena muestra de ello: lleva dos años y medio creciendo y, en algunas zonas, el incremento acumulado alcanza el doble dígito. La recuperación del sector es sólida, se apoya en una notable recuperación de la actividad y en el auge de la demanda, propiciada por el dinamismo del mercado laboral y la mejora de las condiciones financieras. A este último punto dedicamos el Focus.

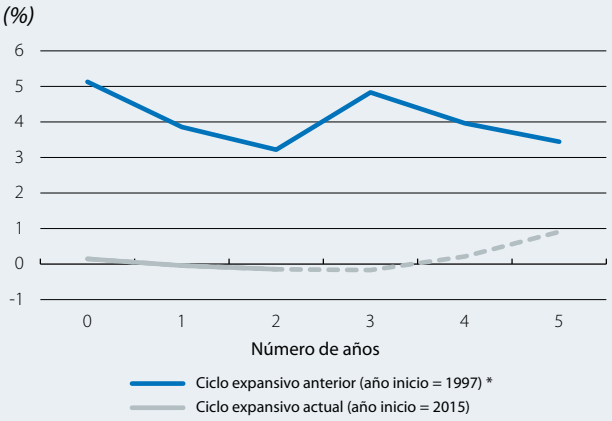
Empezamos con un sencillo ejemplo para ilustrar la relevancia de la política monetaria llevada a cabo por el BCE para apoyar a aquellos hogares más afectados por la crisis: una reducción de 1 p. p. en los tipos de interés hipotecarios permite compensar una caída de la renta bruta de un hogar del 8% y mantiene la ratio de esfuerzo para la compra de vivienda sin cambios.[1] Sirva de referencia que, entre 2012 y 2016, la renta de los hogares cayó un 6,3% en promedio en términos acumulados, y la política monetaria acomodaticia que se llevó a cabo ayudó a que el tipo de interés hipotecario disminuyera 1,3 p. p.

Hasta el momento, todo apunta a que el entorno de tipos seguirá siendo favorable. Si bien el BCE está empezando a cambiar el tono de su discurso, no se esperan subidas de tipos de interés hasta mediados de 2019 y, además, todo apunta a que serán muy graduales. En particular, prevemos que el tipo medio sobre el saldo vivo de crédito hipotecario se mantenga por debajo del 2,5% en los próximos dos años, muy por debajo del 5,0% que se registró, en promedio, en el ciclo anterior.[2] Por tanto, se espera que los hogares más afectados por la crisis económica puedan seguir contando con el apoyo de un entorno de tipos de interés muy bajos.

Sin embargo, es preciso tener en cuenta que el entorno de bajos tipos también está presionando el precio de la vivienda al alza. Por un lado, incentiva la inversión en vivienda, al generar un menor retorno de los productos financieros de ahorro y, además, permite el acceso a viviendas más caras. Un ejemplo lo ilustra muy bien: una reducción de 1 p. p. en los tipos de interés hipotecarios permite financiar un inmueble un 10% más caro.[1] Si trasladamos el ejemplo al entorno de tipos actual, obtenemos que, con una cuota mensual hipotecaria de 550 euros durante 20 años, un tipo de interés del 3,2%[3] permite financiar la compra de una vivienda de un importe de 120.943 euros, un valor un 18% más alto del que se podría financiar si los tipos de interés fuesen del 5%, como en el ciclo anterior.

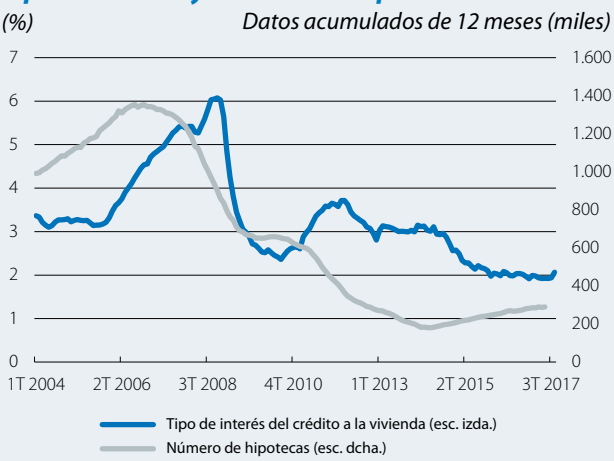
Más allá de los ejemplos ilustrativos para hogares con características determinadas, los artículos académicos que intentan aislar el efecto agregado de la política monetaria sobre el precio de la vivienda de manera más exhaustiva estiman que este es notable. En particular, en los países desarrollados, una disminución de 1 p. p. del tipo de interés real puede llegar a presionar al alza el precio de la vivienda cerca de 1 p. p.[4]

Euríbor 12 meses



Nota: ** Para los años anteriores a 1999 se reporta el MIBOR, el tipo de referencia hipotecaria más usado en ese periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

Tipo de interés y número de hipotecas



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

1. Se asume una reducción de tipos del 3% al 2%, con una hipoteca a 20 años.
2. Las diferencias en los tipos de interés reales probablemente no serán tan amplias porque se espera que la inflación se mantenga en cotas inferiores a las del ciclo anterior.
3. Se asume una hipoteca equivalente al 80% del valor de la vivienda. Sirva de referencia que, en la actualidad, la cuota hipotecaria mensual media se sitúa en 549 euros, el vencimiento medio es de 23,4 años y el tipo de interés para las hipotecas constituidas a tipo fijo es del 3,16% (3T 2017).
4. Véase Kuttner, K. (2012), «Lower Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun» y Jarociński, M. y Smets, F. R. (2008), «House Prices and the Stance of Monetary Policy», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90.

FOCUS · ¿Cómo están de diversificadas las fuentes de financiación empresarial en España?

La financiación de las empresas españolas y, en general, europeas ha estado históricamente más bancarizada que la de otras economías avanzadas, como la estadounidense.[1] Sin embargo, en este nuevo ciclo expansivo, se observa un cambio significativo tanto en las fuentes de financiación utilizadas como en los proveedores de dicha financiación.

La principal fuente de financiación de las pymes es el crédito bancario y, dado que el tejido empresarial español está dominado por pymes, no sorprende que esta sea la principal fuente de financiación en España. Ello es así porque las empresas pequeñas carecen de la escala necesaria para incurrir en los costes que supone acceder a los mercados de capitales, que incluyen, entre otros, los costes de generar la información necesaria y de emisión. Para estas empresas, por tanto, mantener una relación bancaria cercana y estable es imprescindible. Así, los gestores de las oficinas bancarias pueden realizar una medición del riesgo de crédito de cada empresa más precisa. Las empresas de mayor tamaño, en cambio, suelen ofrecer información financiera con mayor frecuencia y detalle, generalmente auditada, o, incluso, disponen de una valoración de una empresa de *rating* independiente. Ello les permite complementar el crédito bancario con fuentes de financiación alternativas, como son los bonos corporativos, que emiten directamente en los mercados financieros.

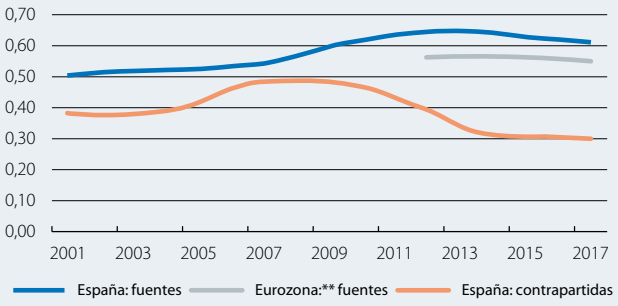
Una de las cuestiones fundamentales, tanto para el sector bancario como para los empresarios y, en general, desde un punto de vista macroeconómico, es cuál es el *mix* óptimo de financiación para las empresas. Por un lado, para las empresas grandes, una mayor diversificación de las fuentes de financiación les permite acceder a un número más elevado de inversores y, generalmente, gozar de condiciones financieras más favorables. Además, ello suele ir acompañado de un acceso a los mercados de financiación internacionales, lo que permite destinar más recursos bancarios a las empresas pequeñas, que se benefician más de la actividad bancaria. Sin embargo, por otro lado, las emisiones en los mercados de capitales muestran una volatilidad elevada, puesto que la liquidez de estos mercados suele drenarse ante episodios de inestabilidad financiera. La financiación bancaria, en cambio, suele ser menos volátil.

