

INFORME MENSUAL NÚMERO 422 | ABRIL 2018



#### ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

#### **MERCADOS FINANCIEROS**

La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria: parte II

#### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Correcciones bursátiles en EE. UU. y transmisión a los mercados emergentes: ¿vasos comunicantes?

#### UNIÓN EUROPEA

Alemania: cambio de rumbo de la política fiscal

#### ECONOMÍA ESPAÑOLA Afiliación a la Seguridad Social: balance y perspectivas sectoriales

#### DOSSIER: LA GENERACIÓN DEL MILENIO

Los millennials, ¿quiénes son?

Los millennials: ¿una nueva concepción del trabajo?

La situación financiera de los hogares millennials en EE. UU. y España: ¿serán capaces de alcanzar a las anteriores generaciones?

Millennials y política: mind the gap!



#### **INFORME MENSUAL**

#### Abril 2018

#### CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

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

www.caixabankresearch.com research@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición: 31 de marzo de 2018

#### **Enric Fernández** Economista jefe

## **Oriol Aspachs**Director de Macroeconomía

y Mercados Financieros

Estel Martín

Directora de Estrategia Bancaria

## ÍNDICE

- 1 EDITORIAL
- **3 RESUMEN EJECUTIVO**
- **4 PREVISIONES**
- **6 MERCADOS FINANCIEROS**
- 9 La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria: parte II

#### 12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 15 Situación y perspectivas de la inversión en EE. UU.
- 16 Correcciones bursátiles en EE. UU. y transmisión a los mercados emergentes: ¿vasos comunicantes?

#### 18 UNIÓN EUROPEA

- 21 La inflación se irá recuperando en la eurozona
- 23 Alemania: cambio de rumbo de la política fiscal

#### 25 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 28 Las comunidades autónomas vuelven a los mercados
- 29 Afiliación a la Seguridad Social: balance y perspectivas sectoriales

#### 32 DOSSIER: LA GENERACIÓN DEL MILENIO

- 32 Los millennials, ¿quiénes son? Roser Ferrer
- 34 Los millennials: ¿una nueva concepción del trabajo? Anna Campos
- 36 La situación financiera de los hogares millennials en EE. UU. y España: ¿serán capaces de alcanzar a las anteriores generaciones?
  - Judit Montoriol Garriga y Cristina Farràs
- 38 Millennials *y política*: mind the gap! Ricard Murillo y Àlex Ruiz

#### Carta a un millennial

#### Ouerido millennial:

Este mes, dedicamos el Dossier del *Informe Mensual* a tu generación, a los que nacisteis entre 1981 y 1995 y que habéis sido bautizados como *millennials* porque llegasteis a la edad adulta con el nuevo milenio. El nombre es lo de menos, cosa del *marketing*. Es más relevante el hecho de que representáis el 20% de la población de la UE (algo menos en España) y nunca una generación había estado tan bien formada como la vuestra –4 de cada 10 habéis completado estudios universitarios–. Sois la savia nueva para nuestra economía, para nuestras empresas.

Como decía, estáis muy formados, pero no estoy seguro de que todos hayáis recibido la mejor formación posible. A algunos (¿muchos?) seguramente os enseñaron como a mí y lo que a mí y, la verdad, los tiempos han cambiado y el método de enseñanza y lo que se enseña, no tanto. Sinceramente, espero que vaya a mejor con la generación que os sucede. En cualquier caso, lo de aprender es una carrera de fondo y espero que, más allá de cosas concretas, te hayan enseñado a seguir aprendiendo y, sobre todo, que sientas curiosidad por hacerlo. Aprender cosas nuevas es una adicción muy recomendable.

Entrar en el mercado laboral en los últimos años ha sido duro, especialmente si lo hiciste en los peores años de la crisis. En España, la tasa de paro entre los jóvenes de entre 20 y 24 años llegó a superar el 50%. Entre los de 25 y 29, el 35%. La situación ha mejorado, pero las tasas de paro entre los de tu generación, cercanas al 25%, continúan siendo inaceptablemente altas. Además, si ya has encontrado un empleo, es probable que tengas un sueldo bajo, inferior quizás al que hubieras conseguido hace 10 años. Paciencia, la experiencia histórica sugiere que los efectos de la crisis sobre tu carrera profesional tenderán a diluirse, al menos parcialmente.

Pero, además de pedirte paciencia, mereces una explicación. Las consecuencias de la crisis en el mercado laboral de los más jóvenes han sido más duras en España que en otros países. Uno de los motivos es que teníamos un mercado laboral muy segmentado entre los que los economistas llamamos *insiders* y *outsiders*. Los primeros están muy protegidos y es difícil que su compensación se ajuste a la baja. Los segundos tienen contratos temporales o están desempleados. En momentos en los que una crisis económica exige grandes ajustes de costes en las empresas, los *outsiders* soportan estos ajustes de forma desproporcionada, ya sea porque pierden su empleo (contratos temporales que no se renuevan) o porque el empleo que encuentran tiene remuneraciones mucho más bajas. Y los jóvenes que empiezan su carrera laboral son, por definición, *outsiders*. Veremos qué sucede en la próxima crisis, que espero que tarde muchos años en llegar. No estoy convencido de que, a día de hoy, hayamos arreglado del todo el problema de la dualidad.

Habiendo crecido en la revolución digital, habrás escuchado también que corres el riesgo de que los robots te quiten el trabajo. Puede ser, muchas profesiones han desaparecido a lo largo de la historia. Pero en la inmensa mayoría de los casos, la innovación tecnológica tiende a reformular profesiones a medida que algunas de las tareas pueden automatizarse. No tengas tentaciones de resistirte a los cambios tecnológicos. Al fin y al cabo, se trata del principal motor de las mejoras en el nivel de vida de la humanidad desde la Primera Revolución Industrial. Al contrario, necesitamos que tu talento sirva para innovar. Los jóvenes son los grandes inventores: de tecnologías, de nuevas formas de hacer las cosas, de nuevos modelos de negocio...

Sin duda, las cosas te irán mejor si la economía marcha bien. Pero, sobre todo, a la economía le irá bien si a ti te marchan bien las cosas. Parafraseando la famosa frase de John F. Kennedy, «no te preguntes qué puede hacer la economía por ti, mejor pregúntate qué puedes hacer tú por la economía».

Un saludo y mucha suerte.

Enric Fernández Economista jefe 31 de marzo de 2018

## **CRONOLOGÍA**

#### **MARZO 2018**

- 8 El presidente Donald Trump impone aranceles a las importaciones de acero y aluminio.
- 21 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,50%-1,75%.

#### **FEBRERO 2018**

5 Jerome Powell asume la presidencia de la Reserva Federal de EE. UU. en sustitución de Janet Yellen.

#### **ENERO 2018**

- 19 La agencia de calificación Fitch mejora la nota crediticia de España, de BBB+ a A-.
- 31 La Autoridad Bancaria Europea (EBA) pone en marcha el test de estrés de la banca europea para el periodo 2018-2020.

#### **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%.
- **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.

#### **AGENDA**

#### **ABRIL 2018**

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 6 Índice de producción industrial (febrero).
- 16 Cuentas financieras (4T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (enero y febrero).
- 20 Comercio exterior (feb.).
- 26 Ejecución presupuestaria del Estado (marzo). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Encuesta de población activa (1T).
- 27 Avance del PIB (1T).
  - Avance del IPC (abril).
  - Índice de sentimiento económico de la eurozona (abril). PIB de EE. UU. (1T).
- 30 Balanza de pagos (febrero).

#### **MAYO 2018**

- 1-2 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 2 PIB de la eurozona (1T).
- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 7 PIB de Japón (1T).
- 9 Índice de producción industrial (marzo).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 22 Comercio exterior (marzo).
- 29 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
- 30 Avance del IPC (mayo).
  - Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo).
  Contabilidad nacional trimestral (1T).

# ¿Diagnóstico de la economía mundial? Resiliencia global, riesgos latentes

Pulso firme en el ritmo de actividad mundial. El 1T se cerrará, previsiblemente, con un crecimiento mundial del 4%, una cifra que no se alcanzaba desde 2014 y que apoya las buenas perspectivas para el conjunto de 2018 (previsión de crecimiento global del 3,9%, algo más que el 3,7% de 2017). Lo positivo de la situación queda realzado por el hecho de que la expansión alcanza a numerosas geografías y sectores. En este sentido, es significativo que los dos primeros motores económicos, EE. UU. y China, mantengan un buen tono de fondo, aunque ciertamente el inicio del año puede ser algo menos expansivo de lo esperado en Norteamérica. Así, en EE.UU., la combinación de unos indicadores soft positivos se ha visto matizada por otros de carácter real menos favorables, lo que sugiere un 1T de crecimiento moderado. Con todo, este arranque algo más titubeante de lo previsto no parece comprometer unas perspectivas favorables para los siguientes trimestres. Similar lectura positiva de fondo se puede hacer del pulso coyuntural de China, en el que, a pesar de las distorsiones que siempre provocan las festividades del Nuevo Año chino, la producción industrial y las ventas minoristas sorprendieron favorablemente. En definitiva, es razonable esperar que el buen ritmo tenga recorrido, sustentado en unas condiciones financieras que se mantendrán ampliamente acomodaticias, unos precios del petróleo en un rango razonable, tanto para exportadores como para importadores, y la recuperación de grandes emergentes como Brasil y Rusia, así como la continuidad de las buenas tasas de crecimiento económico en Asia emergente. A todo ello hay que sumarle la inercia sobre el crecimiento económico que se derivará de los elevados registros de confianza empresarial y de los consumidores.

Arritmia en los mercados financieros. Pero, aunque el pulmón macroeconómico funciona con vigor, el corazón financiero se está mostrando más errático. Tras mucho tiempo funcionando con lo que era, seguramente, un exceso de complacencia que tenía su reflejo en una volatilidad invariablemente baja, en el 1T la inestabilidad ha vuelto a los mercados financieros de la mano de las expectativas de una política monetaria menos acomodaticia y de los temores de un giro proteccionista a nivel global. Así, tras los repuntes de los tipos de interés soberanos en enero y las correcciones bursátiles de febrero, este pasado marzo las principales bolsas internacionales mantuvieron un comportamiento errático y siguieron sufriendo pérdidas. No obstante, mientras que en febrero las correcciones bursátiles estuvieron desencadenadas por la expectativa de un

mayor endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed), en marzo las pérdidas siguieron a los anuncios de aumentos arancelarios por parte de la Administración Trump, tanto a principio como a final de mes. Con el foco de atención en la política comercial estadounidense, las reuniones de los bancos centrales de este mes incidieron poco en el ánimo de los inversores. Eso sucedió tanto con la Fed, que realizó un nuevo incremento de sus tipos de interés de referencia, como con el BCE, que dio pistas de que el fin del programa de compra de activos se va acercando.

Europa, España y Portugal, en buena forma. Europa, por otra parte, sique circulando por derroteros relativamente plácidos. Los últimos datos de actividad confirman que Europa en su conjunto, y en particular las economías ibéricas, están transitando por una fase dulce del ciclo económico que, en parte gracias al esfuerzo de corrección de los desequilibrios macroeconómicos, puede ser duradera en el tiempo. En esa misma línea, de cimentar mejor el futuro económico del continente, cabe celebrar la concreción y confirmación de un acuerdo sobre el periodo de transición del brexit razonablemente poco disruptivo para las partes y el acuerdo de Gran Coalición en Alemania, que abre las puertas a poner en marcha los ajustes que necesita la UE, y que, en cierta medida, compensaron el incierto panorama político italiano. Por el momento, y recuperando cercanía geográfica y temporal, los indicadores apuntan que, en España, el crecimiento en el 1T habrá sido similar al de la segunda mitad de 2017 y que, de cara a los próximos trimestres, se prevé que el PIB mantenga un ritmo de crecimiento robusto, impulsado por la continuada firmeza de la actividad mundial, en especial de la eurozona, y apoyado en unas condiciones financieras acomodaticias gracias a la política monetaria expansiva del BCE. En Portugal, la tónica también es favorable, ya que, junto a la continuidad de la expansión (su crecimiento en 2017 fue el mayor de los últimos 17 años), se sigue acumulando evidencia de que el patrón de crecimiento es más equilibrado. En ese sentido, cabe señalar que la cifra de déficit público de 2017 de Portugal (0,9% del PIB, sin contar con la recapitalización de Caixa Geral de Depósitos) ha sido netamente mejor que el objetivo fijado. Ese es el camino, no solo de Portugal y España, sino de toda Europa: crecer más, siempre que también se crezca mejor.

## **PREVISIONES**

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

#### Economía internacional

	2016	2017	2018	2019	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,2	3,7	3,9	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9
Países desarrollados	1,7	2,3	2,4	2,1	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3
Estados Unidos	1,5	2,3	2,7	2,2	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6
Eurozona	1,8	2,5	2,5	2,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3
Alemania	1,9	2,5	2,5	2,1	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
Francia	1,1	2,0	2,3	2,0	2,3	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Italia	1,0	1,5	1,5	1,2	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
Portugal	1,6	2,7	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4
España	3,3	3,1	2,8	2,4	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6
Japón	0,9	1,7	1,5	1,0	1,9	2,1	1,9	1,6	1,3	1,2
Reino Unido	1,9	1,7	1,6	1,8	1,8	1,4	1,5	1,7	1,5	1,5
Países emergentes	4,4	4,7	5,0	5,0	4,8	4,9	5,0	5,0	4,9	5,0
China	6,7	6,9	6,5	6,3	6,8	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4
India	7,9	6,4	7,3	7,5	6,5	7,2	7,0	7,2	7,4	7,5
Indonesia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,1	5,2	5,5	5,5	5,5	5,6
Brasil	-3,5	1,0	2,3	2,7	1,4	2,1	2,0	2,3	2,5	2,7
México	2,9	2,1	2,2	2,4	1,6	1,5	1,6	2,2	2,5	2,4
Chile	1,3	1,5	3,1	3,0	2,5	3,3	3,1	3,5	2,9	3,0
Rusia	-0,3	1,7	1,8	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,6	1,8
Turquía	3,2	7,3	4,0	3,6	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polonia	2,9	4,6	3,7	3,0	5,2	4,3	4,1	4,0	3,5	3,3
Sudáfrica	0,7	1,3	1,6	1,6	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,3
Países desarrollados	0,8	1,7	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,2	2,2	2,1
Estados Unidos	1,3	2,1	2,6	2,1	2,0	2,1	2,3	2,8	2,7	2,4
Eurozona	0,2	1,5	1,4	1,8	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Alemania	0,4	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,6
Francia	0,3	1,2	1,3	1,8	0,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,5
Italia	0,0	1,3	1,1	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,1	1,3
Portugal	0,6	1,6	1,5	1,6	1,3	1,8	0,9	1,5	1,6	1,9
España	-0,2	2,0	1,5	1,9	1,7	1,4	1,0	1,4	1,8	1,6
Japón	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	1,0
Reino Unido	0,7	2,7	2,5	2,3	2,8	3,0	2,8	2,6	2,4	2,4
Países emergentes	4,3	3,9	4,4	4,4	3,8	4,1	4,4	4,4	4,5	4,3
China	2,0	1,6	2,2	2,4	1,6	1,8	2,3	2,4	2,2	1,8
India	4,9	3,3	4,6	4,9	3,0	4,6	4,7	4,6	4,9	4,3
Indonesia	3,5	3,8	4,2	4,6	3,8	3,5	3,6	4,0	4,5	4,7
Brasil	8,8	3,5	3,6	4,2	2,6	2,8	3,1	3,6	3,8	4,0
México	2,8	6,0	4,0	3,6	6,5	6,6	4,9	3,8	3,8	3,6
Chile	3,8	2,2	2,6	2,7	1,7	2,0	2,0	2,5	3,1	2,9
Rusia	7,1	3,7	3,1	4,0	3,4	2,6	2,6	2,6	3,4	3,9
Turquía	7,8	11,1	9,8	8,8	10,6	12,3	10,3	10,3	9,5	9,0
Polonia	-0,2	1,6	1,6	2,4	1,5	1,8	1,1	1,5	1,7	2,0
Sudáfrica	6,3	5,3	5,1	5,4	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsiones



#### Economía española

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

#### **Mercados financieros**

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,51	1,10	1,96	2,67	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 meses	0,74	1,26	2,32	2,94	1,32	1,47	1,93	2,26	2,45	2,64
Líbor 12 meses	1,37	1,79	2,64	3,02	1,73	1,92	2,39	2,63	2,73	2,82
Deuda pública a 2 años	0,84	1,39	2,54	3,23	1,36	1,69	2,16	2,41	2,67	2,92
Deuda pública a 10 años	1,84	2,33	3,05	3,57	2,24	2,38	2,77	3,00	3,15	3,30
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	-0,18	0,22	-0,16	-0,19	-0,19	-0,19	-0,18	-0,14
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,58	-0,75	-0,49	0,06	-0,72	-0,74	-0,59	-0,53	-0,45	-0,38
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,10	0,36	0,74	1,44	0,42	0,38	0,59	0,68	0,79	0,91
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,13	1,22	1,22	1,17	1,18	1,23	1,23	1,22	1,21
¥/€	120,30	126,64	131,74	130,42	130,38	132,92	133,07	130,85	131,30	131,75
£/€	0,82	0,88	0,88	0,87	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	45,04	54,83	63,21	63,75	52,18	61,54	66,44	62,40	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	51,97	52,29	44,84	51,95	55,38	50,71	50,73	51,04