Si pasamos de la teoría a la práctica, observamos que, en España, en los últimos cinco años se percibe una disminución del peso de los préstamos bancarios, a la vez que ha aumentado el del crédito comercial y el de los bonos corporativos (estos últimos, impulsados por el programa de compra de bonos corporativos del BCE). Ello queda resumido en una disminución del índice de concentración de las fuentes de financiación, que ha seguido una tendencia similar a la del conjunto de la eurozona, aunque todavía se encuentra en niveles algo más elevados.

Por lo que respecta a la diversificación de los proveedores de financiación externa, se observa un patrón similar. Si nos centramos en las contrapartidas de los préstamos y los bonos corporativos (esto es, los tenedores de la deuda empresarial), destaca el descenso de las instituciones financieras monetarias, que se ha visto compensado, en parte, por un ascenso del resto del mundo, esto es, un aumento del acceso a la financiación internacional. Sin lugar a duda, una muestra de la confianza de los inversores internacionales en las empresas españolas y una oportunidad para que estas diversifiquen sus fuentes de financiación.

Concentración de las fuentes de financiación y sus contrapartidas

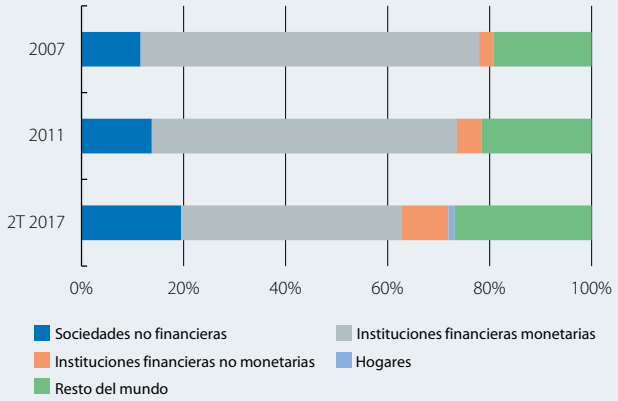
*Índice de Herfindahl **



Notas: ** El índice de Herfindahl de las fuentes de financiación se calcula sumando el cuadrado del peso de cada fuente sobre el total. El índice de Herfindahl de las contrapartidas se calcula sobre los tenedores de la deuda empresarial (préstamos y bonos corporativos). Un mayor índice indica una mayor concentración. ** Datos de la eurozona disponibles únicamente desde 2012.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del Banco Central Europeo.*

Contrapartidas de la deuda de las sociedades no financieras

(%)



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

1. Véase el Focus «La unión del mercado de capitales: un primer paso» en el IM04/2015.

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	10/17	11/17
Industria								
Consumo de electricidad	1,7	0,0	–0,1	1,6	1,2	0,2	0,2	2,9
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	2,1	2,5	4,2	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–0,3	–2,3	–0,6	0,3	–0,5	–0,1	2,5	5,5
PMI de manufacturas *(valor)*	53,6	53,2	54,4	54,8	54,9	53,6	55,8	56,1
Construcción								
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	20,0	43,7	36,9	24,5	18,4	23,5	25,3	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	10,9	13,1	13,9	15,2	12,2	13,3	14,4	...
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	9,4	9,3
PMI de servicios *(valor)*	57,3	55,0	54,9	56,4	57,8	56,8	54,6	54,4
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,0	0,6	2,5	1,8	–1,5	3,3
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	8,9	7,8	6,3	6,7	13,7	12,4
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–2,8	1,5	0,2	–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	10/17	11/17
Afiliados a la Seguridad Social [1]								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2
Construcción	4,7	2,6	3,3	5,3	6,1	6,1	6,8	7,1
Servicios	3,5	3,2	3,5	3,4	3,8	3,6	3,7	3,6
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,1	4,1	4,3
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,5
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,6**
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	21,4	10,3
Temporales	11,2	7,2	6,6	12,1	9,6	5,0	7,6	3,7
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**5,5**	**8,8**	**4,3**
Paro registrado [3]								
Menores de 25 años	–11,0	–12,6	–13,2	–13,3	–17,3	–9,4	–6,9	–10,5
Resto de edades	–7,2	–8,2	–9,0	–9,2	–10,3	–8,7	–8,0	–8,1
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–8,8**	**–7,9**	**–8,3**

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	10/17	11/17	12/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,7**	**1,6**	**1,7**	**1,2**
Subyacente	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	0,9	0,8	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,0	4,1	2,5	–0,2	4,9	4,3	...
Productos energéticos	–9,0	–8,4	1,6	15,3	8,0	5,4	3,9	5,9	...

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

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17	10/17
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación[1]	**–5,3**	**–4,5**	**–4,5**	**–0,4**	**–2,2**	**–**	**–**	**–1,5**	**–**
Administración central	–2,6	–2,7	–2,7	–0,4	–1,1	–1,8	–1,9	–1,5	–1,1
Comunidades autónomas	–1,7	–0,8	–0,8	–0,2	–0,7	0,0	0,1	0,1	0,1
Corporaciones locales	0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	–	–	0,5	–
Seguridad Social	–1,2	–1,6	–1,6	0,1	–0,5	–0,5	–0,6	–0,6	–0,6
Deuda pública *(% PIB)*	**99,4**	**99,0**	**99,0**	**100,0**	**99,8**	**–**	**–**	**98,7**	**–**

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	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	3,0	3,2	2,5	2,3	2,3	2,9	2,7
A la vista y ahorro	14,7	16,0	16,2	18,6	18,8	17,2	17,3	17,3	16,7
A plazo y preaviso	–16,3	–16,0	–17,7	–22,0	–24,9	–25,1	–25,1	–25,1	–25,5
Depósitos de AA. PP.	6,7	–14,2	–29,1	–28,0	–26,7	6,8	9,0	9,5	7,0
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**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	–3,2	–2,7	–2,1	–2,3	–2,4	–2,1	–2,0
Empresas no financieras	–7,3	–5,3	–5,2	–4,3	–3,0	–3,9	–4,0	–3,7	–3,3
Hogares - viviendas	–4,6	–3,7	–3,1	–3,0	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7
Hogares - otras finalidades	–2,6	2,0	2,9	3,6	3,2	3,6	3,5	4,4	4,0
Administraciones públicas	0,2	–2,9	–2,7	–3,2	–12,6	–11,6	–10,9	–12,2	–11,6
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,7**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**10,1**	**9,1**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**8,5**	**8,3**	**8,2**

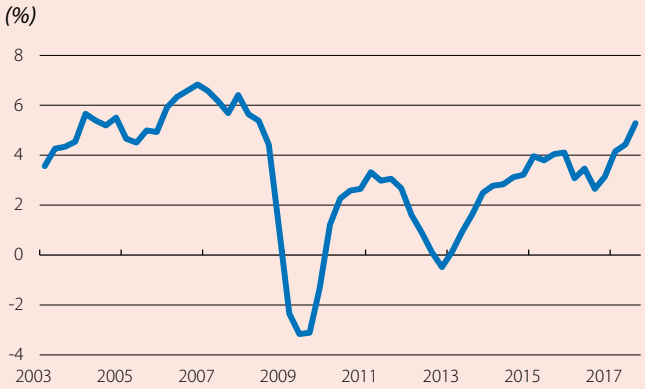
Notas: *1. Datos agregados del sector bancario español. 2. Residentes en España. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

EUROPA EMERGENTE

Análisis del ciclo económico de la Europa emergente

Europa del Este (EE) crece con fuerza. Así lo muestran los datos de crecimiento del PIB, que han arrojado tasas en los últimos trimestres que hacía años que no se experimentaban en estos países (véase el primer gráfico). Ello ha levantado alguna ceja. ¿Es sostenible este ritmo de crecimiento? En este artículo indagaremos sobre los factores que hay detrás del empuje económico de la Europa emergente. Veremos que, si bien el auge económico está íntimamente ligado a la pujanza económica de la UE, también hay factores idiosincráticos de relieve.

Europa emergente: crecimiento ponderado del PIB *



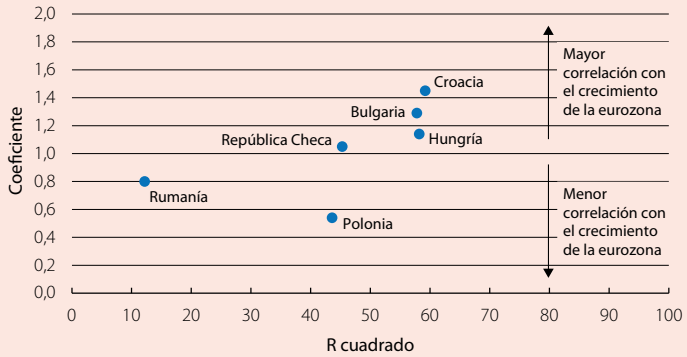
Nota: ** Europa emergente incluye Polonia, Hungría, República Checa, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia. Ponderación por PIB de cada país.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

El análisis del ciclo actual de las economías de EE se puede separar en dos partes. Por un lado, EE se caracteriza por ser un área con un elevado grado de apertura comercial cuyo mayor socio es la UE, quien captura alrededor del 75% del total de sus exportaciones.[1] Así, en la medida en que la actividad en la UE ha ganado tracción, ello ha tirado de las exportaciones de EE. Otro factor clave que ha contribuido a un mayor crecimiento de EE es la recepción de los fondos estructurales por parte de la UE.[2]

Sin embargo, la UE no explica la totalidad del ciclo económico de la Europa emergente. Muestra de ello es la relación entre el crecimiento del PIB de cada una de las economías de EE con la de la eurozona.[3] Tal y como se puede ver en el segundo gráfico, si bien en general la relación entre el PIB de cada economía de EE con la de la eurozona es de uno a uno (1 p. p. más de crecimiento del PIB en la eurozona se asocia con 1 p. p. más de crecimiento en cada país de EE[4]), la varianza explicada por el PIB de la eurozona apenas alcanza en promedio el 50% de la varianza total.

Así, ¿qué otros factores explican el ciclo de EE? En la coyuntura actual destacan dos: la política fiscal y la política monetaria. Por el lado de la política fiscal, los gobiernos del área han adoptado una postura claramente expansiva desde 2015 (véase el tercer gráfico). Ello, tal y como se trata con más detalle en el artículo «Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?», de este mismo Dossier, se puede explicar, al menos en parte, por el auge de políticas de corte populista que se vienen aplicando sobre todo en Polonia y Hungría. Los planes anunciados por los respectivos gobiernos hasta el momento hacen pensar que esta tendencia se mantendrá en los próximos años.

Grado de asociación del crecimiento de la Europa emergente con la eurozona *



Nota: *Se estima, para cada país de la EE, la siguiente ecuación por mínimos cuadrados ordinarios: $\gamma_{EE} = \alpha + \beta\gamma_{EZ}$, donde γ_{EE} es el crecimiento del PIB de cada país de EE y γ_{EZ} el crecimiento del PIB de la eurozona. En el eje vertical mostramos los coeficientes β estimados y en el eje horizontal el R cuadrado. El R cuadrado mide el porcentaje de la varianza total observada explicada por la variable explicativa, es decir, el crecimiento del PIB de la eurozona.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Por el lado de la política monetaria, el tipo de interés de referencia en la mayoría de países de EE se sitúa en mínimos históricos, apoyando así el crecimiento de la demanda.[5] Sin embargo, en la coyuntura actual de fuerte crecimiento de la actividad, de los salarios y del tono expansivo de la política fiscal, si bien es verdad que la tasa de inflación se mantiene alrededor del objetivo de las autoridades monetarias, es probable que suba de forma más rápida de lo esperado.[6] Ello podría llevar a las autoridades monetarias a tener que subir tipos de forma más rápida de lo que se ha anunciado hasta el momento para evitar que sus economías se calienten en exceso. Muestra de que la política monetaria puede ser demasiado acomodaticia en el contexto actual, valga la comparación del tipo de referencia de cada país con el tipo

1. En el 2016, en un promedio ponderado por el PIB, las economías de Polonia, Hungría, República Checa, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia mostraron una ratio de la suma de importaciones y exportaciones sobre el PIB 34,4 p. p. por encima de la ratio de la eurozona.
2. Referimos al lector interesado sobre la cuestión de los fondos estructurales destinados a EE al artículo «Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE» de este mismo *Informe Mensual.*
3. Usamos el agregado de la eurozona en lugar del de la UE puesto que la UE incluye los países de EE.
4. Polonia es la mayor excepción, lo cual es de esperar dado el peso de su mercado interior.

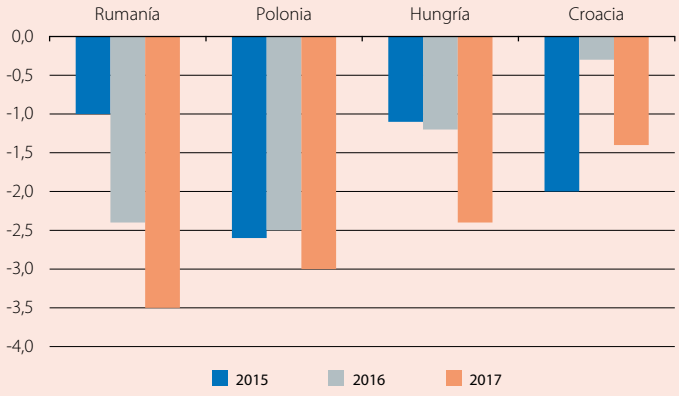
predicho por una sencilla regla de Taylor. Tal y como se puede ver en el cuarto gráfico, en todos los casos, el tipo predicho es más elevado que el tipo real.[7]

Así, cabe esperar que EE mantenga un fuerte ritmo de crecimiento en los próximos trimestres en la medida en que los factores mencionados anteriormente continuarán apoyando la actividad, aunque el crecimiento será algo más moderado en el caso de que las autoridades monetarias empiecen a retirar el actual grado de estímulo.

Más allá del análisis a corto plazo, cabe preguntarse hasta qué punto el buen momento que atraviesa la región se podrá mantener a medio y largo plazo. Un primer análisis de cómo se está desarrollando la actual fase expansiva invita al optimismo ya que, tal y como se discute en el artículo «Europa emergente: crecimiento con menos riesgos» de este mismo Dossier, los países de EE están siendo capaces de mantener un elevado ritmo de avance sin acumular desequilibrios macroeconómicos.