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

Previsiones

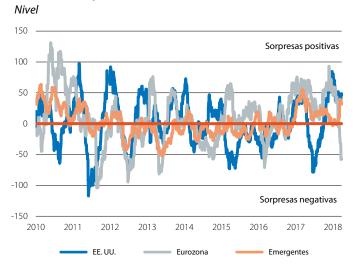
## COYUNTURA · Los mercados financieros se muestran erráticos

Un entorno financiero más volátil. Tras permanecer en un entorno de muy baja volatilidad durante los últimos años, en los primeros meses de 2018, la inestabilidad ha vuelto a los mercados financieros de la mano de las expectativas de una política monetaria menos acomodaticia y de los temores de un giro proteccionista a nivel global. Así, tras los repuntes de los tipos de interés soberanos en enero y las correcciones bursátiles de febrero, este pasado marzo las principales bolsas internacionales mantuvieron un comportamiento errático y siguieron sufriendo pérdidas. No obstante, mientras que en febrero las correcciones bursátiles estuvieron desencadenadas por la expectativa de un mayor endurecimiento de la política monetaria de la Fed, en marzo las pérdidas siguieron a los anuncios de aumentos arancelarios por parte de la Administración Trump, tanto a principios como a finales de mes. De hecho, las reuniones de los bancos centrales de este mes fueron recibidas sin turbulencias por los inversores. Tanto la Fed como el Banco Central Europeo (BCE) enfatizaron el buen desempeño de la actividad de sus economías, de modo que, en EE. UU., la Fed realizó un nuevo incremento de sus tipos de interés de referencia y, en la eurozona, el BCE, que se encuentra en una fase mucho más inicial de la retirada del estímulo, dio pistas de que se acerca el fin del programa de compra de activos. Así, en el conjunto del mes, los mensajes de confianza de los bancos centrales, respaldados por un entorno macroeconómico positivo, contrastaron con el aumento de los temores proteccionistas y la sensibilidad de las cotizaciones financieras a los factores de riesgo geopolítico y comercial.

La política monetaria, el proteccionismo y la geopolítica dominan el mapa de riesgos. Las correcciones de las bolsas de los últimos meses ilustran la predominancia de la geopolítica, el proteccionismo y la retirada de los estímulos monetarios como factores de riesgo para el escenario macrofinanciero global. Por un lado, el episodio de correcciones bursátiles de febrero estuvo desencadenado por un aumento de los temores inflacionistas en EE. UU. y el consiguiente reajuste de las expectativas de los inversores alrededor de la política monetaria de la Fed, que exacerbó las dudas sobre la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense en un entorno de mayores tipos de interés. Por otro lado, en marzo, fueron los temores a un entorno global más proteccionista los que estuvieron detrás de las pérdidas sufridas por las bolsas. Ambos factores, junto con una batería de conflictos geopolíticos a nivel internacional que se han analizado en las últimas ediciones de este Informe Mensual, seguirán condicionando el escenario en los próximos trimestres, por lo que cabe no menospreciar la posibilidad de que el entorno financiero se mantenga más volátil pese a la solidez del crecimiento económico mundial.

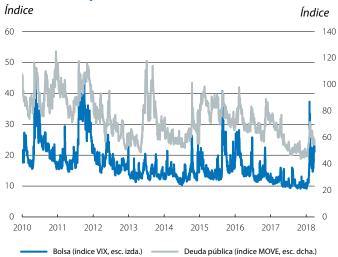
Las bolsas vuelven a sufrir pérdidas. En marzo, los principales índices bursátiles siguieron una dinámica errática y marcada

#### Índice de sorpresas económicas



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

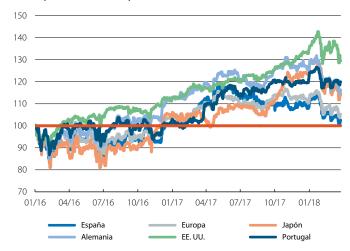
#### Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

#### Principales bolsas avanzadas

Índice (100 = enero 2016)



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

por tres episodios de retrocesos. Las primeras pérdidas se produjeron entre finales de febrero y principios de marzo, con los anuncios de la introducción de aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio por parte del Gobierno estadounidense, tras los que las bolsas internacionales acumularon una semana con retrocesos alrededor del 3,5%. A mediados de mes, los parqués sufrieron un segundo episodio de pérdidas que se concentró en las empresas tecnológicas (a raíz de noticias que vinculaban acontecimientos políticos, como las pasadas elecciones presidenciales en EE. UU. y el brexit, con la recopilación de datos personales procedentes de las redes sociales). Este episodio, más breve, provocó una caída del índice estadounidense NASDAQ superior al 2,5%, pero afectó menos al resto de índices y apenas incidió sobre las bolsas emergentes. Sin embargo, a finales de mes, los índices bursátiles internacionales sufrieron un tercer episodio de pérdidas de manera generalizada entre las economías avanzadas y emergentes, y que estuvo vinculado a nuevos anuncios de imponer aranceles sobre las importaciones procedentes de China por parte de la Administración Trump. En este último episodio, los índices bursátiles estadounidenses acumularon retrocesos superiores al 3,5%, mientras que en China las pérdidas se acercaron al -5,0% y el resto de los parqués internacionales retrocedieron alrededor de un 2,0%. Así, todas las principales bolsas internacionales cerraron el mes claramente en negativo (S&P 500: -2,7%, Eurostoxx 50: -2,3% e índice MSCI para el conjunto de los emergentes: -2,2%).

La Fed da continuidad al endurecimiento de la política monetaria con una nueva subida de tipos. Según lo anticipado por inversores y analistas, en la reunión de marzo, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó el tipo de referencia objetivo en 25 p. b. y lo situó en el intervalo 1,50%-1,75%. Los miembros del FOMC presentaron una valoración más firme del entorno macroeconómico y revisaron al alza la senda esperada de los tipos de interés, con una proyección mediana de tres subidas en 2018 y tres más en 2019, que lo situarían en el intervalo 2,75%-3,00% a diciembre de 2019. Además, en la reunión también se presentó la actualización trimestral del cuadro macroeconómico de la Fed, en el que se revisaron sustancialmente a la baja las previsiones de la tasa de desempleo (que en los próximos años se situará holgadamente por debajo de su nivel a largo plazo). Los mercados recibieron los resultados de la reunión sin movimientos de calado. De hecho, según los contratos de futuros, las cotizaciones financieras incorporan plenamente la expectativa de un total de tres subidas de tipos en 2018 (de acuerdo con las proyecciones de la Fed), aunque para 2019 todavía reflejan la expectativa de entre uno y dos incrementos de tipos en 2019, algo por debajo de la senda indicada por la Fed.

El BCE da un nuevo paso hacia el final del programa de compras de activos. En su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE decidió reflejar su mayor confianza en la recuperación de la inflación con una comunicación menos acomodaticia, que es una manera de indicar a los inversores

#### Bolsas emergentes por geografía

Índice (100 = enero 2016)



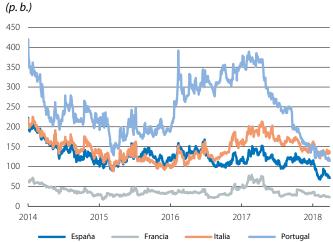
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

#### Futuros sobre el tipo de interés de referencia de la Fed



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

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



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

que deben prepararse para una política monetaria menos expansiva en el futuro. En particular, el CG destacó que el buen desempeño de la actividad de la eurozona en los últimos trimestres y unos indicadores que señalan la continuidad de esta dinámica positiva generan mayor confianza alrededor del escenario de recuperación gradual de la inflación. Por ello, el BCE decidió, en primer lugar, revisar ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento para el conjunto de la eurozona. Además, en segundo lugar, el CG eliminó de su comunicación oficial la referencia explícita a la posibilidad de aumentar las compras de activos y, así, empezó a reorientar su comunicación para, poco a poco, transmitir a los inversores la expectativa de una política monetaria futura menos acomodaticia. No obstante, el BCE también reiteró su compromiso de mantener inalterados los tipos de interés por un largo periodo de tiempo. Ello, junto con el hecho de que, mediante la reinversión de los vencimientos, mantendrá una presencia importante en los mercados incluso después de terminar las compras netas de activos, refuerza la expectativa de una retirada muy gradual del estímulo monetario. Así, con estos mensajes en el trasfondo, las primas de riesgo soberanas de los países de la periferia de la eurozona se movieron a la baja y, en particular, en España, los tipos de interés de la deuda soberana se beneficiaron de la revisión de la nota crediticia por parte de S&P, que mejoró la calificación un escalón (de BBB+ a A-) y mantuvo la perspectiva positiva.

#### El dólar se debilita frente a las principales divisas avanzadas.

En el conjunto del mes de marzo, el dólar retomó una ligera dinámica de depreciación, con un retroceso del 0,7% frente a la cesta de las principales divisas internacionales. Así, el euro se apreció un 0,9% frente al dólar estadounidense, hasta situarse alrededor de los 1,23 dólares, mientras que el yen japonés avanzó un 0,4% en su cruce con el dólar y la libra esterlina se apreció más de un 1,8%, hasta alcanzar los 1,40 dólares. En lo que respecta a las divisas emergentes, mientras que el peso mexicano se apreció por encima del 3,5% frente al dólar, el real brasileño y la lira turca se depreciaron más de un 2,0% y 3,9%, respectivamente. En el caso de Turquía, además, a principios de mes, Moody's rebajó la nota crediticia soberana (de Ba1 a Ba2) y enfatizó el deterioro de la calidad institucional y los desequilibrios macroeconómicos del país.

El precio del petróleo repunta con fuerza. Aunque en las primeras semanas de marzo el precio del petróleo se mantuvo estable alrededor de los 64 dólares por barril, en los últimos 10 días del mes el precio del crudo repuntó con fuerza hasta situarse en los 70 dólares por barril. Este aumento, de cerca del 8,0%, estuvo impulsado por la publicación de datos que señalaban una reducción más rápida de las existencias de crudo estadounidenses, así como por mayores especulaciones alrededor de la imposición de sanciones económicas a Irán por parte de EE. UU.

#### Cotización del euro frente al dólar

## (**Dólar-euro**)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

#### Divisas emergentes frente al dólar

Índice (100 = enero 2016)



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 · La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria: parte II

A pesar de que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) ha ido incrementando los tipos de interés desde finales de 2015, las condiciones financieras estadounidenses no se han endurecido y, de hecho, permanecen en niveles muy laxos, como ilustra el primer gráfico. ¿Es esta paradoja, que ya presentamos en un Focus reciente,¹ una anomalía histórica? A continuación, analizamos otros episodios de endurecimiento de la política monetaria de la Fed para responder a esta pregunta. Además, también veremos que, en las últimas semanas, las condiciones financieras se han endurecido moderadamente de la mano de las correcciones bursátiles de principios de febrero.

## Endurecimiento de la política monetaria y condiciones financieras: evidencia histórica

Como vimos en el Focus anterior, para analizar el estado y la evolución de las condiciones financieras utilizamos los llamados índices de condiciones financieras (ICF): indicadores que combinan una multiplicidad de cotizaciones de los mercados y nos ofrecen un «termómetro» para medir si el entorno financiero es favorable o desfavorable al desempeño de la economía. En EE. UU., el índice elaborado por la Fed de Chicago es uno de los «termómetros» de referencia y, tanto su versión simple, el NFCI, como la versión ajustada por el ciclo económico, el llamado ANFCI,² muestran que los incrementos de tipos de interés de la Fed entre diciembre de 2015 y diciembre de 2017 fueron acompañados, paradójicamente, de una relajación de las condiciones financieras (véase el primer gráfico).

La oposición entre ambas dinámicas contrasta con la experiencia de otros episodios. En el segundo gráfico, comparamos el episodio actual con los anteriores cuatro ciclos de endurecimiento de la política monetaria de la Fed. Dado que, en cada ciclo, los aumentos del tipo de referencia tuvieron magnitudes diferentes, los cambios en el NFCI y el ANFCI se presentan normalizados por la variación total del tipo de interés en cada ciclo. Por ejemplo, entre febrero de 1994 y febrero de 1995, la Fed incrementó el tipo de interés en 275 p. b. y ello fue de la mano de un aumento del NFCI de 0,29 puntos: unos 10,5 p. b. por cada incremento de 100 p. b. del tipo de referencia. De modo parecido, entre julio de 1999 y mayo del 2000, la Fed aumentó el tipo de interés en 150 p. b. y el NFCI incrementó en

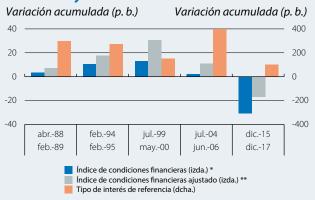
## EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria en 2015-2017



**Nota:** \* Índice ajustado por el ciclo económico.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

## EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria y condiciones financieras



Notas: \* Variación por cada punto de aumento del tipo de referencia.

\*\* Índice ajustado por el ciclo económico.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

0,19 puntos: unos 12,9 p. b. por cada incremento de 100 p. b. del tipo de referencia. En el siguiente ciclo, entre 2004 y 2006, aunque el NFCI muestra muy poca sensibilidad a la política monetaria de la Fed, esta sí aparece cuando nos fijamos en el ANFCI, lo que sugiere que la exuberancia de la economía estadounidense tuvo un papel clave en la falta de transmisión entre la política monetaria y las condiciones financieras (véase también el tercer gráfico).

Finalmente, centrándonos en una selección de variables financieras clave (véase el cuarto gráfico), observamos que en el actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria destacan tres elementos: i) una menor sensibilidad de los tipos de interés de largo plazo a los incrementos de tipos de la Fed, ii) una mayor compresión de los diferenciales de deuda corporativa (especialmente la de menor calidad) y iii) una mayor revalorización de la bolsa estadounidense.

<sup>1.</sup> Véase el Focus «La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria» en el IM03/2018.

<sup>2.</sup> El índice nacional ajustado de condiciones financieras (ANFCI, por sus siglas en inglés) es el resultado de ajustar el índice nacional de condiciones financieras (NFCI, por sus siglas en inglés) por el estado de la actividad económica. El ANFCI sustrae el impacto que tiene el desempeño de la economía en el pasado reciente sobre las condiciones financieras actuales y nos proporciona un «termómetro» financiero como si la posición cíclica de la economía fuera siempre la misma.

## EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria en 2004-2006



## Las recientes correcciones bursátiles y su impacto

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

Nota: \* Índice ajustado por el ciclo económico.

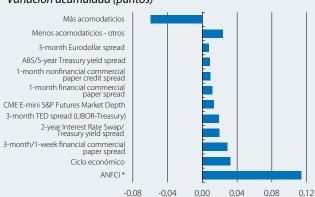
en las condiciones financieras

Por último, desde finales de enero de 2018, los índices NFCI y ANFCI muestran un endurecimiento de las condiciones financieras que empezó con las correcciones bursátiles de la primera quincena de febrero de 2018. En el momento de redacción del anterior Focus, los datos mostraban que este deterioro de las condiciones financieras era contenido y se atribuía, de manera prácticamente exclusiva, a dos indicadores relacionados con la liquidez y la volatilidad en el mercado de valores. Desde entonces, el deterioro ha tenido cierta continuidad, pero sin dejar de ser moderado. De todos modos, como muestra el quinto gráfico, en las últimas semanas se ha extendido a otros indicadores, especialmente a través de un aumento de las primas de riesgo sobre el coste del endeudamiento a corto plazo en los mercados de préstamo interbancario y de papel comercial.

En definitiva, a pesar de que en los anteriores cuatro ciclos observamos una relación estrecha entre la evolución de la política monetaria y las condiciones financieras, en el ciclo actual hay tres grandes cambios en la política monetaria que ayudan a entender el desacoplamiento. En primer lugar, las medidas no convencionales de los bancos centrales, y especialmente las compras de activos, facilitan un entorno de bajos tipos de interés durante un largo periodo de tiempo. Dado que la Fed está reduciendo muy gradualmente su balance (y los bancos centrales de otras regiones, como Europa y Japón, siguen agrandando el suyo), estas medidas todavía ejercen una presión significativa. En segundo lugar, la Fed está endureciendo su política monetaria con una estrategia mucho más predecible y paulatina que en ciclos anteriores. Y, en tercer lugar, las recientes correcciones bursátiles y el consiguiente repunte del NFCI y el ANFCI se produjeron, precisamente, porque los inversores dieron mayor credibilidad a la estrategia anunciada por la Fed y empezaron a reajustar al alza sus expectativas de tipos de interés. Cabe esperar que, en adelante, este reajuste de las expectativas y la reducción del balance de la Fed ayudarán a que los incrementos de los tipos de interés de referencia se trasladen con mayor firmeza a las condiciones financieras.