*Déficit ajustado por el ciclo **

(% del PIB potencial)

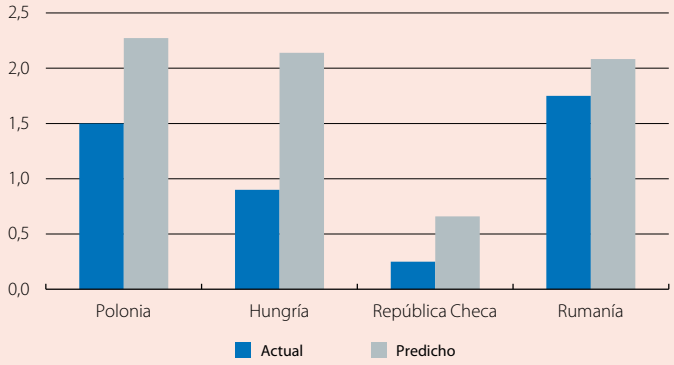


Nota: ** El déficit ajustado por el ciclo es una medida que elimina los factores cíclicos del cómputo del déficit (por ejemplo, se corrige por el hecho de que los gastos por subsidios de desempleo son más altos en una recesión que en una expansión).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.*

Sin embargo, los retos que tiene la región siguen siendo importantes. Entre ellos, destaca el encaje de EE en la UE. Esta temática se aborda en el artículo «Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE» de este Dossier, cuya principal tesis es que la integración de EE en la UE ha sido muy beneficiosa para EE, aunque este impulso ha empezado a perder fuerza. Revertir esta tendencia dependerá en no poca medida del grado de compromiso que adquieran los países del área en el proyecto de construcción europeo. Por el contrario, existe el riesgo de una deriva populista en países tales como Polonia y Hungría, que puede, a la larga, desembocar en un clima menos favorable para la inversión, tanto nacional como internacional. Sin embargo, tal y como se trata en el artículo «Riesgo político en Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?» antes mencionado, veremos que los riesgos relacionados con el auge de las democracias iliberales permanecen contenidos, por el momento.

*Tipo de interés de referencia: actual y predicho **

(%)



Nota: ** El tipo predicho se calcula mediante una regresión del tipo de interés de referencia sobre el mismo tipo un periodo atrás, el diferencial del crecimiento del PIB y su promedio histórico y el mismo diferencial sobre la inflación. La regresión se estima sobre datos que llegan hasta el 2016. La comparativa se hace sobre el valor del 3T 2017.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.*

No obstante, el mayor reto proviene del modelo productivo. Durante el periodo previo a la crisis financiera, un porcentaje significativo del crecimiento económico se explicó por la mejora de la productividad total de los factores (PTF), en gran medida, gracias a la integración de EE en la economía global y, especialmente, en los países de la eurozona. Desafortunadamente, esta fuente de crecimiento, poco a poco, se irá agotando. De hecho, desde el 2009, la contribución de la PTF al crecimiento ha caído notablemente en favor de una mayor contribución por parte de la acumulación de capital.[8] En la medida que el crecimiento sustentado por una acumulación de factores de producción tiene un alcance limitado, es muy probable que la presión para que EE realice un cambio de modelo productivo vaya en aumento, y que pase de un modelo que todavía es muy dependiente de la mano de obra barata, a uno de mayor valor añadido. El reto no es nuevo, pero ¿hay alguna región emergente mejor preparada para llevarlo a cabo?

Oriol Carreras Baquer
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

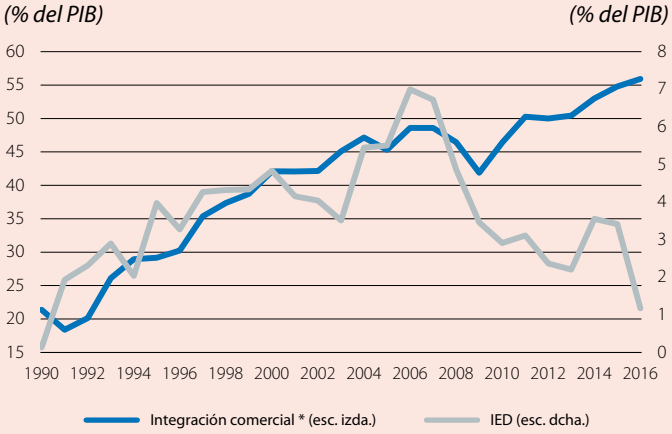
5. Los bancos centrales de Polonia, República Checa y Hungría permiten que el tipo de cambio fluctúe libremente en el mercado. Cabe destacar el caso de la República Checa que entre 2013 y abril de 2017 mantuvo el compromiso de mantener la corona a un tipo de cambio mínimo de 27 coronas por euro. Tal medida se hizo efectiva para combatir el riesgo de deflación y se abandonó cuando el banco central consideró que los riesgos habían desaparecido.
6. En el 3T 2017, los salarios crecieron un 5% interanual en Polonia, un 7% en la República Checa, un 12,5% en Hungría y un 15,6% en Rumanía.
7. La regla de Taylor usada en este artículo relaciona el tipo de interés de referencia con la misma variable retrasada un trimestre, la diferencia entre la inflación y el promedio histórico de la inflación y la diferencia entre el crecimiento del PIB y su promedio histórico.
8. La PTF ha pasado de explicar aproximadamente el 60% del crecimiento durante el periodo entre 1998 y 2008, a poco menos del 40% entre 2009 y 2016. Para estos cálculos se ha asumido una función de producción con dos factores productivos: capital y trabajo. Además, las contribuciones se han calculado asumiendo que el porcentaje de la retribución del capital sobre el total de la renta de los países es del 40%.

Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE

Reunidos en Copenhague, en 2002, los jefes de Gobierno de los 15 estados de la UE y los 10 países candidatos acordaron que la ampliación de la UE sería una realidad el 1 de mayo de 2004.[1] Fue un momento de celebración y de máximas con vocación de trascendencia por parte de todos los asistentes, pero quizás quien capturó mejor los anhelos de la Europa emergente fue Siim Kallas, primer ministro estonio, al afirmar que Europa era un nuevo espacio de oportunidad para los futuros países miembros gracias a la posibilidad de recibir inversión, vender sus productos y viajar y trabajar en Europa. Quizás el pragmatismo que desprenden estas afirmaciones puede parecer poco ambicioso (en definitiva, Kallas se daba por satisfecho con acceder a un gran mercado interior), pero un rápido vistazo a la historia arroja una conclusión diametralmente opuesta: entrar en la UE contenía una promesa que durante gran parte del siglo XX se había mostrado inasequible para la mitad este del continente europeo.

Visitemos la región en cuatro momentos puntuales muy significativos. Año 1937, Checoslovaquia tiene una renta per cápita equivalente al 72% de Europa Occidental; Hungría, el 63%; Polonia, el 48%; Bulgaria, el 39%, y Rumanía, el 28%. Año 1992, poco después del colapso de la URSS y la caída del Muro. Tras cerca de cinco décadas de economía planificada, las posiciones relativas en términos de prosperidad en la región no se habían alterado y, de hecho, habían divergido respecto a los estados avanzados del continente. Año 2004, tras una década de transición hacia la economía de mercado se produce la ampliación. ¿Situación? Misma ordenación y prácticamente niveles idénticos de prosperidad relativa que en 1937. Y, finalmente, año 2016. Por fin, tras un siglo calamitoso, la ansiada convergencia real ha empezado a producirse: desde su adhesión a la UE, los países mencionados han sido capaces de recortar, en función del caso, entre 9 y 24 p. p. su desventaja en nivel de renta.