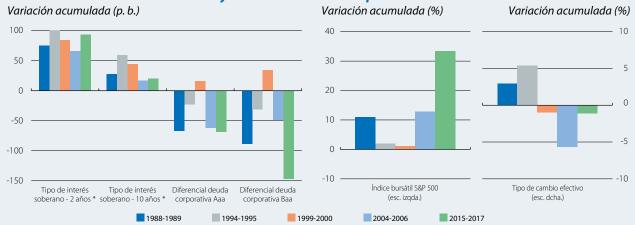
#### Condiciones financieras en 2018: del 26 de enero al 16 de marzo

Variación acumulada (puntos)



**Nota:** \* Índice de condiciones financieras ajustado por el ciclo económico. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

#### EE. UU.: movimientos de mercado y endurecimiento de la política monetaria



Nota: \* Variación por cada aumento de 100 p. b. del tipo de interés de referencia de la Fed. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## PRINCIPALES INDICADORES

#### Tipos de interés (%)

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanua (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,33	0	0,1	0,2
Euríbor 12 meses	-0,19	-0,19	0	-0,4	-8,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,65	-0,65	0	-1,2	13,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,60	-0,54	-6	2,7	14,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,50	0,66	-16	7,3	15,6
Deuda pública a 10 años (España)	1,16	1,54	-38	-40,7	-48,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)1	66	88	-22	-48,0	-63,9
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,75	1,50	25	25,0	75,0
Líbor 3 meses	2,31	2,02	29	61,6	116,3
Líbor 12 meses	2,66	2,50	16	55,3	86,6
Deuda pública a 1 año	2,08	2,06	2	34,8	104,8
Deuda pública a 2 años	2,27	2,25	2	38,7	100,0
Deuda pública a 10 años	2,74	2,86	-12	33,5	36,4

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

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	52	8	15,5	-14,3
Itraxx Financiero Sénior	65	53	12	21,6	-22,1
Itraxx Financiero Subordinado	129	114	16	24,6	-65,2

#### Tipos de cambio

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,230	1,219	0,9	2,5	14,2
¥/€	130,910	130,080	0,6	-3,2	9,5
£/€	0,877	0,886	-1,0	-1,2	1,3
¥/\$	106,430	106,680	-0,2	-5,6	-4,2

#### Materias primas

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	436,9	443,9	-1,6	1,1	1,2
Brent (\$/barril)	70,3	65,8	6,8	5,1	34,1
Oro (\$/onza)	1.325,5	1.318,4	0,5	1,7	5,7

#### Renta variable

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.640,9	2.713,8	-2,7	-1,2	11,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.361,5	3.439,0	-2,3	-4,1	-3,3
lbex 35 (España)	9.600,4	9.840,3	-2,4	-4,4	-7,4
Nikkei 225 (Japón)	21.159,1	22.068,2	-4,1	-7,1	10,1
MSCI emergentes	1.169,3	1.195,2	-2,2	0,9	20,3
Nasdaq (EE. UU.)	7.063,4	7.273,0	-2,9	2,3	19,8

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

# COYUNTURA · El crecimiento global resiste la ola proteccionista

Los buenos datos económicos mundiales apoyan las buenas perspectivas de crecimiento para 2018. En particular, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global de febrero aumentó hasta los 54.8 puntos, su nivel más alto en casi tres años y medio. Esta mejora se produjo de forma bastante generalizada, tanto por sectores como por geografías. Así, los indicadores globales más recientes avalan el escenario de CaixaBank Research de leve aceleración del crecimiento global este año, hasta el 3,9%, desde el 3,7% en 2017. La continuidad en dicha aceleración se sustenta en unas condiciones financieras que se mantendrán ampliamente acomodaticias, unos precios del petróleo en un rango razonable, tanto para exportadores como para importadores, y la recuperación de grandes emergentes como Brasil y Rusia, así como la continuidad de las buenas tasas de crecimiento económico en Asia emergente. A todo ello hay que sumarle el apoyo de la confianza empresarial y de los consumidores, que se mantiene en cotas relativamente elevadas.

Los riesgos siguen siendo elevados, en especial en el plano comercial. En concreto, Trump aprobó una subida de aranceles a las importaciones de acero (25%) y de aluminio (10%), y amenaza con otras subidas arancelarias a un gran número de importaciones chinas, tras una investigación estadounidense que acusa al gigante asiático de robo de la propiedad intelectual, entre otras prácticas comerciales poco ortodoxas. A nivel interno, estas medidas comportaron la dimisión de Gary Cohn, máximo asesor económico del presidente. A nivel externo, esta actuación abre la puerta a represalias, en especial, procedentes de China, lo que aumenta los temores a que se produzca una escalada de las tensiones comerciales y una involución proteccionista. De momento, consideramos que este riesgo es contenido, aunque no despreciable. Un gesto a favor de una visión más optimista es que finalmente la Casa Blanca eximió a la UE y a otros aliados de los aranceles sobre los metales. Asimismo, es preciso tener en cuenta que las importaciones de ambos productos tienen un peso muy contenido en el total de importaciones americanas (en torno a un 2%).

Los riesgos geopolíticos, políticos y macrofinancieros continúan latentes. En el ámbito geopolítico y político, se da una de cal y otra de arena. Así, mientras la reapertura de la vía diplomática entre EE. UU. y Corea del Norte apaciqua los temores a una escalada del conflicto, EE. UU., Reino Unido, Alemania y Francia, entre otros, han anunciado la expulsión de diplomáticos rusos. Los americanos, por los ciberataques y la intromisión en las elecciones presidenciales estadounidenses de finales de 2016, y los europeos, en respuesta al atentado contra un exespía ruso y su hija en suelo inglés. En cuanto a política europea, la repetición de la Gran Coalición en Alemania puede impulsar la agenda europea en los próximos trimestres, pero el resultado electoral de Italia, con un aumento de los movimientos populistas, podría entorpecerla. Por último, en el ámbito macrofinanciero, aunque lo peor de la corrección de finales de enero y principios de febrero parece quedar atrás, las cotizaciones de los principales mercados bursátiles siguen siendo erráticas y los factores de riesgo se mantienen activos.

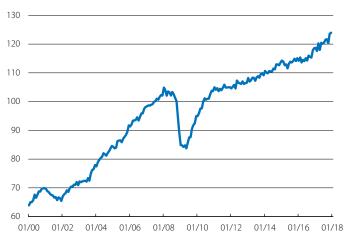
## Indicadores de actividad global: PMI compuesto Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit

#### Comercio internacional de manufacturas \*





Nota: \* En volúmenes.

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

#### EE. UU.: indicadores de actividad



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

#### **ESTADOS UNIDOS**

Más allá del terreno pantanoso en el que ha entrado la política comercial estadounidense, en el ámbito macroeconómico, la economía sique fuerte. Así, la mayor parte de indicadores de sentimiento económico de EE. UU. continúan apuntando a crecimientos sólidos y en leve aceleración en los primeros meses de 2018. En particular, el índice de confianza elaborado por la Universidad de Michigan alcanzó un nuevo máximo dentro del actual ciclo en el mes de marzo. En la misma línea, el índice de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas escaló hasta los 60,8 puntos en febrero, logrando también un nuevo máximo en el ciclo, y su homólogo de servicios se emplazó en una cómoda zona expansiva (59,5, nivel prácticamente equivalente al de enero). Con todo, cabe recordar que los avances económicos del PIB estadounidense del 1T a menudo suelen desacoplarse de los buenos indicadores económicos (tanto soft como hard), debido, en buena parte, a un problema de desestacionalización de la serie del PIB que elabora el instituto estadístico del país. Asimismo, algunos registros hard, como las más recientes ventas minoristas y algunos de los indicadores del mercado inmobiliario, han resultado algo más débiles de lo esperado.

Cuidado con el recalentamiento, puesto que la aceleración de la actividad estadounidense se da en un momento en el que la economía se encuentra en una fase madura de su ciclo y en el que, además, se están llevando a cabo políticas fiscales de carácter marcadamente expansivo (reducción impositiva y aumento del gasto en 2018 y 2019). En este entorno, las perspectivas apuntan a que el crecimiento estadounidense se mantendrá en cotas elevadas en 2018 (en el 2,7%), por encima del potencial del país. El riesgo en esta fase de madurez es que el crecimiento acabe siendo inferior al previsto y, por el contrario, la inflación acabe repuntando con más fuerza.

Atentos a la inflación. Aunque la inflación de febrero se situó en consonancia con lo esperado, se volverá más firme en los próximos meses e incluso podría sorprender al alza. En concreto, el IPC creció un 2,2% interanual en febrero, 1 décima por encima del avance del mes anterior. Por su parte, la inflación subvacente, que excluye tanto el componente energético como el alimentario, se mantuvo en el 1,8%. A pesar de esta tónica de estabilidad en febrero, esperamos una aceleración de la inflación subyacente en los próximos meses debido, en parte, a la aceleración de la actividad económica, pero también ante un efecto de base al alza relevante (la fuerte caída en los precios de los servicios de telefonía inalámbrica experimentada el año anterior no se repetirá este año). En este contexto de fortalecimiento de la economía estadounidense, la Fed decidió volver a subir el tipo de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 1,50%-1,75%. Además, la institución presentó sus nuevas previsiones macroeconómicas, que se caracterizaron por ser algo más optimistas que las anteriores.

#### **RESTO DEL MUNDO**

En Japón, la economía cerró 2017 con un ritmo de tracción mayor al previamente estimado, del 1,7% (antes 1,6%). El positivo avance del 4T 2017 estuvo ampliamente apoyado por el consumo privado y por la inversión no residencial (incluyendo la pública). Asimismo, la revisión al alza del registro del 4T

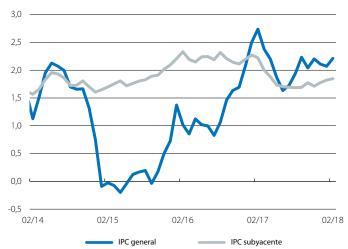
#### EE. UU.: mercado laboral



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

#### EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

#### Japón: PIB

Variación intertrimestral (%)

2

3,2

1,6

-2

4T 2013

4T 2014

4T 2015

4T 2016

4T 2017

Intertrimestral (esc. izda.)

Interanual (esc. dcha.)

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

tiene también consecuencias en el escenario de CaixaBank Research de cara a 2018, con una mejora del crecimiento hasta el 1,5% (+2 décimas). En este contexto, la inflación subyacente continuó aumentando, aunque todavía se sitúa en cotas bajas (0,5% en febrero). En este sentido, los aumentos salariales previstos para 2018 podrían ayudar a empujar al alza dicha inflación. Al menos así parecen indicarlo las cifras preliminares que se han desprendido del proceso de negociaciones de primavera: +2,16% anual, por encima del 1,98% de 2017.

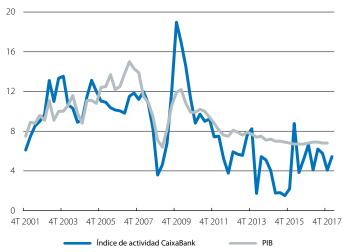
En China, el Congreso Nacional del Partido fija en el 6,5% el objetivo de crecimiento para 2018, cifra significativa, pero que admite un menor ritmo de avance para el país. Asimismo, los nuevos nombramientos de altos cargos gubernamentales, por ejemplo, el del asesor económico Liu He como nuevo viceprimer ministro, han recaído en políticos favorables a un mayor control y gestión de los riesgos macrofinancieros. Por el momento, en cualquier caso, los indicadores de actividad económicos de inicios de año se mostraron, en general, positivos. En particular, en el agregado de enero y febrero, la producción industrial registró un avance mayor de lo esperado con un crecimiento interanual del 7,2% (6,2% en diciembre). Las ventas minoristas, por su parte, crecieron en el agregado de enero y febrero un sólido 9,7% interanual (9,4% en diciembre). Con todo, los datos referentes al sentimiento empresarial flaquearon un poco. Cabe señalar que las festividades del Nuevo Año Chino, que pueden caer tanto en enero como en febrero, generan distorsiones en los indicadores, a menudo, difíciles de desentrañar.

Brasil cerró 2017 con un avance positivo (1,0%) por primera vez desde 2014. Pero el ritmo de actividad sigue siendo débil. En particular, en el 4T, el crecimiento intertrimestral del PIB fue de solo 1 décima (2,1% interanual), un avance mínimo que se explica fundamentalmente por el retroceso de las exportaciones y por cierto debilitamiento del consumo. De cara a 2018 y 2019, el crecimiento económico se espera que siga siendo bajo, puesto que el consumo se recuperará lentamente, se mantendrá una elevada incertidumbre política y el ajuste fiscal continuará.

Aumenta la preocupación en Turquía, a pesar de un avance económico mayor del esperado en 2017. En particular, en el 4T 2017, el PIB turco creció un sólido 7,3% interanual, lo que dejó el cómputo anual en el 7,4%, el más alto desde 2013. Con todo, la economía turca muestra desequilibrios macroeconómicos importantes: la inflación se situó en el 10,3% en febrero, el déficit por cuenta corriente fue cercano al 5% en el 3T 2017 y el crédito creció por encima del 20% en términos interanuales en el 4T. En este contexto, Moody's rebajó el rating crediticio del país (de Ba1 a Ba2). Además de los desequilibrios macroeconómicos mencionados que elevan el riesgo ante un shock económico externo, la agencia de rating también alegó como elemento de peso la erosión de la calidad institucional. En puridad, ninguno de los dos elementos es nuevo, pero la decisión puede acarrear nuevas dudas sobre la economía emergente. En este sentido, tras el recorte, la lira turca se depreció sustancialmente y la yield del bono a 10 años repuntó con fuerza. De cara a 2018, y con todos estos factores en consideración, estimamos una significativa desaceleración en las tasas de avance a finales de año.

#### China: PIB vs. índice de actividad económica

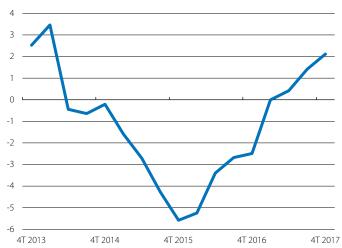
Variación interanual (%)



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

#### **Brasil: PIB**

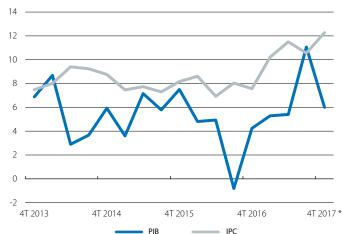
Variación interanual (%)



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

#### Turquía: PIB e IPC

Variación interanual (%)



**Nota:** \* Se trata de una estimación.

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

## FOCUS · Situación y perspectivas de la inversión en EE. UU.

La economía estadounidense se encuentra en una etapa madura del ciclo económico, por lo que el apoyo de los factores cíclicos al crecimiento es cada vez menor. Además, se espera que esta tendencia se vaya acentuando. En este contexto, es importante entender la situación y las perspectivas de los factores de fondo que determinan la capacidad de crecimiento del país, como el aumento de la productividad, la inversión y el trabajo. Tras analizar la situación del mercado laboral en números anteriores del *Informe Mensual*, <sup>1</sup> nos centramos ahora en el análisis de la inversión.

Si analizamos la evolución reciente de la inversión bruta, observamos que la tasa de crecimiento se ha situado ligeramente por encima del promedio histórico. Ello podría interpretarse como un elemento positivo que debería favorecer la mejora de la capacidad de crecimiento a medio plazo de la economía estadounidense. Sin embargo, dos elementos matizan esta valoración positiva. En primer lugar, es preciso tener en cuenta que, tras el fuerte ajuste que experimentó la inversión durante la Gran Recesión, el ritmo de recuperación ha sido el más lento de entre todos los periodos de recuperación desde la Segunda Guerra Mundial. Otro elemento que matiza la valoración de la evolución de la inversión es que la composición del stock de capital ha cambiado de manera radical en las últimas décadas. El peso del capital tecnológico e intangible, como los ordenadores o el software, ha aumentado de forma notable, y este tipo de capital suele tener una vida útil mucho más corta y, por tanto, requiere un ritmo de inversión superior.