Europa emergente: integración comercial e inversión extranjera directa



Nota: ** La integración comercial se calcula como la suma de las exportaciones e importaciones con la eurozona dividida por el PIB nominal de la región.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y del Oxford Economics.*

Esta historia de éxito (en unos países en mayor medida que en otros) se debe principalmente a la combinación de dos aspectos, el proceso de engarce de estas economías con el núcleo duro de la UE y la modernización de las instituciones de los países de la región. En materia de integración económica, la evolución es claramente positiva. Desde 1995, cuando se inicia la preparación para la adhesión, la ratio de exportaciones más importaciones con la eurozona en porcentaje del PIB ha pasado del 29,2% al 55,9% actual. En este proceso han destacado especialmente Polonia, Hungría, la República Checa y Eslovaquia, que doblaron con creces la intensidad de sus intercambios con la eurozona. Otro ámbito clave es el de las entradas de inversión extranjera directa (IED). En el periodo mencionado, la Europa emergente recibió el equivalente al 4% del PIB anualmente, una cifra significativa teniendo en cuenta que, entre 1986 y 1997 (el mismo periodo desde su adhesión a la UE), España recibió flujos de entradas de IED equivalentes al 2,2% del PIB. Ciertamente, a partir de 2007, el impulso ha disminuido, pero posterguemos la interpretación de este hecho y avancemos algo más. Un tercer aspecto que revela el alto grado de integración son los flujos de personas. En una región en estancamiento demográfico, la emigración bruta ha sido abultada. En Polonia, el país que más ha contribuido a esta dinámica, entre 1995 y 2015, emigró un 1,8% de la población.

El segundo ámbito clave en la historia de éxito de la Europa emergente es el de la modernización institucional. Una buena aproximación a este concepto la proporciona el índice de calidad de la regulación del Banco Mundial, que captura si la regulación y las políticas públicas son favorables al desarrollo de la iniciativa privada. De acuerdo con dicha medida, si en 1996 la calidad regulatoria era similar a la de la Argentina de entonces, en 2016 equivalía a la actual de Portugal. Como se aprecia, una evolución notablemente positiva. Pero también puede observarse que, desde mediados de la década de los 2000, el progreso es escaso. Ahora es el momento de repescar el fleco de la inversión exterior que habíamos dejado aparcado. Antes decíamos que, si bien los flujos han seguido llegando, lo hacen a un ritmo mucho más lento que en el pasado. Aunque los determinantes son múltiples, y no todos imputables a factores idiosincráticos de los emergentes, la falta de mejora institucional es un lastre.

1. En este artículo, cuando nos referimos a la Europa emergente, consideramos los siguientes países: Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Letonia, Lituania, Estonia, Rumanía, Bulgaria y Croacia. Los ocho primeros se integraron en la UE en 2004, Rumanía y Bulgaria en 2007 y Croacia en 2013.

De todo lo mencionado se desprende que es razonable defender que ha existido lo que podemos denominar dividendos económicos de la integración de la Europa emergente en la UE. Los ejercicios empíricos así lo apuntan, pero también que este efecto se está diluyendo y que el patrón de crecimiento está cambiando. Así, como se calcula en el artículo «Análisis del ciclo económico de la Europa emergente» de este Dossier, desde 2009 la región está basculando hacia lo que a veces se denomina un modelo de crecimiento extensivo, es decir, más basado en la acumulación de factores que en el crecimiento de la productividad. Para reorientarse hacia un modelo de crecimiento intensivo, los países de la Europa emergente deberán replantearse lo que esperan de la UE así como lo que deben aportar a la construcción de la misma. También deberán mejorar su dotación de infraestructuras y reemprender el camino de la mejora institucional. La relación entre la UE y la Europa emergente será determinante en ambos casos, aunque aquí nos centraremos en mayor medida en el primero.

La Europa emergente exhibe un nivel de prosperidad relativa más baja que la del promedio de la UE. Ha sido, por tanto, receptora prioritaria de los distintos fondos y transferencias de la UE destinados a financiar las acciones de cambio estructural, bien sea mediante el desarrollo regional, la dotación de infraestructuras o la modernización de la agricultura. En promedio anual, desde 2004, la Europa emergente ha recibido transferencias netas del presupuesto de la UE equivalentes a un 2,2% del PIB (España, en ese mismo periodo, ha recibido una cifra equivalente al 0,3% del PIB). Más allá de la eficiencia con la que se ha utilizado el apoyo de la UE, este abultado importe sugiere que la transformación de la región ha sido mayor gracias a estos fondos.

La contradicción es que, dada la condicionalidad con la que operan estos fondos, cuanto más prósperos sean los países, menos fondos recibirán. Por tanto, la Europa emergente deberá discutir en profundidad cómo ajustar la política regional y el resto de fondos de finalidad estructural a partir de 2020, cuando el actual periodo de programación financiera finalice. Pero en esta discusión el grado de influencia dependerá también de si el resto de socios de la UE perciben que la región es un actor claramente constructivo en el proyecto europeo. La dinámica reciente de las relaciones entre ciertos países de la Europa emergente y la UE no es muy prometedora. Además de los desencuentros que se revisan en el artículo «Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?» de este Dossier, otros aspectos como la tibieza que muestran estos países hacia su teórica incorporación al euro sugieren un distanciamiento excesivo. Y esto, en un momento en el que existe una importante ventana de oportunidad (y, seguramente, de necesidad) para relanzar la construcción europea, especialmente en el ámbito de la integración monetaria, parece un error estratégico:[2] la Europa emergente debería entender que la UE sigue proporcionando oportunidades importantes para la mitad este del continente.

Antes decíamos que un segundo ámbito de cambio del modelo de crecimiento es reactivar el proceso de mejora institucional, lo que a veces se denomina reformas de segunda generación. Si, en el pasado, la adhesión a la UE fue un acicate para dotarse de un marco institucional moderno, no es descabellado hacer de la necesidad una virtud y buscar la forma en que el progreso de la UE y de las instituciones de los emergentes vayan de la mano. En definitiva, si en los últimos 20 años el esfuerzo de la Europa emergente le permitió beneficiarse de un obvio dividendo económico de la integración, por qué no reconocer que lo que corresponde a unos países que ya no son los de décadas atrás es que inviertan decisivamente en capital político y obtengan, en justa compensación, dividendos políticos de la integración. O, parafraseando a John F. Kennedy, que no se planteen tanto qué puede hacer la UE por ellos, sino ellos por la UE.

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

2. Sobre la cuestión, véase Mestres, J. y Ruiz, À. (2017), «Unión Europea: claves para un renacimiento», en el IM 09/2017.

Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?

Los principales países de la Europa emergente han copado recientemente buena parte de la atención mediática en el continente europeo a raíz de los desacuerdos con la UE sobre las cuotas de refugiados. Sin embargo, ello no ha surgido por generación espontánea: tras estas desavenencias subyacen los profundos cambios políticos que se han producido en la región desde la crisis económica de 2008. Si echamos un vistazo a la región, vemos que han llegado al Gobierno partidos que abogan por políticas heterodoxas con el fin de desmarcarse de los patrones de las democracias occidentales. Estas opciones políticas son principalmente Fidesz, liderado por Viktor Orbán en Hungría y que gobierna desde 2010, y Ley y Justicia en Polonia (en el poder desde 2015). A estas hay que sumar el movimiento ANO11 del multimillonario Andrej Babiš en la República Checa, que ha constituido un gobierno en minoría tras su victoria electoral de este otoño, y la extrema derecha búlgara, que participa en el gobierno de coalición de su país. Pero ¿hasta qué punto esta nueva configuración política en la Europa emergente entraña un aumento del riesgo político?