En este sentido, para valorar mejor la situación de la inversión, es útil repasar la evolución de la inversión neta de depreciación. La imagen que obtenemos no es tan alentadora. La inversión neta, aunque se ha recuperado significativamente en los últimos años, todavía se sitúa claramente por debajo del promedio histórico (–2,2 p. p. como porcentaje del PIB). El impacto en el crecimiento del PIB del menor ritmo de aumento de la inversión es significativo: según estimaciones del Conference Board, la contribución al crecimiento del PIB del capital físico ha pasado de cerca de 2 p. p. durante la segunda mitad de los noventa y primeros años de los 2000 a apenas 1 p. p. en la actualidad.

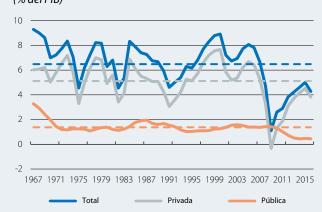
Llegados a este punto, parece que la reforma impositiva que aprobó el Congreso el pasado diciembre va en la dirección adecuada. Sin lugar a duda, la rebaja del impuesto de sociedades (del 35% al 21%) y los cambios en las normas contables respecto a las deducciones por los costes en inversión² podrían espolear la inversión.

Por otra parte, hay otros elementos que, cuando se tienen en cuenta, ponen en duda que la evolución de la inversión haya sido tan débil como sugieren los datos hasta ahora comentados. Y, por ello, matizan la idoneidad del impulso fiscal, así como su efecto final sobre la inversión.

En primer lugar, la mera constatación de que la velocidad a la que se está recuperando la inversión ha sido inferior a la habitual no es suficiente para concluir que es necesario darle un impulso. Un sencillo ejemplo sirve para ilustrarlo. Una economía cada vez más centrada en los servicios y el conocimiento puede que requiera un nivel de inversión inferior.<sup>3</sup> Pensemos, por ejemplo, en las necesidades de inversión (en capital físico) de General Motors y las de Google. Además, en esta nueva economía del conocimiento, la inversión a menudo es difícil de contabilizar y se teme que se esté infraestimando. De hecho, una parte significativa de la inversión en activos intangibles, como el capital organizativo, no se contabiliza como inversión en las cuentas nacionales.

Finalmente, respecto a los efectos de la nueva fiscalidad, si bien esta favorece un aumento de la inversión, es probable que el impacto sea relativamente menor. El motivo: no parece que el factor que limita un mayor dinamismo de la inversión sean las dificultades de acceso al crédito por parte de las empresas o la falta de liquidez. La situación, de hecho, es más bien la opuesta: las condiciones financieras han sido muy laxas durante los últimos años y la acumulación de liquidez en los balances de muchas empresas se encuentra en máximos históricos.<sup>4</sup> Además, dada la madurez cíclica de la economía americana, el estímulo fiscal no parece muy oportuno, ya que podría generar presiones inflacionistas y aumentos más pronunciados de los tipos de interés, lo que también limitaría el impacto de la reforma fiscal sobre la inversión.

**EE. UU.: inversión neta de depreciación** (% del PIB)



**Nota:** Datos en términos reales. Líneas punteadas corresponden al promedio histórico. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BEA (NIPA).

<sup>1.</sup> Véase, por ejemplo, «EE. UU.: el efecto de los *baby boomers* en el ciclo y en el largo plazo» en el IM11/2017.

<sup>2.</sup> Aumento de la cantidad deducible anualmente y consiguiente reducción del periodo de amortización.

<sup>3.</sup> La inversión en capital tecnológico e intangible requiere un mayor mantenimiento, porque la tasa de depreciación de este tipo de capital es superior, pero la inversión total puede que sea inferior a lo requerido en una economía industrial tradicional.

<sup>4.</sup> Véase «Liquidez en el sector empresarial: cuando más no siempre es mejor» en el Dossier del IM02/2017.



# FOCUS · Correcciones bursátiles en EE. UU. y transmisión a los mercados emergentes: ¿vasos comunicantes?

El episodio de corrección bursátil acaecido en la bolsa americana entre finales de enero y mitad de febrero se extendió como una mancha de aceite al resto de los parqués internacionales. Las bolsas emergentes no fueron una excepción, con una caída acumulada de casi el 9% durante dicho intervalo. En este artículo comparamos su evolución en la corrección actual con otros episodios de correcciones bursátiles del S&P 500 para calibrar mejor la fortaleza financiera de los países emergentes, países que muestran un notable ritmo de crecimiento en los últimos años, pero también un elevado ritmo de entrada de capitales extranjeros.

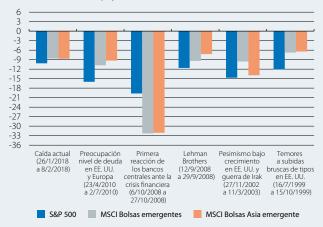
Para realizar el estudio, hemos identificado las principales correcciones bursátiles de los últimos 20 años que empezaron en la bolsa estadounidense. Tal como vemos en el primer gráfico, las caídas en las bolsas emergentes, medidas con el índice MSCI, han sido similares en magnitud a las que sufrieron en otros episodios de correcciones en los que el detonante también fue una corrección inicial en EE. UU. Sin embargo, la corrección actual destaca por unas caídas acumuladas en las bolsas emergentes que son, en agregado, muy parecidas a las sufridas por el S&P 500, a diferencia de la mayoría de los episodios anteriores, donde los descensos en los parqués emergentes fueron en términos relativos de menor enjundia. La corrección bursátil del S&P 500 entre julio y octubre del año 1999 fue la más similar a la actual, dado que se produjo a raíz de los temores de los inversores internacionales a un ritmo de subidas de la Fed más veloz de lo previsto debido a presiones inflacionistas. Comparando directamente estos dos episodios con un trasfondo similar, vemos que las caídas de las bolsas emergentes han sido más intensas en el episodio actual.

Otra forma de analizar el grado de sensibilidad de las bolsas emergentes respecto a la bolsa estadounidense consiste en evaluar la correlación de la variación diaria de ambos índices durante los dos meses posteriores al inicio de la corrección. Así, observamos que, en el presente episodio, las bolsas emergentes han sido muy reactivas a los movimientos del S&P 500, igual que en las anteriores correcciones.¹ Ello refuerza la idea de que la corrección americana tuvo un impacto notable en los parqués emergentes. De hecho, la correlación entre la bolsa americana y las bolsas emergentes no ha parado de crecer desde septiembre de 2016, lo que sugiere que, si se producen nuevas correcciones en EE. UU., estas se trasladarán muy posiblemente de nuevo a los mercados emergentes.

Finalmente, otro elemento que ayuda a evaluar la vulnerabilidad de los mercados emergentes a las sacudidas que se puedan producir en EE. UU. consiste en analizar su capacidad de reacción tras el *shock*. Al tomar una perspectiva temporal más amplia, observamos que las bolsas emer-

## Comparativa de episodios de correcciones bursátiles originadas en EE. UU.

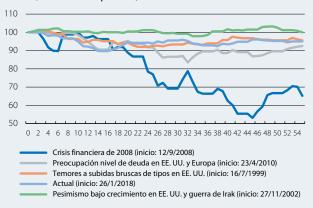
Caída acumulada (%)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.

## Bolsas emergentes: evolución tras episodios de corrección en EE. UU.

Índice (100 = inicio episodio)



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

gentes se han recuperado de forma parecida a la corrección de 1999, que como ya hemos dicho se debió a motivos similares. De hecho, si este patrón se mantiene, las bolsas emergentes deberían recuperar todo lo perdido a más tardar cuatro meses después del inicio de la corrección, esto es, a finales de mayo o principios de junio de 2018.

La evolución de la correlación entre el índice MSCI y el S&P 500 en los meses posteriores al *shock* de 1999 también sugiere que el impacto fue temporal, ya que la correlación entre ambos índices fue difuminándose de forma notable a medida que pasaron los meses. Sin embargo, en el contexto actual, que esta tendencia se observe en los próximos meses depende, en gran medida, de si se reducen los temores a un aumento del proteccionismo y de una guerra comercial, y de si el proceso de normalización monetaria en EE. UU. se puede llevar a cabo de forma gradual. Parece, en definitiva, que hay que extremar la cautela.

<sup>1.</sup> En todos los casos, excepto en la corrección de 2002, el índice de correlación se sitúa alrededor de 0,9.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

#### **ESTADOS UNIDOS**

**ECONOMÍA INTERNACIONAL** 

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Actividad									
PIB real	2,9	1,5	2,0	2,2	2,3	2,6	_		_
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,7	4,1	3,0	2,8	2,2	3,7	4,0	
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	117,5	118,1	120,3	126,0	124,3	130,0	127,7
Producción industrial	-1,0	-1,9	0,2	1,9	1,3	3,0	2,9	4,3	
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,3	51,4	56,6	55,8	58,7	58,7	59,1	60,8	
Viviendas iniciadas (miles)	1.107	1.177	1.238	1.167	1.172	1.256	1.329	1.236	
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	197	198	200	204	207,4		
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	60,0	60,1	60,2	60,1	60,1	60,4	
Balanza comercial 1 (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0		
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

#### **JAPÓN**

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Actividad								
PIB real	1,4	0,9	1,3	1,6	1,9	2,1	_	
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	43,4	43,4	43,7	44,7	44,7	44,3
Producción industrial	-1,2	-0,2	3,9	5,8	4,6	4,5	0,8	
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	12,0	17,0	22,0	25,0	-	
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,4	
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,8	0,6
Precios								
Precios de consumo	0,8	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	1,3	1,5
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5

**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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Actividad								
PIB real	6,9	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	_	
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,0	10,8	10,3	9,9	9,7	9,7
Producción industrial	6,1	6,0	6,8	6,9	6,3	6,2	7,2	7,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,3	50,3
Sector exterior								
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	608	512	466	458	435	435	405	449
Exportaciones	-2,3	-8,4	7,8	9,0	6,9	10,1	10,3	43,7
Importaciones	-14,2	-5,7	23,9	14,3	14,7	13,2	36,9	6,7
Precios								
Precios de consumo	1,4	2,0	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5	2,9
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (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	6,9	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

**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.

#### 18

# COYUNTURA · Las perspectivas de crecimiento de la eurozona se mantienen robustas

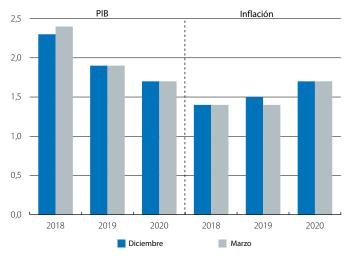
La eurozona ha empezado 2018 con buen pie. Así lo sugieren los indicadores de actividad para el primer trimestre del año, que confirman que la economía de la eurozona se encuentra en una fase dulce del ciclo económico. Así lo considera también el BCE, que en su actualización trimestral del cuadro macroeconómico revisó al alza (+0,1 p. p.) las previsiones de crecimiento de la eurozona para el 2018 hasta el 2,4% y mantuvo las previsiones para 2019 en el 1,9% (unas previsiones muy similares a las de CaixaBank Research, del 2,5% y 2,0%, respectivamente). Esta revisión refleja el hecho de que los fundamentos macroeconómicos siguen favoreciendo una expansión en la eurozona a medio plazo. Concretamente, se espera que la demanda interna siga recibiendo el apoyo de la política monetaria acomodaticia del BCE, así como de la mejora de las condiciones del mercado laboral. Asimismo, las exportaciones se mantendrán robustas, gracias a las mejores perspectivas de crecimiento global. No obstante, a pesar del buen ritmo de actividad, la inflación se espera que se mantenga en cotas moderadas, con un aumento de precios previsto del 1,4% para 2018 y del 1,8% para 2019. Por otro lado, el mes de marzo también vino marcado por acontecimientos en el plano político. En primer lugar, las elecciones generales italianas arrojaron un parlamento fragmentado, en el que ningún partido ni coalición logró la mayoría absoluta. El partido M5S fue el más votado (con el 32% de los votos), pero el bloque de centroderecha fue el que consiguió un mayor número de escaños. Este resultado electoral prolonga la incertidumbre política en Italia y puede extender el mandato del Gobierno de Gentiloni, mientras duren las negociaciones para formar un Gobierno de coalición. En segundo lugar, los miembros del partido socialdemócrata (SPD) ratificaron el acuerdo de Gran Coalición en Alemania con el partido conservador (CDU) de Angela Merkel. Finalmente, el Reino Unido y la UE alcanzaron un acuerdo sobre el periodo de transición. Aunque el Reino Unido saldrá de la UE en marzo de 2019, permanecerá en el mercado único y la unión aduanera hasta diciembre de 2020. Este acuerdo de transición, aunque es condicional a que ambas partes lleguen a un acuerdo final, permite a ambos bloques dar comienzo a las negociaciones sobre la futura relación comercial y sobre el problema fronterizo de Irlanda del Norte.

#### La eurozona crece de forma más equilibrada en el 4T 2017.

Eurostat confirmó que la economía de la eurozona avanzó un 2,7% interanual (0,6% intertrimestral) en el 4T 2017. Por componentes, la demanda interna redujo su contribución al crecimiento interanual del PIB hasta los 1,4 p. p. (1,9 p. p. en el 3T 2017), debido a una moderación del ritmo de avance del consumo privado. No obstante, cabe destacar el buen tono de la inversión, que avanzó un 2,5% interanual (2,4% en el 3T 2017). Por otra parte, la demanda externa aumentó su contribución hasta los 1,3 p. p. (0,8 p. p. en el 3T), debido al buen comportamiento de la demanda externa. En particular, las exportaciones de bienes y servicios se mantuvieron robustas, con un avance del 2,9% interanual (2 décimas más que en el trimestre ante-

#### 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.)

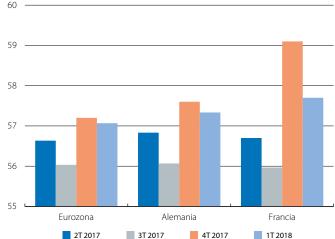


Nota: \* Variación interanual (%).

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

#### **Eurozona: PMI compuesto**

Nivel



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

rior), mientras que las importaciones aumentaron a un ritmo más contenido (del 1,6% interanual, comparado con un 2,0% en el 3T).

**UNIÓN EUROPEA** 

Los indicadores de sentimiento empresarial apuntan a que el buen ritmo de actividad de la eurozona se mantuvo en el 1T 2018. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se situó en los 57,1 puntos en el primer trimestre del año, un registro similar al del 4T 2017 (57,2) y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, el clima de confianza en la eurozona continúa en cotas elevadas. En particular, el índice de sentimiento económico (ESI) elaborado por la Comisión Europea se situó en los 113,9 puntos en el primer trimestre del año, un registro muy similar al del trimestre anterior (114,3 puntos) y claramente por encima del promedio del 2017 (110,7).

El consumo privado se mantiene como pilar de la expansión económica de la eurozona. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas en la eurozona, que en enero registraron un aumento del 2,0% interanual, un ritmo similar al promedio del 4T 2017 (1,9% interanual). Asimismo, la confianza del consumidor permanece en niveles elevados. En particular, el índice de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea se situó en marzo en los 0,1 puntos, el mismo registro que en el mes anterior y muy por encima del promedio de 2017 (–2,5). Ello, junto con las continuas mejoras en el mercado laboral y el entorno de bajos tipos de interés, sugiere que el consumo mantendrá el buen tono en los próximos trimestres.

El mercado laboral sigue generando empleo y apoyando la recuperación económica. El empleo en el conjunto de la eurozona aumentó un 1,6% interanual en el 4T 2017 y situó el total de empleados en 156,7 millones, el nivel más alto jamás alcanzado. El crecimiento del empleo fue generalizado por países, con avances vigorosos en Portugal (3,2%) y España (2,6%), mientras que en Alemania, Francia e Italia el aumento de la ocupación fue algo más moderado (1,2% en promedio). Esta mejora de la ocupación confirma el dinamismo del mercado laboral europeo y se está trasladando de forma paulatina en un aumento de salarios. Así, los costes salariales por hora en el conjunto de la eurozona crecieron un 1,7% interanual en el 4T 2017, 1 décima por encima del registro del trimestre anterior. Por países, destacó el crecimiento de los costes salariales en Portugal (4,7% interanual), en Alemania (1,9%) y en Francia (1,8%). En cambio, los costes salariales disminuyeron un 0,4% interanual en Italia.

La inflación mantiene la trayectoria al alza. En marzo, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de las principales economías de la eurozona aumentó de manera generalizada. Especialmente, destacó la recuperación de la inflación en Francia hasta el 1,7%, 4 décimas por encima del registro del mes anterior, y de Alemania, hasta el 1,5%, 3 décimas más que en el mes anterior gracias a la mayor contribución del componente energético y de alimentos. De cara a los próximos trimestres, desde CaixaBank Research prevemos que, a medida que el mercado laboral vaya entrando en una fase más madura del ciclo en los próximos trimestres, ello irá apoyando un aumento moderado de los salarios, lo que contribuirá a la recuperación gradual de la inflación hasta el 1,8% en 2019.