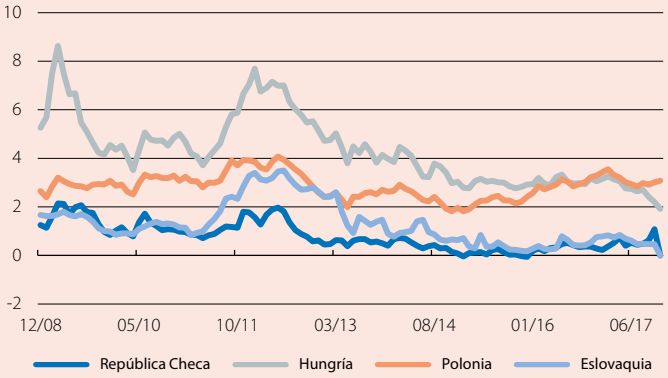
Para empezar, cabe decir que los distintos índices de calidad democrática apuntan a un descenso relativamente moderado y reciente de esta variable en la Europa emergente: el índice agregado del Economist Intelligence Unit, que abarca una escala entre el 0 y el 10 de menos a más democrático, ha pasado de 6,83 en 2015 a 6,68 en 2016. Destaca el retroceso de Polonia, a causa de una puntuación baja en funcionamiento de gobierno y cultura política y, en menor medida, de Hungría, debido a una evaluación poco positiva de la participación política. Esta erosión es un reflejo de las características de las «democracias iliberales» en Hungría y Polonia: mayor poder gubernamental, creciente intervencionismo económico y mayor control sobre algunos de los pilares que ejercen de contrapesos al poder ejecutivo (poder judicial, medios de comunicación...).

A pesar de que el deterioro de estos índices es motivo de inquietud, hay que situar las cosas en su justa medida: los gobiernos de estos países combinan una retórica con ribetes populistas, para aumentar apoyos, con unas dinámicas pragmáticas que suelen acabar por imponerse o, al menos, por modular el alcance de las políticas implementadas. En este sentido, en Hungría se han aplicado medidas proteccionistas que han perjudicado notablemente a algunos sectores estratégicos con un elevado porcentaje de titularidad extranjera (aumento de los gravámenes en telecomunicaciones, banca y energía), pero en los últimos años esta tendencia se ha suavizado con medidas como el acuerdo de 2015 con el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, que contempla la reducción de los impuestos bancarios en 2016-2019 y un menor peso del sector público en la banca. Actualmente, Polonia es el principal foco de riesgo en la región. Hasta la fecha, el Gobierno está llevando a cabo medidas impositivas similares a Hungría y se encuentra inmerso en una agria polémica con la UE debido a una reforma judicial que minaría la independencia de los jueces. Sin embargo, el sello pragmático podría acabar imponiéndose. Un primer síntoma es que el plan inicial para convertir las hipotecas en francos suizos a la moneda local[1] parece haberse desechado, lo que ha insuflado algo de tranquilidad en el sector bancario. Hay un elemento que coadyuva a reforzar la hipótesis pragmática: Fidesz y Ley y Justicia no son unos recién llegados (el primero fue creado en 1988 y el segundo, en 2001), pero han ido virando de posiciones conservadoras tradicionales hacia posiciones más heterodoxas para ensanchar su base de apoyos.

Cabe destacar que, por ahora, los mercados financieros no han penalizado a los países de la Europa emergente de forma severa: los *spreads* de los bonos soberanos de los países de la Europa emergente a largo plazo se han mantenido en niveles contenidos respecto al bono alemán a pesar de algunos repuntes puntuales en Hungría. En dicho país, los mercados financieros han sido bastante benévolos y han comprado esta visión pragmática. Así, por ejemplo, la deuda pública húngara en manos de extranjeros creció de forma significativa entre 2010 y 2014, aunque el porcentaje ha disminuido en estos últimos años. Las políticas fiscales responsables y la reducción del déficit

Riesgo soberano:* spread *del bono soberano a 10 años respecto al bono alemán

(p. p.)



Deuda a largo plazo del Gobierno húngaro en manos de extranjeros

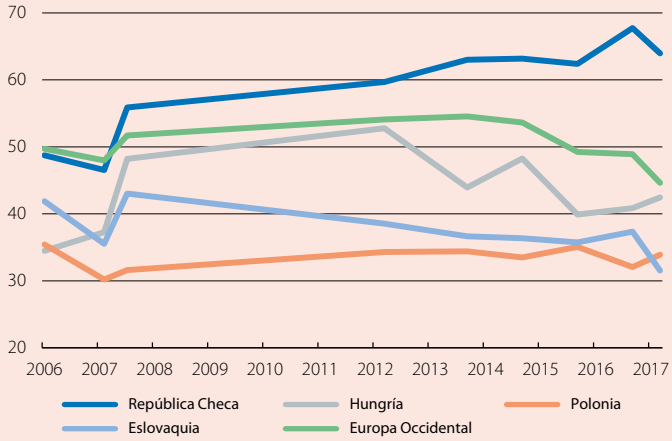
(% de la deuda total)

Nota: *La deuda a largo plazo es aquella con un periodo de vencimiento superior a un año.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Agencia de Gestión de la Deuda Gubernamental de Hungría (AKK) y la OCDE.*

1. Más de 500.000 hipotecas denominadas en moneda extranjera, la mayoría en francos suizos, fueron contraídas por ciudadanos polacos antes de 2008. El plan inicial suponía la conversión forzosa de los préstamos en moneda foránea a zlotys mediante un tipo de cambio histórico, teniendo que absorber los bancos las pérdidas resultantes.

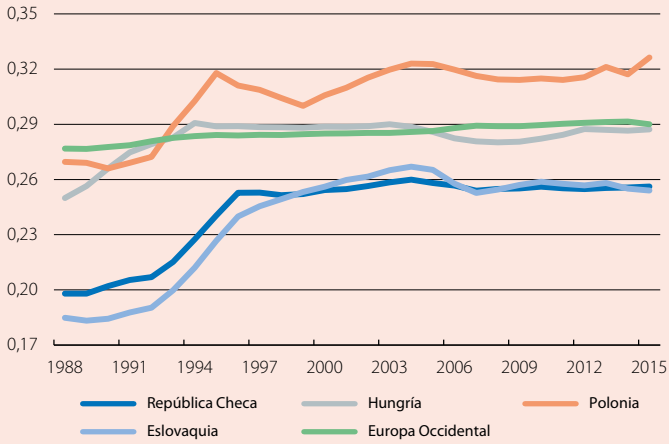
Ciudadanos desafectos con la UE

(%)



Desigualdad económica

*Índice de Gini **



Nota: ** El índice de Gini toma valores entre 0 (máxima igualdad) y 1 (máxima desigualdad).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Eurobarómetro y The Standardised World Income Database.*

que ha llevado a cabo el Ejecutivo de Orbán durante estos años a buen seguro han contribuido a que el país magiar haya tenido un buen acceso a los mercados financieros a pesar de los diversos encontronazos con el FMI y la UE. En Polonia, el escenario se atisba algo más preocupante, aunque se antoja prematuro emitir un diagnóstico certero tras solamente dos años de gobierno de Ley y Justicia. Uno de los principales focos de atención de los mercados es el impacto que tendrán sobre las finanzas públicas las políticas fiscales expansivas que se están emprendiendo, ya que se teme que puedan generar un aumento excesivo del déficit. S&P ha recogido estas preocupaciones y ha rebajado la calificación de la deuda soberana de A– a BBB+.

Pero ¿qué causas explican el apoyo a los partidos no convencionales?[2] Utilizando los datos de la encuesta European Social Survey de las oleadas de 2012, 2014 y 2016 en Polonia, Hungría y República Checa, observamos que un 47,6% de la varianza explicada del voto hacia dichos partidos está relacionada con cuestiones culturales y demográficas, el 21,3% con indicadores de confianza en las instituciones y el 18,2% con motivos económicos. Factores como el sentimiento religioso, la edad y la preocupación por la desigualdad emergen como clave para los votantes de dichos partidos. De hecho, el aumento de la desigualdad en estos países desde el desmembramiento de la URSS puede haber creado un sentimiento favorable para las perspectivas electorales de estos partidos, que priman medidas de protección económica y social en su oferta electoral. Por el contrario, Europa no parece ser un factor preponderante: solamente un pírrico 3% de la varianza explicada del voto a estos partidos se explica por la preocupación sobre la UE y, además, el grado de identificación con la UE es mayor en Polonia y Hungría que en el promedio de Europa occidental. Con todo, la importancia que confieren estas sociedades a los factores culturales ha generado un significativo grado de oposición respecto a la política migratoria común. Ello podría provocar la mutación del actual pragmatismo hacia posiciones más beligerantes si estos países ven amenazada su identidad cultural ante nuevas presiones migratorias que no se gestionen atinadamente por parte de la UE.