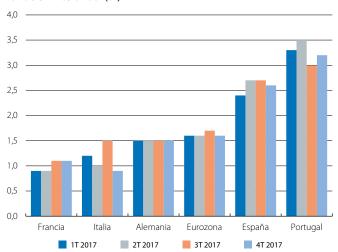
#### Eurozona: indicadores de consumo



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

#### Eurozona: ocupación por países

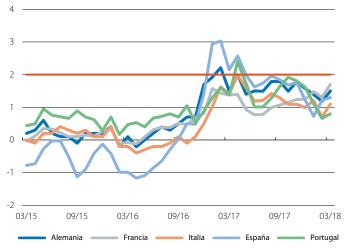
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat

#### Eurozona: IPC armonizado por países

Variación interanual (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y fuentes nacionales

#### **PORTUGAL**

El crecimiento de Portugal se mantiene sólido. La economía portuguesa mantuvo un sólido ritmo de crecimiento en el 4T 2017, con un avance interanual del 2,4% (0,7% intertrimestral), lo que situó el crecimiento total de 2017 en el 2,7%, la tasa más alta desde el año 2000 (1,6% en 2016). Por componentes, el consumo privado se mantuvo como uno de los motores del crecimiento, aunque moderó su ritmo de crecimiento hasta el 2,0% interanual (2,6% en el 3T 2017). Asimismo, la inversión avanzó un sólido 5,3% interanual, un ritmo, eso sí, inferior al excepcionalmente elevado de los últimos tres trimestres (10,3% en promedio). Por otra parte, las exportaciones de bienes y servicios aceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 7,2% interanual (6,2% en el 3T). Estos datos corroboran que la economía lusa está creciendo de un modo más equilibrado en la actual etapa expansiva iniciada en 2014, con la demanda interna como principal motor de crecimiento y un buen desempeño del sector exportador. De cara a 2018, las perspectivas se mantienen positivas. Concretamente, el escenario de CaixaBank Research contempla un avance del PIB del 2,4% para este año y del 2,3% para 2019. Por su parte, el Banco de Portugal prevé un escenario similar y en su Boletín Económico de marzo mantuvo las previsiones de crecimiento del PIB para 2018 en el 2,3% y, para 2019, en el 1,9%; un crecimiento que se espera que se apoye tanto en la demanda interna (en especial, la inversión) como en la demanda externa.

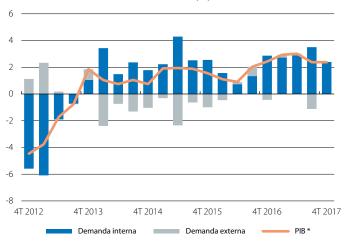
El déficit público se sitúa en el nivel más bajo en décadas. El déficit público de Portugal de 2017 (excluyendo la operación de recapitalización de Caixa Geral de Depósitos) fue de 1,765 millones de euros, un registro equivalente al 0,9% del PIB y 5 décimas por debajo del objetivo del Gobierno (1,4%). Esta cifra, además, supone una mejora de 1,1 p. p. respecto al déficit de 2016 (2,0%), fruto de un aumento de los ingresos (del 6,2%), que se vieron favorecidos por la recuperación económica y del empleo, y una contención de los gastos (1,5%). No obstante, a petición de Eurostat, la transferencia de capital por valor de 3,944 millones (equivalente al 2,0% del PIB) a la entidad bancaria de propiedad estatal Caixa Geral de Depósitos (CGD) debe ser incluida en el cómputo oficial del déficit de 2017. De esta manera, el déficit se situó en el 3,0% del PIB. De cara a 2018, prevemos que el déficit público se mantenga contenido en el 1,2% del PIB, de la mano de la buena marcha de la economía portuguesa. Ello permitirá continuar con la reducción gradual de la ratio de deuda pública, que esperamos que pase del 125,7% del PIB en 2017

La concesión de crédito avanza con fuerza y apoya la recuperación económica. En enero, la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de vivienda, si bien ralentizó ligeramente su ritmo de crecimiento hasta el 13,3% interanual, continuó creciendo con vigor, reflejo de la recuperación de la demanda del sector inmobiliario. Asimismo, el nuevo crédito al consumo siguió evolucionando positivamente y avanzó un 16,2% interanual (20,2% en enero de 2017). Por el lado de la oferta, y a pesar del proceso de desapalancamiento que está llevando a cabo el sector privado, la concesión de nuevo crédito tanto a pymes (2,4% interanual) como a grandes empresas (70,1%) volvió a crecer tras tres años de fuertes retrocesos.

a cerca del 123% del PIB a finales de este año.

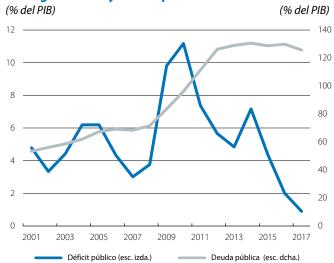
#### **Portugal: PIB**

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

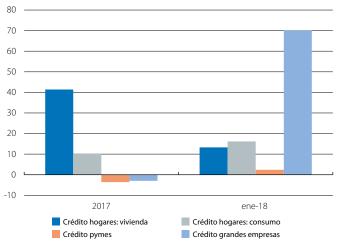
#### Portugal: déficit y deuda pública



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

#### Portugal: nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



**Nota:** El crédito a hogares excluye refinanciaciones. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

#### FOCUS · La inflación se irá recuperando en la eurozona

A pesar de que el crecimiento económico ha sido vigoroso en la eurozona y la tasa de paro ha ido descendiendo, la inflación no acaba de despegar. Tradicionalmente, la inflación suele mantener una relación negativa con la tasa de desempleo, lo que se conoce como curva de Phillips, pero en la actual fase de recuperación parece que esta relación se ha debilitado hasta el punto de que parece inexistente. Sin embargo, como veremos a continuación, hay indicios de que la curva de Phillips no ha muerto y de que la baja inflación registrada en los últimos años es transitoria.

Para entender mejor el cambio de patrón de la inflación, analizamos la relación entre la evolución del desempleo y los distintos subgrupos que forman el IPCA subyacente.<sup>1</sup> Concretamente, siguiendo el método de Mahedy y Shapiro (2017),<sup>2</sup> separamos los distintos componentes del IPCA subyacente en dos grupos: los procíclicos, que tenían una relación negativa con la tasa de paro hasta antes de la crisis financiera, y el resto, que los consideramos acíclicos.3 Entre los componentes procíclicos se encuentran los alimentos y bebidas alcohólicas, los restaurantes y los relacionados con bienes y servicios del hogar. Por su parte, entre los componentes acíclicos encontramos aquellos relacionados con la ropa y los distintos servicios médicos, entre otros. El peso de los componentes procíclicos es del 49%, comparado con el 51% de los acíclicos. Una vez clasificados, podemos construir la evolución de los precios de los dos tipos de componentes.

Como podemos observar en el primer gráfico, hasta mediados de 2013 los componentes procíclicos evolucionaron de forma inversa a la tasa de paro. Sin embargo, desde entonces, la tasa de paro ha ido disminuyendo, pero el aumento del precio de los componentes procíclicos se ha mantenido contenido y no ha despegado. Concretamente, la inflación de la cesta procíclica en 2017 se ha situado 0,6 p. p. por debajo del valor pronosticado por la curva de Phillips. Por su parte, los componentes acíclicos se han comportado de manera similar a su promedio histórico. Todo apunta, por tanto, que es el anómalo comportamiento del precio de los bienes procíclicos el que explica que la inflación subyacente se haya mantenido más contenida.

- 1. El IPCA subyacente se refiere al índice de precios al consumo armonizado excluyendo el componente energético y el de los alimentos no procesados.
- 2. Véase Mahedy, T. y Shapiro, A. (2017), «What's Down with Inflation», FRBSF Economic Letter.
- 3. Hemos utilizado datos de la eurozona entre enero de 2002 y diciembre de 2008, periodo en el que la curva de Phillips se comportó con normalidad. Dado que para la eurozona no disponemos de más datos históricos, hemos realizado el mismo ejercicio para Alemania y Francia, países para los que hay datos desde 1991, permitiéndonos así comprobar que la clasificación de los componentes entre acíclicos y procíclicos no cambia significativamente.

#### Inflación de los bienes procíclicos y acíclicos



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

## Curva de Phillips de la cesta de bienes procíclicos

Tasa de inflación de los bienes procíclicos (variación interanual, %)



**Nota:** La línea roja representa la curva de Phillips estimada con datos desde ene-02 a dic-08. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

## Diferencia entre la inflación procíclica observada y la esperada en 2017

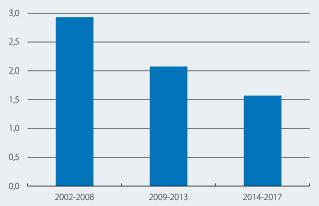
Contribución de los principales componentes (p. p.)



**Nota:** La inflación procíclica esperada ha sido calculada utilizando las estimaciones de la curva de Phillips con datos desde ene-02 a dic-08 para cada uno de los componentes. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

#### Crecimiento de los salarios nominales

Variación interanual (%)



**Nota:** Promedio del crecimiento interanual entre los años indicados. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Si analizamos con más detalle la evolución del precio de los principales componentes que forman la cesta de bienes procíclicos, podemos identificar los que presentan un comportamiento más anómalo. Concretamente, para cada uno de ellos calculamos la diferencia entre el precio observado y el previsto por la curva de Phillips (el precio que esperaríamos observar dada la evolución de la tasa de paro). Así, como muestra el tercer gráfico de la página anterior, los componentes de la cesta de bienes procíclicos cuya evolución de los precios ha sido más débil (respecto a lo previsto por la curva de Phillips) son reparaciones y mantenimiento de distintos bienes, los gastos corrientes de una vivienda (excluyendo el alguiler) y los restaurantes. Estos explican el 25%, 34% y el 42%, respectivamente, de la diferencia entre la inflación procíclica observada y la esperada según la tasa de desempleo. Además de ser procíclicos, estos tres tipos de bienes comparten otra característica: pertenecen a sectores intensivos en trabajo.

Esta propiedad puede ser la responsable de la debilidad de los precios de los componentes procíclicos. El motivo por el que esto puede haber pasado es sencillo: el precio de los bienes cuya producción es más intensiva en trabajo suele ser más sensible a las variaciones salariales, y viceversa. Y, precisamente, durante la actual fase de recuperación económica, el crecimiento de los salarios ha sido más contenido de lo que es habitual.

Para comprobar hasta qué punto la debilidad de la inflación responde al moderado ritmo de avance de los salarios, hemos clasificado los componentes de la cesta de la inflación subyacente en función de cuán intensiva en el factor trabajo es su producción.<sup>4</sup> Como esperábamos, los componentes altamente intensivos en trabajo son los que explican la mayor parte de la diferencia entre la inflación observada y la pronosticada por la curva de Phillips. Además, es interesante resaltar que la producción de la mayo-

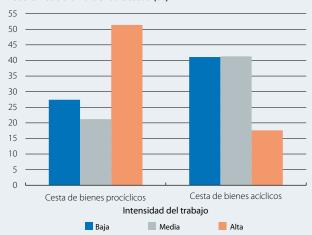
4. Para hacerlo, hemos obtenido el porcentaje de los costes laborales sobre el total de costes de producción para diversos sectores de Eurostat.

ría de los bienes de la cesta procíclica es muy intensiva en trabajo, el 52% concretamente, lo opuesto a los bienes acíclicos, en los que en general su producción es menos intensiva en el factor trabajo.

En gran medida, por tanto, los motivos de la lenta recuperación de la inflación en la eurozona hay que buscarlos en la lenta recuperación de los salarios. En este sentido, en anteriores Focus apuntamos que el grado de saturación del mercado laboral de la eurozona es menor que el indicado por la tasa de desempleo (véase, por ejemplo, «Más allá de la tasa de desempleo», en el IM12/2017). Factores como el incremento del subempleo y de la tasa de inactivos que se produjo durante la recesión, y que no se ven reflejados en la tasa de desempleo, han hecho que la presión sobre los salarios se haya mantenido contenida. Sin embargo, en estos artículos también apuntábamos que con los buenos registros de crecimiento del PIB que se anotaron el año pasado, y que esperamos que se mantengan este año, la tasa de subempleo se ha ido reduciendo. A medida que esta tendencia se consolide, es de esperar que las presiones salariales y, en última instancia, la inflación vayan recuperándose.

#### Intensidad del trabajo

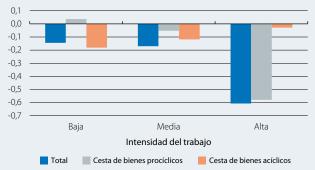
Peso en cada una de las cestas (%)



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

## Diferencia entre la inflación observada y la esperada en 2017

Contribución según intensidad del trabajo (p. p.)



**Nota:** La inflación esperada para los componentes procíclicos ha sido calculada utilizando las estimaciones de la curva de Phillips con datos de ene-02 a dic-08. Para los acíclicos, hemos utilizado el promedio histórico de cada componente.

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

#### FOCUS · Alemania: cambio de rumbo de la política fiscal

Alemania ha conseguido formar un Gobierno de coalición entre conservadores y socialdemócratas —la denominada GroKo III, por ser la tercera edición de la *Große Koalition*-medio año después de las elecciones legislativas de septiembre de 2017. Llegar hasta aquí ha sido un proceso complicado y, para alcanzar un acuerdo, ambos partidos han renunciado a parte de su programa. Una de las líneas estratégicas del acuerdo es la política fiscal que, tras años en «modo austeridad», parece que ha cambiado de rumbo. A continuación, lo analizamos en detalle.

Concretamente, el acuerdo alcanzado establece un conjunto de medidas para realizar un mayor gasto social y un aumento de la inversión en educación e infraestructuras. Las medidas ascenderían a unos 79.600 millones de euros (un 2,4% del PIB) en el periodo 2018-2021,¹ un impulso fiscal significativo y que podría erosionar el superávit público del que goza la economía alemana si se acaba implementando en su totalidad. Describimos brevemente las principales medidas anunciadas en cada uno de estos bloques para poder valorar mejor su impacto en el crecimiento económico.

Por lo que se refiere al impulso del gasto social, este se quiere concentrar en un aumento de las ayudas para el cuidado de niños y en un incremento de la generosidad del sistema de pensiones. En el caso de las pensiones, se pretende garantizar una tasa de reemplazo² del 48% hasta 2025 (el nivel en el que se encuentra actualmente), así como ampliar los derechos de pensión para las mujeres con hijos. Estas medidas beneficiarán sobre todo a un colectivo (el de los jubilados o los que se jubilarán pronto) que vota en gran medida a los partidos de la coalición, pero añadirán aún más presión a largo plazo sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones.

Estas no son las únicas medidas que la coalición de Gobierno ha acordado siguiendo una lógica más política que económica. En el ámbito laboral, la coalición ha acordado tomar medidas que restrinjan el uso de contratos temporales. Ello podría contentar especialmente a las personas que han dejado de votar a los partidos de la coalición de Gobierno en favor del AfD, que suelen tener unas condiciones laborales más precarias y a los que les podría parecer una medida que les favorece (aunque, probablemente, el impacto a medio plazo acabe siendo el opuesto).

Volviendo a la política fiscal, está previsto que el aumento de la inversión se destine, en gran parte, a la educación, con ayudas del Gobierno federal a los *länder* para mejorar su infraestructura educativa, en particular en guarderías y en escuelas de formación profesional y a tiempo completo.<sup>3</sup> En cuanto al impulso de la inversión en infraestructuras, el grueso se quiere destinar a mejorar la red de transportes existente, que se considera bastante obsoleta. Asimismo, la coalición quiere llevar a cabo acciones que apoyen el proceso de digitalización del sector productivo alemán y la sociedad en general.

El impulso que la Groko III quiere dar a la inversión en educación y en infraestructuras contribuirá a paliar un déficit de inversión pública en estos dos ámbitos que, por ejemplo, la Comisión Europea ha detectado. Así, estas inversiones podrían tener un impacto significativo en el crecimiento económico del país germano a largo plazo.

El impacto agregado a corto y medio plazo de las medidas acordadas no es negligible, dada su composición en gasto social e inversiones: el impacto en el crecimiento del PIB podría situarse alrededor de los 0,5 p. p. en los próximos años. <sup>4</sup> Sin embargo, la incertidumbre que rodea a esta cifra es muy elevada. Por un lado, porque no se ha concretado el *timing* de la implementación de las distintas medidas acordadas. Pero, sobre todo, porque las reticencias a erosionar en demasía el preciado superávit público alemán pueden acabar limitando el impulso fiscal. En cualquier caso, todo apunta a que la política fiscal alemana cambiará de rumbo en los próximos años.