Finalmente, hay que hacer un pequeño repaso a las relaciones geopolíticas de Europa del Este y al complicado juego de equilibrios que debe hacer la región. En este sentido, los gobiernos de Polonia y Hungría son conscientes de que, a pesar del significativo nivel de europeísmo de sus sociedades, existen temas como la unión monetaria o la anteriormente mencionada política migratoria que sí que suscitan una oposición considerable entre la ciudadanía.[3] Estos gobiernos han aprovechado dicha circunstancia para adoptar posiciones euroescépticas sobre estos temas para reforzarse internamente y ganar más apoyos. Precisamente, la oposición a las cuotas de refugiados en estos países puede permitir un reforzamiento del Eje de Visegrado, la alianza regional formada por Hungría, República Checa, Polonia y Eslovaquia. Finalmente, es difícil que se produzca un acercamiento a Rusia que vaya mucho más allá de intereses estratégicos, ya que las cicatrices que dejó la URSS son demasiado recientes. El enfoque de Orbán encarna de nuevo esta línea pragmática: la cooperación con Rusia se ha centrado en temas estratégicos como el sector energético (la Europa emergente tiene una gran dependencia energética de Rusia) o las relaciones comerciales, pero no se ha intensificado en temas que revisten un cariz más político o territorial.[4]

En suma, las transformaciones políticas en la Europa emergente han sido muy profundas, pero el riesgo político continúa situándose en cotas moderadas. En este sentido, conviene no perder la perspectiva: haciendo un símil meteorológico, indudablemente ha habido algunas rachas fuertes de viento, pero no hemos sufrido el temido vendaval populista que algunos agoreros anunciaban. No obstante, la importancia que otorgan estas sociedades a los factores culturales y demográficos podría provocar en sus gobernantes tentaciones de elevar el tono y abandonar el pragmatismo, lo que generaría fricciones más intensas en el seno de la UE. Confiemos, empero, que la cordura y la *finezza* prevalezcan.

Javier Garcia-Arenas
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. Incluimos a otros partidos como Jobbik (Hungría) y Libertad y Democracia Directa (Chequia).
3. Según el Eurobarómetro de noviembre de 2017, un 57% de los polacos están en contra de la Unión Monetaria y Económica, y un 43% se oponen a una política común migratoria.
4. Véase Buzogány, A. (2017), «Illiberal democracy in Hungary: authoritarian diffusion or domestic causation?», Democratization.

Europa emergente: crecimiento con menos riesgos

Desde 2014, los países de la Europa emergente[1] han encadenado varios años de crecimiento sólido, con un ritmo de avance del PIB por encima del 3% anual en promedio. Para 2018, las perspectivas siguen siendo muy positivas: el consenso de analistas y las principales instituciones internacionales prevén que el crecimiento en la región siga siendo robusto. En este contexto, y dado que, en ciclos expansivos anteriores, especialmente en el periodo previo a la crisis financiera global, el crecimiento de la región estuvo acompañado de una acumulación de desequilibrios macroeconómicos, tales como un fuerte aumento del endeudamiento privado o un importante deterioro de la posición exterior, cabe preguntarse si se están volviendo a generar vulnerabilidades. Para responder a ello, revisamos la evolución reciente de los principales desequilibrios de naturaleza macrofinanciera que estaban presentes en la región en 2008.

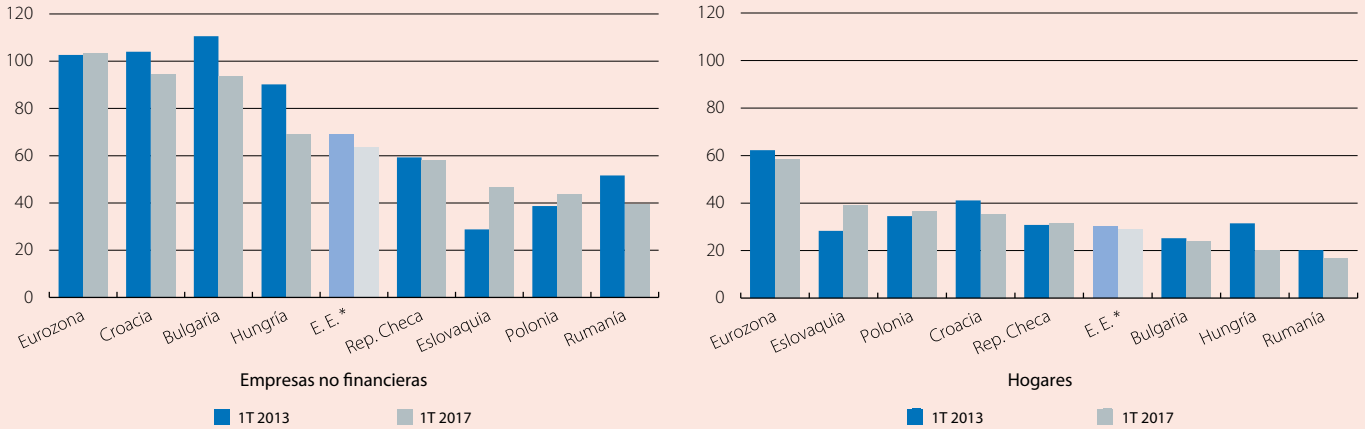
En primer lugar, es preciso apuntar que el crecimiento económico de estos últimos años no se ha apoyado en un aumento del endeudamiento privado. Todo lo contrario, las ratios de apalancamiento del sector privado en la mayoría de países de la región han disminuido. Como muestra el primer gráfico, la deuda empresarial se ha reducido en 5,4 p. p. en promedio hasta alcanzar el 63,7% del PIB en 2017, mientras que la deuda de los hogares se ha reducido en 1,2 p. p. en promedio hasta situarse en el 29,0% del PIB, unos niveles muy por debajo de la media de la eurozona[2] y del umbral fijado por la Comisión Europea en su Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM).[3] No obstante, la deuda privada sigue siendo relativamente elevada en Croacia (cerca del 130% del PIB) y Bulgaria (117% del PIB), y ha aumentado sustancialmente en Eslovaquia,[4] aunque desde niveles relativamente bajos.

Asimismo, el crédito bancario, tanto empresarial como a hogares, ha empezado a recuperarse y, en general, avanza a un ritmo moderado, por debajo del crecimiento nominal del PIB. Además, el crédito está cada vez más denominado en moneda local, a diferencia del periodo anterior a la crisis financiera, cuando una parte importante estaba denominado en moneda extranjera. Concretamente, los préstamos a hogares denominados en moneda local representan cerca del 82% del total, frente al 61% en 2013, mientras que los préstamos a empresas no financieras denominados en moneda local han aumentado ligeramente hasta el 63% del total (57% en 2013). Sin embargo, hay algunos países que presentan dinámicas que cabe monitorizar. En Eslovaquia y en la República Checa, por ejemplo, el ritmo de crecimiento del crédito está siendo más pronunciado, con avances del 10% interanual. Por otro lado, en Croacia, Polonia y Rumanía, una parte importante del crédito sigue estando denominado en moneda extranjera, lo que les hace vulnerables a depreciaciones de su moneda.

En segundo lugar, la posición exterior de estos países, que suponía una fuente importante de vulnerabilidad antes de la crisis financiera global, ha mejorado significativamente en los últimos años, y la región está en mejores condiciones de afrontar cambios en las condiciones financieras globales. Concretamente, en los últimos cuatro años, la posición de inversión internacional

Europa emergente: deuda privada bruta

(% del PIB)



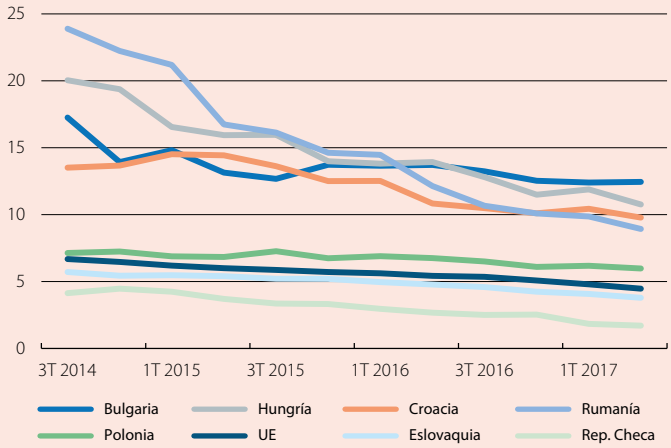
Nota: ** E. E. se refiere al promedio de países de la Europa emergente analizados (Croacia, Bulgaria, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Polonia y Rumanía).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

1. Bulgaria, Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.
2. Del 161,2% del PIB en total (empresas y hogares), según datos de Eurostat para el 1T 2017.
3. Del 133% del PIB para el total de deuda privada.
4. En 28,7 p. p. de PIB entre 1T 2013 y 1T 2017.
5. Las obligaciones externas representan alrededor del 100% del PIB en promedio.
6. IMF (2017), «Regional Economic Issues: Central, Eastern and Southeastern Europe».

neta (PIIN) ha mejorado en 18,1 p. p. hasta situarse alrededor del –53,2% del PIB en 2017, aunque se mantiene por encima del umbral de vulnerabilidad de la Comisión Europea (–35% del PIB). Además, la composición de las obligaciones externas de estos países[5] es un factor atenuante, dado que la mayor parte de estas se deben a inversión directa y préstamos entre empresas, que son generalmente más estables.[6] Asimismo, los saldos de la balanza por cuenta corriente han mejorado considerablemente. De hecho, la mayoría de países han corregido sus elevados déficits corrientes, que alcanzaron el 9,7% del PIB en promedio en 2007, por superávits, lo que favorece la mejora de la posición deudora si estos son sostenidos en el tiempo. Por último, las reservas internacionales, uno de los amortiguadores frente a crisis externas, se sitúan dentro de los niveles considerados seguros por el FMI.

Europa emergente: tasa de morosidad

Préstamos dudosos (% del crédito total)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del EBA Quarterly Dashboard.*

Por su parte, el sector bancario se encuentra en una posición más sólida para seguir apoyando el crecimiento de la región. En general, el sector goza de unos niveles de capitalización elevados, con unas ratios de capital CET1 *fully loaded* por encima de la media europea (14,0%), y de unas tasas de cobertura[7] que se sitúan en niveles de confort, por encima del 60% en promedio. Además, los niveles de rentabilidad son relativamente elevados (el ROE promedio es del 13%, comparado con el 7,0% en la UE) aunque se han visto afectados por factores que influyen en el conjunto de la banca europea, como el entorno de bajos tipos de interés y el aumento de la presión regulatoria.

Asimismo, en los últimos años se han hecho esfuerzos para avanzar en el saneamiento de los balances de los bancos. Gracias a la venta de carteras de préstamos dudosos, a la conversión de créditos denominados en moneda extranjera (con mayor probabilidad de impago) a moneda local y al mejor contexto económico, la calidad de los activos ha mejorado considerablemente. En particular, la tasa de morosidad promedio se ha reducido del 13,1% del *stock* de crédito en 2014 al 7,6% en 2017, aunque en algunos países, como Bulgaria o Hungría, la cartera de préstamos dudosos continúa siendo elevada (véase el segundo gráfico). En este sentido, un informe reciente de la Vienna Initiative[8] apunta a que en algunos países aún existen elementos que dificultan la resolución y venta de este tipo de préstamos, y que mejoras en el marco regulatorio, tales como la agilización de procedimientos concursales y de adjudicación de activos, podrían contribuir a profundizar el mercado secundario de activos dudosos.

No obstante, persisten algunos focos de vulnerabilidad. En los últimos años, políticas como la introducción de tasas sobre activos bancarios en Hungría y Polonia y los programas de conversión forzosa de hipotecas denominadas en francos suizos en Hungría y Croacia[9] han incidido fuertemente sobre el sector bancario, erosionando la rentabilidad y afectando negativamente la actividad crediticia. Aunque parte de este riesgo ha disminuido recientemente,[10] la dimensión política todavía genera interrogantes en algunos países. Por ejemplo, en Polonia aún se tiene que concretar la forma que tomará el plan de conversión de hipotecas denominadas en moneda extranjera a eslotis. Aunque las propuestas iniciales, que conllevaban importantes costes para la banca, parecen haberse desechado, la incertidumbre sigue siendo elevada. Por otro lado, en Hungría, Rumanía y Polonia, la correlación entre riesgo soberano y bancario es cada vez mayor, dado que las tenencias de deuda pública por parte de los bancos domésticos han aumentado y se sitúan por encima del 15% del total de activos bancarios.

En definitiva, la mejora del cuadro macroeconómico en la región ha ido acompañada de una reducción de los desequilibrios macrofinancieros, si bien se mantienen algunos focos de vulnerabilidad que cabe monitorizar.

Roser Ferrer
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

7. Provisiones sobre el total de activos dudosos.
8. Iniciativa público-privada creada en 2009 que busca salvaguardar la estabilidad financiera de los países de la Europa emergente.
9. En el periodo previo a la crisis, muchos consumidores en la región, atraídos por los bajos tipos de interés en Suiza en relación con sus países de origen, contrataron préstamos denominados en francos suizos. No obstante, con la crisis financiera global, y posteriormente con el abandono por parte del Banco Nacional de Suiza del tipo de cambio fijo con el euro, el franco suizo se apreció considerablemente con relación a las monedas de estos países, y los costes de servir la deuda aumentaron sustancialmente.
10. En Hungría, el Gobierno firmó en 2015 un acuerdo con el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD, por sus siglas en inglés) en el que se comprometía a, entre otros, promover un marco estable y predecible para fomentar la estabilidad macroeconómica, reducir paulatinamente la tasa bancaria e implementar medidas para reducir la cartera de préstamos dudosos. En Rumanía, los riesgos han disminuido por ahora gracias a las sentencias del Tribunal Constitucional en contra de la ley de conversión de hipotecas denominadas en francos suizos y de parte de la ley de reembolso de la deuda (que permitía al hipotecado deshacerse de sus deudas sin penalización al ceder el activo hipotecado al banco).

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
30 de septiembre de 2017

	MILLONES €
Recursos de clientes	350.014
Crédito a la clientela, bruto	225.166
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	1.488
Capitalización bursátil	25.346
Clientes (millones)	15,8
Empleados	37.304
Oficinas	5.397
Oficinas en España	4.697
Terminales de autoservicio en España	9.403

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa": PRESUPUESTO 2018

	MILLONES €
Social	307,5
Investigación y formación de excelencia	91,1
Divulgación, cultura y conocimiento	121,4
TOTAL PRESUPUESTO	**520**

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., 2018

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