## Impacto presupuestario del acuerdo de coalición Groko III

Acumulado de 2018-2021

	Miles de millones de euros	% del PIB (2017)
Educación, I+D	6	0,2
Familia, hijos, Seguridad Social	12	0,4
Construcción y vivienda	4	0,1
Agricultura, transporte y ayuda a comunidades locales	12	0,4
Seguridad, ayuda al desarrollo	2	0,1
Pensiones para madres (Müterrente II)	3,2	0,1
Mayor contribución al presupuesto europeo	7	0,2
Digitalización	14,5	0,4
Reducción de ingresos tributarios (tasa de solidaridad)	10	0,3
Reducción de otros ingresos tributarios	7,6	0,2
Total estimado	78,4	2,4

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del acuerdo de coalición entre CDU, CSU y SPD (7 de febrero de 2018) y Deutsche Bank Research.

<sup>1.</sup> La coalición de Gobierno ha estimado que el conjunto de medidas acordadas asciende al 1,4% del PIB, pero el acuerdo de Gobierno incluye otras medidas que se estiman que ascienden hasta el 1,0% y que también deberían ser contabilizadas.

<sup>2.</sup> La tasa de reemplazo corresponde al porcentaje de ingresos de jubilación con respecto a los ingresos previos como empleado.

<sup>3.</sup> Tipo de escuelas de reciente creación en las que las clases se realizan durante todo el día, hay servicio de comedor y se realizan actividades extracurriculares. La mayoría de escuelas en Alemania realizan sus actividades solo por la mañana.

<sup>4.</sup> Utilizando un multiplicador fiscal de 0,77, correspondiente al promedio de multiplicadores fiscales del gasto público en Alemania de varios estudios recientes, incluyendo Ramey (2011), BCE (2015), Carreras *et al.* (2016) o FMI (2009, 2014).



#### PRINCIPALES INDICADORES

#### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Ventas al por menor (variación interanual)	1,6	2,4	2,1	2,7	2,6	2,0	2,3		
Producción industrial (variación interanual)	1,6	2,9	1,3	2,7	3,6	4,2	2,7		
Confianza del consumidor	-7,8	-2,5	-5,5	-2,7	-1,5	-0,2	1,4	0,1	0,1
Sentimiento económico	104,3	110,7	107,5	109,5	111,5	114,3	114,9	114,2	112,6
PMI manufacturas	52,5	57,4	55,6	57,0	57,4	59,7	59,6	58,6	56,6
PMI servicios	53,1	55,6	55,1	56,0	55,3	55,9	58,0	56,2	55,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	_		-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,0	9,1	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6		
Alemania (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6		
Francia (% pobl. activa)	10,0	9,4	9,6	9,5	9,5	9,1	9,0		
Italia (% pobl. activa)	11,7	11,3	11,6	11,2	11,2	11,0	11,1		
España (% pobl. activa)	19,6	17,2	18,2	17,3	16,8	16,6	16,3		

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Saldo corriente: eurozona	3,7	3,8	3,7	3,5	3,8	3,8	3,9	
Alemania	8,6	8,0	8,5	8,0	8,0	8,0	8,3	
Francia	-0,9	-1,2	-1,1	-1,2	-0,9	-1,2	-1,0	
Italia	2,7	2,9	2,9	2,7	2,7	2,9	2,9	
España	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	96,5	93,7	95,2	98,5	98,6	99,4	99,6

**Nota:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

#### Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras 1	1,8	2,5	2,2	2,3	2,4	3,0	3,4	3,1
Crédito a hogares 1, 2	1,7	2,6	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras 3 (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda 4 (%)	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	
Depósitos								
Depósitos a la vista	10,0	10,1	9,5	10,3	10,6	10,1	9,8	9,4
Otros depósitos a corto plazo	-1,9	-2,7	-2,3	-2,9	-3,0	-2,4	-1,9	-2,3
Instrumentos negociables	2,7	0,9	5,7	0,6	-0,6	-2,2	-6,3	-6,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	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.

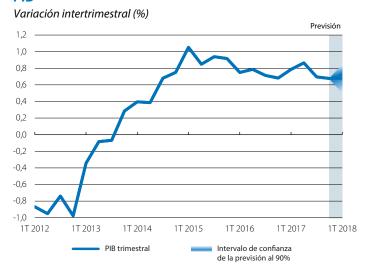
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

## COYUNTURA · Mejoran las perspectivas de crecimiento

La economía española continúa mostrando un elevado dinamismo al comienzo de 2018. En concreto, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento del 0,7% intertrimestral en el 1T 2018, un registro similar al de la segunda mitad de 2017. De cara a los próximos trimestres, nuestro escenario prevé que el PIB mantenga un ritmo de crecimiento robusto, impulsado por la continuada firmeza de la actividad a nivel mundial, en especial de la eurozona, y apoyado en unas condiciones financieras acomodaticias gracias a la política monetaria expansiva del BCE. En este sentido, destaca la actualización del cuadro macroeconómico del Gobierno para este año, en el que se ha revisado al alza el crecimiento del PIB hasta el 2,7%, una mejora de 4 décimas respecto a la última previsión efectuada por el Gobierno en octubre de 2017. De este modo, la previsión del Gobierno se sitúa en consonancia con los pronósticos del consenso de analistas y el de CaixaBank Research (del 2,8%), que fueron revisados al alza recientemente. También Standard & Poor's ha mejorado la nota crediticia soberana de España (de BBB+ a A-). Anticipando la revisión, a lo largo del mes de marzo, la prima de riesgo española había disminuido desde los 90 p. b. de principios de mes hasta alrededor de los 70 p. b., un nivel al que prevemos que se mantenga durante este año.

El contexto económico favorable ayudó a la consecución del objetivo de déficit público en 2017. El déficit público en 2017 se situó en el 3,1% del PIB, de acuerdo con el objetivo de estabilidad acordado con la Comisión Europea. Respecto al dato de 2016 (4,3% del PIB), el déficit se ha reducido de forma notable (-1,2 p. p.) gracias al fuerte crecimiento de la actividad económica y al mantenimiento de una política fiscal neutra. El ajuste del déficit público se explica en gran parte por la reducción del gasto, en porcentaje del PIB, de 1,0 p. p. concretamente. Destaca la caída en el pago de intereses y la reducción de los pagos por prestaciones de desempleo. Por otro lado, la reducción del déficit también vino impulsada por el incremento de los ingresos en porcentaje del PIB (+0,2 p. p.), los cuales se mostraron muy dinámicos gracias al fuerte avance de los ingresos tributarios (5,2%) y de las cotizaciones sociales (4,9%). Por administraciones, la Administración central y la Seguridad Social no alcanzaron su objetivo, pero ello fue compensado por las comunidades autónomas y las corporaciones locales, que lo cumplieron sobradamente, y permitió el cumplimiento del objetivo conjunto de las Administraciones públicas. Con todo, y a pesar de los importantes ajustes realizados en los últimos años, España es el único país de la eurozona que todavía no ha salido del procedimiento de déficit excesivo (PDE). De cara a 2018, las buenas perspectivas económicas ayudarán a que el déficit público se reduzca, finalmente, por debajo del límite del 3% que marca el PDE. De hecho, con la presentación del proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2018, el objetivo de déficit público (del 2,2% del PIB) parece alcanza-

#### PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

#### Cuadro macroeconómico del Gobierno

Variación anual (%), salvo indicación expresa

	Dato 2017	PGE 2018
PIB real	3,1	2,7
Consumo privado	2,4	2,0
Consumo público	1,6	1,1
Inversión	5,0	4,7
Demanda nacional (contrib.)	2,8	2,3
Exportación bienes y servicios	5,0	4,8
Importación bienes y servicios	4,7	4,1
Saldo exterior (contrib.)	0,3	0,4

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del PGE (2018).

## Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación por administraciones

(% del PIB)

	2016	20	2018	
	Dato	Objetivo	Dato	Objetivo
Administración central	-2,5	-1,1	-1,9	-0,7
Comunidades autónomas	-0,8	-0,6	-0,3	-0,4
Corporaciones locales	0,6	0,0	0,6	0,0
Seguridad Social	-1,6	-1,4	-1,5	-1,1
Total	-4,3	-3,1	-3,1	-2,2

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública.

ble. Los PGE contemplan varias medidas fiscales, como la rebaja del IRPF para las rentas más bajas, la subida de las pensiones mínimas y de viudedad y las mejoras salariales a los funcionarios, entre otras.

El mercado laboral evoluciona muy positivamente. En febrero, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 81.483 personas, un incremento superior al del mismo mes del 2017 (74.080 personas). Con este dato, la tasa de variación interanual se aceleró 1 décima hasta el 3,5%. Para valorar hasta qué punto son positivos estos datos más allá de la estacionalidad propia de cada mes, conviene usar la serie en términos desestacionalizados: en febrero, el aumento fue de 62.006 personas, similar a las 66.578 de enero, de modo que ambos registros superaron con creces el promedio de 59.919 afiliados mensuales en 2017 y, por tanto, se corrobora que la creación de empleo en los primeros meses de 2018 está siendo muy dinámica. De cara a los próximos meses, se espera que la buena evolución del mercado laboral perdure (véase el Focus «Afiliación a la Seguridad Social: balance y perspectivas sectoriales» en este mismo Informe Mensual).

# El dinamismo del mercado laboral impulsa el consumo privado. En concreto, las ventas minoristas aumentaron un 1,9% interanual en febrero (2,2% en enero), superando ampliamente el incremento del 0,9% interanual promedio de 2017. Este dato, junto con el elevado nivel en el que se encuentra la confianza del consumidor, a pesar del ligero descenso de marzo, indica que el consumo privado fue muy robusto en el 1T 2018. En consecuencia, es muy probable que la tasa de ahorro de los hogares siga manteniéndose en niveles históricamente bajos, tal y como ya ocurrió en 2017. En concreto, el año pasado los hogares ahorraron solamente un 5,7% de su renta bruta disponible (7,7% en 2016) debido a que el crecimiento del consumo nominal fue significativamente superior al de la renta bruta disponi-

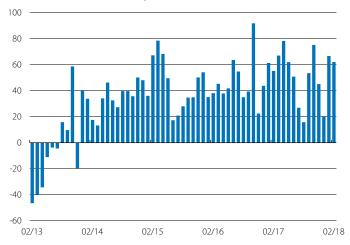
La inflación subyacente rompe su atonía y repunta hasta el 1,1% en febrero (0,8% en enero) a causa del incremento de los servicios, en concreto, de los paquetes turísticos y de los servicios de telefonía. Por su parte, la inflación general, de la cual el INE ya ha avanzado el dato de marzo, se situó en el 1,2% (1,1% en febrero). Este ligero incremento de los precios se explicaría en gran medida por el efecto calendario de la Semana Santa, que este año cae casi íntegramente en marzo y el año pasado fue en abril. Por este mismo efecto, esperamos que la inflación se modere el mes de abril, y que a partir de mayo evolucione ligeramente al alza impulsada por el precio del petróleo y una paulatina recuperación de la inflación subyacente.

ble (4,2% y 2,0%, respectivamente).

El sector exterior evoluciona muy favorablemente a pesar del incremento del precio del petróleo. La cuenta corriente cerró el año 2017 con un superávit del 1,9% del PIB, el mismo registro que el año anterior. Por una parte, el saldo de bienes empeoró en gran parte por el incremento del precio del petróleo (el déficit energético pasó del –1,8% del PIB en 2016 al –2,3% en 2017), pero también empeoró como consecuencia

#### 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.

#### Tasa de ahorro

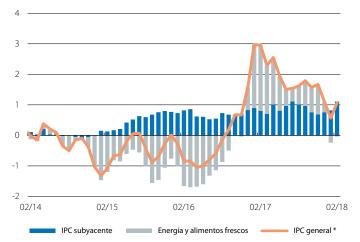
(% de la renta bruta disponible)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

**IPC** 

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

del incremento de las importaciones no energéticas y a pesar del dinamismo de las exportaciones. Por otra parte, el saldo de servicios mejoró respecto a 2016 hasta representar el 5% del PIB, y el saldo de rentas también mejoró ligeramente. De cara a 2018, prevemos que el encarecimiento del petróleo seguirá restando al saldo por cuenta corriente, como así muestran los datos de enero. En concreto, el saldo comercial de bienes anotó un déficit del 2,2% del PIB (acumulado de 12 meses), superior al 1,6% de enero de 2017, un deterioro que se debió, en buena parte, al incremento de las importaciones energéticas. La balanza no energética, sin embargo, más indicativa de la tendencia de fondo del comercio de bienes, muestra una mayor estabilidad: con unas exportaciones que crecieron un 6,6% interanual (acumulado de 12 meses) y que compensaron la solidez de las importaciones (+7,0%, también acumulado de 12 meses).

# Prosiguen los buenos datos en el mercado inmobiliario. Las compraventas de viviendas crecieron en enero un 15,1% interanual (acumulado de 12 meses) y alcanzaron un total de 473.255 unidades vendidas. Este impulso en las compraventas ha incidido en el precio de transacción de la vivienda, que aumentó un 7,2% en términos interanuales en el 4T 2017 (0,9% en términos intertrimestrales), con lo que el crecimiento promedio de 2017 se situó en un notable 6,2%. De cara a los próximos trimestres, la fortaleza de la demanda de vivienda, junto con una tímida recuperación de la oferta y unas favorables condiciones de acceso al crédito para la compra de vivienda, hacen prever que se mantendrá la tendencia al alza en los precios.

#### La concesión de crédito sigue evolucionando favorablemen-

te. En particular, las nuevas operaciones para el consumo y para la compra de vivienda avanzaron con fuerza en febrero: 17% y 16,5% interanual (acumulado del año), respectivamente. En cuanto a las empresas, la nueva producción apunta a una recuperación notable durante el 2018, tanto de los créditos a pymes (17,4% interanual, acumulado del año) como a grandes empresas (12,7%). A pesar del dinamismo de las nuevas operaciones de crédito, el saldo de crédito todavía sigue contrayéndose (-2,0% interanual en el 4T 2017), con la notable excepción del saldo de crédito al consumo, que creció un 14,3% interanual en el 4T. Por otro lado, la tasa de mora bancaria también sigue retrocediendo y destaca especialmente la reducción de la morosidad en el crédito promotor (-7,4 p. p. en el último año) gracias a la venta de carteras de activos dudosos. Con todo, dicha tasa todavía se sitúa en un elevado 18,1% y supera con creces la morosidad del resto de segmentos.

#### Exportaciones e importaciones de bienes \*

Variación interanual (%)



**Nota:** \* Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir la energía. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

#### Precio de la vivienda libre

Variación interanual (%)



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

#### Crédito bruto y morosidad en el 4T 2017

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Crédito a hogares	697	-1,0	-
Compra de vivienda	530	-2,6	4,8
Otras finalidades	168	4,1	8,1
Consumo	76	14,3	_
Crédito a empresas	477	-3,3	_
No-promotores	367	-1,5	10,1
Promotores	110	-8,9	18,1
Créditos al sector privado *	1.174	-2,0	7,8

**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 · Las comunidades autónomas vuelven a los mercados

El nivel de deuda de las Administraciones públicas lleva cinco años anclado alrededor del 100% del PIB y, por ahora, la recuperación de la actividad económica no ha resultado suficiente para que la Administración pública salga de los números rojos. Si bien la mayor parte de la deuda pública es de la Administración central, la deuda que mantienen las comunidades autónomas (CC. AA.) no es nada desdeñable: representa el 25% del PIB español,¹ muy por encima del 16% que representaba tan solo cinco años atrás. En particular, la deuda autonómica ha aumentado en todas las CC. AA., aunque la distribución es muy heterogénea entre ellas (véase el gráfico adjunto). En este artículo, nos centraremos en entender los mecanismos de financiación del déficit y los vencimientos de deuda de las CC. AA.

Según la Ley Orgánica de Financiación a las Comunidades Autónomas (LOFCA), aprobada en 1980, las CC. AA. pueden realizar emisiones de deuda para hacer frente a vencimientos de deuda o financiar el déficit permitido por los principios de estabilidad presupuestaria. Hasta 2012, las CC. AA. realizaban emisiones directas en los mercados, previa autorización del Estado. Sin embargo, la crisis económica y financiera generó dificultades de acceso a los mercados por parte de las CC. AA. y, ante esta situación, el Estado puso en marcha varios mecanismos para mejorar la capacidad financiera de estas. El más destacado fue el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), creado en 2012. Con este mecanismo, pasaba a ser la Administración central quien accedía a los mercados para captar los fondos, que luego se canalizaban a las CC. AA. vía préstamos a largo plazo.<sup>2</sup>

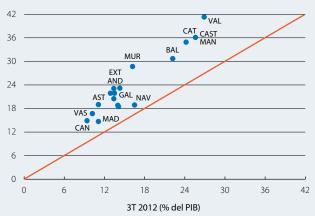
Sin embargo, la adhesión al FLA no quedó exenta de compromisos: las CC. AA. adheridas deben elaborar un plan de ajuste que garantice el cumplimiento de los objetivos de déficit y deuda, y también deben compartir mensualmente información sobre la evolución de la ejecución presupuestaria.

En 2015, el FLA quedó integrado en el denominado Fondo de Financiación Autonómica (FFA),<sup>3</sup> que tenía como objetivo mantener el apoyo a las CC. AA. con problemas de liquidez, por un lado, y, por otro, permitir que las CC. AA. sin problemas de liquidez también pudieran aprovechar los menores costes de financiación de los que gozaba la Administración central. De esta manera el fondo se dividió en: i) la continuación del FLA, de adhesión obligatoria para las CC. AA. que no cumplen con los objetivos de estabilidad, y ii) la Facilidad Financiera, para aquellas CC. AA. que cumplen los objetivos de estabilidad.<sup>4</sup>

- 1. En el 3T 2017.
- 2. Real Decreto-ley 21/2012.
- 3. Artículo 21 del RDL 17/2014.
- 4. Adicionalmente, se creó el Fondo Social, destinado a pagar las obligaciones de las CC. AA. respecto a las corporaciones locales generadas por los convenios en materia de gasto social.

#### Deuda pública por CC. AA.

3T 2017 (% del PIB)



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

#### ¿Cómo de intensivo ha sido el uso del FLA?

Las dificultades para acceder a los mercados a unos costes similares a los que podía acceder el Estado<sup>5</sup> ha conllevado un uso intensivo de estos mecanismos, hasta tal punto que el Estado se ha convertido en su mayor prestamista (el 56% de la deuda de las CC. AA. es frente a la Administración central). Este uso, sin embargo, ha sido muy desigual entre CC. AA. De hecho, el 70% del total de la deuda procedente del FFA y el antiguo FLA se ha utilizado para cubrir las necesidades de financiación de tres comunidades: Cataluña (33%), Comunidad Valenciana (22%) y Andalucía (15%).

A pesar de las condiciones favorables que ofrecen los mecanismos de financiación, cabe destacar que también generan rigideces a las CC. AA. En particular, la financiación es muy estandarizada en plazos y está sujeta a numerosas condicionalidades en el ámbito presupuestario. En este sentido, en el marco de unos bajos tipos de interés y unos menores déficits públicos autonómicos, varias CC. AA. están reconsiderando su estrategia de financiación y cada vez son más las que están acudiendo a los mercados. En 2017, ya hubo varias CC. AA. que emitieron en el mercado, como es el caso de Asturias, La Rioja y Castilla y León. De cara a 2018, la Comunidad de Madrid ya ha anunciado que prescindirá de los FFA y, de hecho, en febrero, ya emitió 1.000 millones de euros en un bono a 10 años con un tipo de interés 21 p. b. por encima del bono de referencia equivalente del Tesoro español. Ante estos costes relativamente bajos, hay otras CC. AA. que ya se están planteando volver a acudir a los mercados, como Andalucía y Aragón, y la tendencia muy probablemente irá al alza.

5. Se estima que el ahorro total acumulado de las CC. AA. entre 2012 y 2016 asciende a 15.000 millones de euros. Véase De la Fuente, Á. (2017) «Los mecanismos adicionales de financiación: cantidades desembolsadas, subvenciones a los intereses y efectos sobre la financiación efectiva de las CCAA», FEDEA e IAE.

# FOCUS · Afiliación a la Seguridad Social: balance y perspectivas sectoriales

El pasado 2017 fue un año especialmente bueno en materia de afiliación a la Seguridad Social. El aumento del número de afiliados, de 611.000 (un aumento del 3,4% anual), fue notablemente superior al del año anterior (540.000 en 2016, +3,1%), y también fue mejor que el previsto por CaixaBank Research (la previsión que teníamos en enero de 2017 para el conjunto del año era de un aumento similar al de 2016). Estos buenos datos estuvieron en consonancia con la mejora progresiva de las previsiones de crecimiento del PIB que, a lo largo del año, también revisamos al alza, desde el 2,4% que teníamos en enero de 2017 al 3,1% finalmente observado.

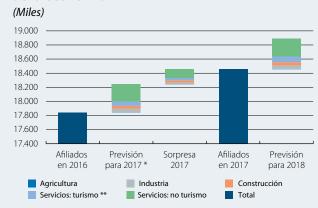
Los buenos registros laborales fueron generalizados en la mayoría de sectores (véase el gráfico adjunto). El sector que registró un mayor crecimiento en términos absolutos fue el de servicios, que acumuló casi el 77% del crecimiento de la afiliación (470.000 afiliados, un crecimiento del 3,5%). El buen desempeño del sector servicios se explica, en gran parte, por el dinamismo de las actividades relacionadas con el turismo, que incrementaron los afiliados en casi 100.000 personas (4,1% interanual). Este aumento, si bien fue considerablemente superior al del conjunto de la economía, mostró ligeros signos de desaceleración en el 4T. Así bien, la afiliación en el resto de subsectores de servicios (no directamente ligados con el turismo) avanzó a un ritmo menor (3,4% interanual), pero tuvo un desempeño mejor que el previsto al inicio del año.

En positivo también destaca el sector de la construcción, que registró una fuerte aceleración y un notable aumento en el número de afiliados, del 7,4% interanual, el crecimiento más elevado desde el periodo precrisis. Como es sabido, este sector concentró gran parte de la destrucción de empleo durante la crisis y, por tanto, este elevado crecimiento se produjo desde unos niveles de afiliación relativamente bajos, tal como ilustra el hecho de que el peso de los afiliados en este sector, del 6,2%, se sitúa todavía muy lejos del 14,5% alcanzado en 2007.

La evolución del sector industrial también fue favorable en 2017, con un crecimiento de la afiliación del 3,3%, unos resultados ligeramente mejores que los previstos. En este sector, el número de personas afiliadas sigue siendo muy

1. Se consideran actividades relacionadas con el turismo: transporte terrestre y por tubería; transporte marítimo y por vías navegables; transporte aéreo; servicios de alojamiento; servicios de comidas y bebidas; actividades de alquiler; actividades de agencias de viajes u operadores turísticos; actividades de creación, artísticas y de espectáculo; actividades de biblioteca, archivos, museos o culturales, y actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento. Nótese que se incluye la totalidad del sector, a diferencia de la cuenta satélite del turismo que determina qué empleos son directamente atribuibles al turismo.

## Afiliación a la Seguridad Social por sectores de la economía



Notas: \* Previsiones realizadas en enero de 2017.

\*\* Afiliación en subsectores relacionados con el turismo

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

inferior al que podía observarse antes de la crisis económica, un hecho que es común en la mayoría de economías avanzadas y que refleja, en parte, el aumento especialmente elevado de la productividad de este sector gracias al impacto de las nuevas tecnologías.<sup>2</sup>

De cara a 2018, CaixaBank Research prevé que el número de afiliados a la Seguridad Social aumente en alrededor de 425.000 personas, un 2,3% anual, un avance robusto y que seguirá apoyando la reducción de la tasa de paro.3 El desglose de la afiliación por sectores se espera que sea similar al de 2017, pero con algunos matices. El sector servicios, que mantiene un crecimiento estable desde 2015, ha sobrepasado ya el número de afiliados que registró en 2007, por lo que es razonable pensar que, a pesar de que seguirá creciendo de forma notable, el ritmo de avance sea ligeramente inferior al de 2017 (333.000 personas, 2,4% anual). Por lo que se refiere a la construcción, se espera que la afiliación en este sector siga siendo muy dinámica en 2018 (50.000 personas, 4,4% anual), puesto que la actividad en el sector poco a poco va despertando de la mano de una demanda de vivienda y de unos precios que consolidan su tendencia alcista. Finalmente, se espera que la afiliación en el sector industrial siga creciendo, pero de forma algo más moderada, siguiendo la tendencia de los últimos años (46.000 personas, 2,1%). Los datos de afiliación a la Seguridad Social de los dos primeros meses de 2018, ya publicados, reafirman las buenas perspectivas para el conjunto del año.

- 2. Véanse los artículos del Dossier «Industria 4.0» del IM11/2016.
- 3. Previsiones realizadas mediante modelos ARIMA.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

#### Indicadores de actividad

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Industria									
Consumo de electricidad	0,2	1,6	1,7	1,4	0,5	3,0	-2,0	3,7	
Índice de producción industrial	1,9	3,2	1,8	2,8	2,8	5,2	0,7		
Indicador de confianza en la industria (valor)	-2,3	1,0	0,3	-0,5	-0,1	4,3	4,2	2,4	1,9
PMI de manufacturas (valor)	53,2	54,8	54,8	54,9	53,6	55,9	55,2	56,0	
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	43,7	22,9	24,5	18,4	23,5	25,1	24,4		
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	13,1	13,8	15,2	12,2	13,3	14,5	15,1		
Precio de la vivienda	1,9	2,4	2,2	1,6	2,7	3,1	-		-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	8,2	9,9	10,0	10,2	10,3	9,1	8,3		
PMI de servicios (valor)	55,0	56,4	56,4	57,8	56,8	54,5	56,9	57,3	
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	0,3	2,0	1,1	0,3	2,1	2,0	
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	7,8	6,3	6,7	10,8	20,3	13,0	
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-2,8	1,5	0,2	-1,5	1,3	0,4	-3,5

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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Afiliados a la Seguridad Social <sup>1</sup>								
Sectores de actividad								
Industria	2,8	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Construcción	2,6	6,1	5,3	6,1	6,1	7,1	7,6	7,2
Servicios	3,2	3,6	3,4	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5
Situación profesional	3,5	4,2						
Asalariados	3,5	4,2	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0
No asalariados	1,0	0,8	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,9
TOTAL	3,0	3,6	3,4	3,8	3,5	3,5	3,4	3,5
Población ocupada <sup>2</sup>	2,7	2,6	2,3	2,8	2,8	2,6	-	
Contratos registrados 3								
Indefinidos	14,2	12,4	15,4	10,2	11,0	12,9	15,2	15,4
Temporales	7,2	7,3	12,1	9,6	5,0	2,6	6,3	5,4
TOTAL	7,8	7,7	12,4	9,6	5,5	3,4	7,1	6,5
Paro registrado <sup>3</sup>								
Menores de 25 años	-12,6	-12,2	-13,3	-17,3	-9,4	-8,7	-9,7	-8,5
Resto de edades	-8,2	-9,1	-9,2	-10,3	-8,7	-8,0	-7,4	-7,4
TOTAL	-8,6	-9,3	-9,6	-10,9	-8,8	-8,0	-7,5	-7,5

**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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
General	-0,2	2,0	2,7	2,0	1,7	1,4	0,6	1,1	1,2
Subyacente	0,8	1,1	1,0	1,1	1,3	0,8	0,8	1,1	
Alimentos sin elaboración	2,3	2,6	4,1	2,5	-0,2	4,0	1,6	0,3	
Productos energéticos	-8,4	8,2	15,3	8,0	5,4	4,1	-1,7	1,4	

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18
Comercio de bienes							
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,6	8,1	5,7	6,0	7,0	8,1	7,4
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-0,4	10,3	3,7	5,5	8,9	10,3	9,7
Saldo corriente	21,5	22,1	21,8	22,0	21,0	22,1	22,0
Bienes y servicios	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8
Rentas primarias y secundarias	-12,2	-11,4	-10,4	-11,5	-11,7	-11,4	-10,8
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	24,2	24,8	24,2	24,3	23,5	24,8	25,0

**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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación <sup>1</sup>	-4,5	-3,1	-0,4	-2,2	-1,5	-3,1	_
Administración central	-2,7	-1,9	-0,5	-1,1	-1,5	-1,9	-0,4
Comunidades autónomas	-0,8	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,3	0,0
Corporaciones locales	0,6	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	_
Seguridad Social	-1,6	-1,5	0,1	-0,5	-0,6	-1,5	0,1
Deuda pública (% PIB)	99,0	98,3	99,7	99,5	98,5	98,3	_

**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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Depósitos <sup>2</sup>								
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	
A la vista y ahorro	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	
A plazo y preaviso	-16,0	-24,2	-22,0	-24,9	-25,1	-24,6	-23,6	
Depósitos de AA. PP.	-14,2	-8,7	-28,0	-26,7	6,8	13,1	12,9	
TOTAL	1,2	1,9	1,0	0,5	2,6	3,7	3,0	
Saldo vivo de crédito <sup>2</sup>								
Sector privado	-3,6	-2,1	-2,6	-1,9	-2,2	-1,8	-1,8	-2,1
Empresas no financieras	-5,3	-3,6	-4,3	-3,0	-3,8	-3,3	-2,8	-4,4
Hogares - viviendas	-3,6	-1,5	-1,6	-1,4	-1,3	-1,7	-2,5	-3,9
Hogares - otras finalidades	1,7	0,1	-0,3	-0,6	-0,4	1,8	3,5	10,6
Administraciones públicas	-2,9	-9,7	-3,2	-12,6	-11,6	-11,4	-16,0	-10,4
TOTAL	-3,6	-2,7	-2,6	-2,7	-2,9	-2,5	-2,9	-2,7
Tasa de morosidad (%) <sup>3</sup>	9,1	7,8	8,8	8,4	8,3	7,8		

**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.



#### LA GENERACIÓN DEL MILENIO

## Los millennials, ¿quiénes son?

Las generaciones, como las personas, tienen personalidad, y la generación del Milenio no es una excepción. También conocidos como generación Y o generación *Next*, los *millennials* llegaron al inicio de la edad adulta con el nuevo milenio. Concretamente, y siguiendo la definición acuñada por el *think tank* americano Pew Research Center, se incluyen aquí a todos aquellos nacidos entre los años 1981 y 1996. Pertenecen a esta generación, por tanto, los que en 2018 tienen entre 22 y 36 años. En este artículo, trataremos de identificar los principales rasgos que definen a los *millennials* y los motivos por los que esta generación difiere de las anteriores.

Empecemos por ver su tamaño sobre el total de población. A nivel global, la generación del Milenio es una cohorte más amplia que las anteriores. Concretamente, se estima que representan cerca del 24,0% de la población mundial, un tamaño muy superior al de las generaciones X (19,5%) y del *baby boom* (17,0%).¹ En EE. UU., el 22% de la población pertenece a esta generación, y se estima que en 2019 los *millennials* ya superarán a los *baby boomers* como la generación adulta más grande del país.² En Europa, no obstante, el panorama generacional es bien distinto. Según datos de Eurostat, en 2017, en la UE residían aproximadamente 102 millones de *millennials*, o el 20% de la población. En cambio, la generación del *baby boom* era la que tenía un mayor peso sobre el total de la población (23,4%). Por otra parte, en España, el tamaño de la generación *millennial* es incluso inferior, del 18,7% concretamente, y la generación X es la que tiene un mayor peso sobre el total (26,2%).

Así pues, ¿qué caracteriza a esta generación? Los grandes eventos que definen un periodo histórico, como los avances científicos y tecnológicos o las crisis económicas, afectan a toda la población, pero tienden a dejar una mayor huella en los adultos más jóvenes, dado que estos están aún formando sus valores y expectativas. En efecto, varios estudios muestran que esta marca no solamente les afecta en su juventud, sino que tiende a acompañarlos a lo largo de su vida. En este sentido, y con el fin de caracterizar a los *millennials*, podemos fijarnos en cómo los grandes acontecimientos que tuvieron lugar a nivel global cuando estos estaban creciendo (entre los años 1995 y 2010 aproximadamente) les han moldeado de un modo u otro. En particular, esta generación se ha hecho mayor en un periodo de rápido cambio caracterizado por la globalización, la revolución digital y la gran crisis económica de 2008. Todo ello les ha dado un conjunto de preferencias, actitudes y expectativas distintas a las de generaciones anteriores.

En primer lugar, una de las principales características de esta generación es que tiende a tomar sus decisiones vitales, como la formación del hogar, más tarde que las generaciones anteriores. En particular, según un estudio del Pew Research Center para EE. UU., la proporción de jóvenes menores de 34 años que están casados es más baja que nunca. En la UE, los datos también sugieren que los *millennials* se casan más tarde que los de la generación X. Hoy en día, la edad promedio en la que los europeos contraen matrimonio por primera vez se ha retrasado hasta los 34 años para los hombres y los 31 años para las mujeres, comparado con los 30 y 27 años en 1999, respectivamente. Del mismo modo, los *millennials* también esperan más a tener descendencia. En particular, la edad promedio en la que las mujeres tienen su primer hijo ha ido aumentando paulatinamente en los últimos años y en Europa ya se sitúa en los 29 años, el nivel más tardío jamás alcanzado.

Esta tendencia es debida a que para muchos jóvenes de hoy en día llegar a la edad adulta incluye otras prioridades, como recibir una buena educación y tener seguridad económica. En efecto, los *millennials* constituyen la generación con el nivel de formación más elevado. Esta preferencia se deriva, en gran parte, de las demandas de una economía moderna basada en el conocimiento, pero también del hecho de que muchos de ellos optaron por seguir estudiando ante la imposibilidad de encontrar trabajo durante la crisis financiera. Así, en Europa, la proporción de adultos jóvenes con estudios de grado superior es más alta que nunca: 4 de cada 10 jóvenes entre 25 y 34 años han completado estudios universitarios. En 1999, cuando los miembros de la generación X tenían la misma edad, el porcentaje era del 24%. Esta tendencia es todavía más acusada en las mujeres de entre 25 y 34 años: un 44% tiene estudios superiores, frente al 33,6% de los varones.<sup>6</sup>

- 1. La generación X comprende a aquellos nacidos entre 1965 y 1980, mientras que la generación del *baby boom* se refiere a aquellos nacidos entre 1946 y 1964. Datos de Naciones Unidas para 2015.
- 2. Según datos del U.S. Census Bureau.
- 3. Véase Pew Research Center (2010), «Millennials: Confident. Connected. Open to Change», Social & Demographic Trends.
- 4. Véase Pew Research Center (2014), «Record Share of Americans Have Never Married», Social & Demographic Trends.
- 5. Véase Vespa, J. (2017), «The Changing Economics and Demographics of Young Adulthood: 1975-2016», U.S. Census Bureau Report.
- 6. Datos de Eurostat para 2017. En el año 1999, esta diferencia era mucho menor, de 2 p. p. concretamente.

Otro rasgo diferencial de los *millennials* es que constituyen la primera generación nativa digital. Concretamente, los pertenecientes a esta generación crecieron viendo nacer internet y muchos otros avances tecnológicos, como los teléfonos inteligentes o las tabletas, y están muy familiarizados con todo aquello digital. De hecho, la conectividad al mundo *online* está muy arraigada en su vida personal y profesional. En la UE, 9 de cada 10 *millennials* entre 20 y 34 años usan internet de forma diaria, frente al 78% de los de la generación X y el 48% de los *baby boomers*. Asimismo, 9 de cada 10 *millennials* europeos posee un *smartphone* y destina una media de cinco horas al día a estar *online*.<sup>7</sup>

La generación del Milenio es, por tanto, una generación hiperconectada, que hace un uso intensivo de las nuevas tecnologías digitales, más que las generaciones precedentes. A modo de ejemplo: 6 de cada 10 *millennials* europeos realizan compras por internet, 8 frente al 53% de los de la generación X y el 29% de los *baby boomers*. Asimismo, cerca del 80% de los *millennials* solicita utilizar internet para buscar información sobre productos y servicios (frente al 72% de los de la generación X y el 47% de los *baby boomers*) y un tercio de ellos utiliza internet para buscar y solicitar trabajo (frente al 18% de los de la generación X y el 4% de los *baby boomers*). Además, son también los que tienen una mayor presencia en las redes sociales: 8 de cada 10 *millennials* europeos tienen perfil en una red social (frente al 56% de los de la generación X y el 24% de los *baby boomers*). Entre sus motivaciones para participar en una red social destaca la de conectarse con otras personas (muchas veces en tiempo real). De hecho, para muchos de ellos, las relaciones digitales están entrelazadas con otras formas de interacción. 11

Asimismo, su gran afinidad por la tecnología les ha otorgado una variedad de comportamientos y actitudes que, por ahora, son exclusivas de esta generación, como la preferencia por la inmediatez. Los *millennials* valoran muy positivamente la comodidad de poder acceder a la información, comparar productos y servicios, comprar o comunicarse desde cualquier lugar y momento. Esta inmediatez en la conexión con el mundo (digital) ha pasado a formar parte de las expectativas de muchos *millennials*, que premian la rapidez, la eficiencia, la facilidad y la simplicidad en todo lo que hacen, también en el mundo *offline*.

Por otro lado, a pesar de contar con más facilidades para trabajar y estudiar en otros países, la generación milenial no parece ser más móvil que la anterior (generación X), al menos en Europa. Concretamente, los datos indican que el porcentaje de *millennials* europeos que trabajan en otro país de la UE-15 –aproximadamente el 2%– es similar al de la generación X a su edad. Es más, según una encuesta realizada a jóvenes de entre 16 y 30 años en los países de la UE-28, la gran mayoría de ellos (el 61%) no se sienten inclinados a viajar a otro país miembro para estudiar o encontrar trabajo, mientras que 9 de cada 10 jóvenes reporta no haberlo hecho nunca. <sup>13</sup>

Por último, los *millennials* tienden a sentir más aversión al riesgo que las generaciones anteriores. Según una encuesta realizada por el Instituto Brookings, el inversor medio de entre 21 y 36 años tiene la mayor parte de sus ahorros en efectivo y depósitos, frente al 23% de otras generaciones. <sup>14</sup> Una de las razones que se esconde tras esta tendencia es que, a pesar de su elevado nivel educativo y de sus habilidades digitales, para la gran parte de los *millennials* la entrada al mercado laboral coincidió con la crisis financiera. Ello, entre otros, ha podido afectar a su actitud en relación con el riesgo. De hecho, según un estudio de los economistas Malmendier y Nagel para EE. UU., <sup>15</sup> las personas que experimentan unos retornos bursátiles bajos tienen una mayor aversión a asumir riesgos financieros y participan menos en el mercado bursátil. Es más, este efecto es mayor cuanto más joven es el individuo.

En definitiva, los acontecimientos que definen el periodo en el que los *millennials* han crecido han contribuido a formar las preferencias, actitudes, valores y expectativas de futuro que les caracterizan como generación. Si bien el entorno económico en su juventud no ha sido del todo favorable, esta generación, sumamente formada y con una gran capacidad de adaptación a las nuevas tecnologías, está muy bien equipada para afrontar el futuro con éxito.

Roser Ferrer CaixaBank Research

- 7. Véase Telefónica (2013), «Telefónica Global Millennial Survey: Europe Results».
- 8. En los últimos tres meses, según datos de Eurostat para 2017.
- 9. Según datos de Eurostat para 2017.
- 10. Otra razón es la de mantenerse informado sobre noticias o eventos actuales.
- 11. Véase Ipsos (2017), «The Millennial influence».
- 12. Véase The Boston Consulting Group (2012), «The Millennial Consumer: Debunking Stereotypes».
- 13. Véase EPRS (2016), «European Youth in 2016», 2016.
- 14. Véase Brookings Institute (2014), «11 Facts about the Millennial Generation», Brookings Now.
- 15. Véase Malmendier, U. y Nagel, S. (2011), «Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?», The Quarterly Journal of Economics, volumen 126.



## Los millennials: ¿una nueva concepción del trabajo?

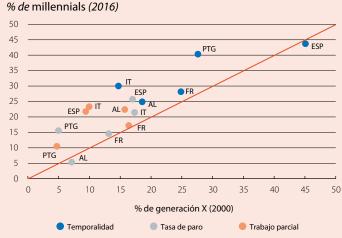
#### Los millennials y los efectos de la crisis

Cuando los *millennials* empezaron a incorporarse al mercado de trabajo, la coyuntura económica no estuvo siempre de su lado. Y fue particularmente adversa para los *millennials* españoles nacidos después de 1987, que, con una crisis profunda en ciernes, vieron frustradas muchas de sus expectativas laborales o, cuando menos, tuvieron que dejarlas en la recámara, a la espera de tiempos mejores.

Incluso ahora, encontrar trabajo no les es fácil: la tasa de paro de los *millennials* en España es del 26% (en el año 2016), muy superior a la de la generación previa (generación X) cuando tenía la edad que ahora tienen los *millennials* (17%, en el año 2000), un fenómeno que también se observa en otros países europeos como Portugal e Italia. Pero las diferencias intergeneracionales no solo estiban en la dificultad de encontrar un empleo. Una vez abierta la puerta al mercado laboral, las condiciones con las que se han encontrado los *millennials* europeos, en términos de tasas de temporalidad y trabajo a tiempo parcial, también han tendido a ser peores que las de la generación anterior, especialmente en España, Italia y Portugal (véase el primer gráfico).

Varios estudios coinciden en afirmar que la incorporación al mercado laboral durante una recesión económica, como la que tuvieron los millennials tardíos, tiene efectos negativos sobre el empleo y los salarios que pueden tardar años en desaparecer.<sup>2</sup> Si bien los efectos negativos sobre la probabilidad de encontrar empleo tienden a desvanecerse después de tres años, el efecto sobre los salarios puede durar unos 10 años. Así, los estudios sugieren que, en el caso del Reino Unido, la penalización por haber estado desempleado en el inicio de la vida laboral puede reducir cerca de un 8% el salario que se percibe 20 años después.3 Además, estas consecuencias no se limitan a los grupos más vulnerables, sino que también afectan a los graduados universitarios, doctorados o MBA.<sup>4</sup> Por otro lado, las cohortes que entran en el mercado de trabajo durante una época de expansión reciben promociones más rápidamente y alcanzan puestos más altos.5

#### **Condiciones laborales**



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

#### ¿Qué hace diferentes a los millennials en el trabajo?

A pesar de las difíciles condiciones económicas con las que pueden haberse encontrado, los *millennials* son una generación muy formada y capaz de aportar valor al mercado laboral. En este sentido, si bien la mayoría de las generaciones valoramos aspectos similares en el trabajo, como la conciliación con la vida personal y unos salarios competitivos, hay ciertos aspectos que los *millennials* tienden a considerar más relevantes que las generaciones anteriores. ¿Cuáles son, entonces, las políticas de empresa que más pueden atraer (o retener) a los *millennials* en el puesto de trabajo? La mayoría de los informes destacan los siguientes aspectos:<sup>6</sup> i) Oportunidades de trabajar con la última tecnología y de recibir formación, ii) cercanía con los superiores y *feedback* regular y iii) ambiente colaborativo y flexible.

Otro aspecto sobre el que se suele especular en cuanto a la forma de trabajar de los *millennials* es su falta de compromiso, pero ¿están los *millennials* laboralmente menos comprometidos que las otras generaciones?

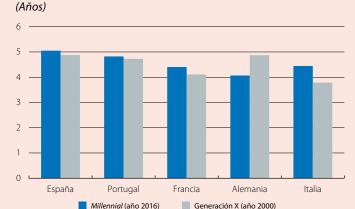
- 1. Se define a los millennials como aquellos nacidos entre 1981 y 1996, y a la Generación X como aquellos nacidos entre 1965 y 1980.
- 2. Véase Kahn, L. B. (2010), «The long-term labor market consequences of graduating from college in a bad economy», Labour Economics, 17(2): 303-316.
- 3. Véase Comisión Europea (2014), «Scarring effects of the crisis» y Greeg, P. y Tominey, E. (2005), «The wage scar from male youth unemployment», Labour Economics vol. 12(4): 487-509.
- 4. Véase Oreopoulos, P., Von Wachter, T. y Heisz, A. (2012), «The Sort- and Long-Term Career Effects of Graduating in a Recession», American Economic Journal: Applied Economics, 4(1):1-29.
- 5. Véase Kwon, I., Milgrom, E. M. y Hwang, S. (2010), «Cohort Effects in Promotions and Wages: Evidence from Sweden and the United States», The Journal of Human Resources, 45(3):772-808.
- 6. Véase Human Resources Professionals Association (2016), «HR& Millennials: Insights into Your New Human Capital», HRPA Millennials Report.

Para el caso de EE. UU., algunos estudios sugieren que los *millennials* cambian de trabajo más a menudo y alertan del coste que esto supone para la economía. Sin embargo, si se tiene en cuenta el aumento general de la movilidad, la movilidad de los *millennials* no parece haber aumentado más que la de otras generaciones.<sup>7</sup>

En efecto, en los países europeos, los datos apuntan a que la permanencia media de los *millennials* en el puesto de trabajo es bastante similar a la de la generación anterior, en especial si comparamos grupos de *millennials* y de generación X con condiciones laborales y educativas similares (véase el segundo gráfico), por lo que este dato no indica que la generación del Milenio sea menos comprometida con el trabajo.

Existen otros indicadores más soft que también nos pueden dar pistas sobre si existe un menor compromiso laboral; por

## Permanencia media en el trabajo de personas con contrato indefinido y educación terciaria



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

ejemplo, si los *millennials* tienden a buscar otro trabajo mientras están empleados. Aquí los resultados difieren entre países. Por un lado, en España y Portugal, hay más *millennials* empleados que manifiestan estar buscando trabajo que sus homólogos de la generación X, lo que podría estar indicando un cambio respecto a la generación anterior. Sin embargo, este no es el caso de los *millennials* de Francia y Alemania, que presentan un comportamiento similar al de la generación anterior.

En definitiva, los datos parecen indicar que las principales diferencias en términos de empleo entre los *millennials* y las otras generaciones no responden tanto a las preferencias individuales de esta generación como a una peor situación en el mercado laboral. Tal y como explicábamos al principio, la entrada en el mercado laboral en época de recesión deja cicatrices en términos de empleo y salarios a largo plazo que, a su vez, afectan al modo de vida de los *millennials*.

#### ¿Cómo viven los millennials?

La falta de seguridad en el empleo juvenil, en combinación con una mayor protección del empleo de sus padres, lleva a los *millennials* a retrasar la edad de emancipación, <sup>8</sup> que en España se sitúa actualmente en 29 años. <sup>9</sup> Sin embargo, las consecuencias no solo afectan al momento de la emancipación, sino también al modo en el que se produce. Las transiciones al desempleo y unos salarios modestos generan dificultades en el acceso a la vivienda, tanto por la dificultad de acceder a una hipoteca ante condiciones laborales inestables como por el esfuerzo económico que supone adquirir una vivienda. De hecho, los *millennials* que han comprado una vivienda dedican el 19% de su renta a los pagos asociados a ella, 7 p. p. más que la generación X a su edad. Tales dificultades quedan reflejadas en una mayor tendencia al alquiler (un 55% de los jóvenes entre 25 y 29 años que están emancipados viven de alquiler) y en cambios en las decisiones financieras, que se discuten en el siguiente artículo.

Todo parece indicar, por tanto, que las diferencias en el mercado laboral entre los *millennials* y las generaciones anteriores vienen dadas, principalmente, por el impacto de la crisis económica. En este sentido, no hay que olvidar que los *millennials* son una de las generaciones que más ha padecido las consecuencias de la crisis y, como las secuelas que les ha generado no desaparecen rápidamente, su desempeño económico puede quedar condicionado al apoyo que reciban de la sociedad y, en especial, de las otras generaciones.

Anna Campos CaixaBank Research

<sup>7.</sup> Véase Adkins, A. (2016), «Millennials: The Job-Hopping Generation», Gallup Business Journal.

<sup>8.</sup> Becker, S. *et al.* (2004), «Job insecurity and children's emancipation», CEMFI Working Paper n.º 0404.

<sup>9.</sup> Datos de Eurostat referentes a 2015.

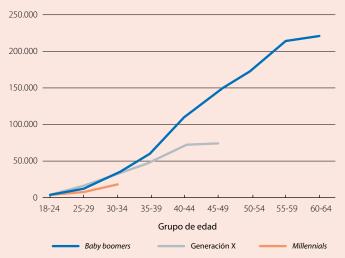


# La situación financiera de los hogares *millennials* en EE. UU. y España: ¿serán capaces de alcanzar a las anteriores generaciones?

En los artículos anteriores de este Dossier se ha caracterizado a los *millennials* como una generación que ha llegado a la edad adulta en un contexto económico desfavorable e incierto, con un mercado laboral deprimido y un sector inmobiliario en contracción. Estas condiciones económicas ya hacen intuir que la situación financiera de estos jóvenes, en general, no debe ser muy

#### EE. UU.: riqueza neta mediana

(Dólares de 2013)



Fuente: Dettling, L. y Hsu, J. W., «Playing Catch-up», IMF.

halagüeña. Además del contexto económico adverso mencionado, ciertos aspectos que caracterizan a esta generación, como el hecho de que posponen decisiones vitales como la formación de un hogar o los retos propios a los que deben hacer frente, como el aumento del precio de la educación universitaria en EE. UU., también han condicionado sus decisiones financieras, a las cuales dedicamos el presente artículo.

Para analizar la situación financiera de los hogares encabezados por *millennials*, comparamos la evolución de la riqueza neta mediana de cada generación a lo largo del ciclo vital. <sup>1,2</sup> Los gráficos adjuntos muestran que las diferencias generacionales son muy significativas: en EE. UU., la riqueza neta mediana de los *millennials* entre 25 y 34 años es un 60% de la riqueza mediana de un joven de la generación X en la misma franja de edad. En España, se observa una diferencia todavía mayor: la trayectoria de la riqueza neta de cada generación se encuentra por debajo de la generación precedente y, en el caso concreto de los *millennials*, su riqueza neta mediana es de 3.000 euros frente a los 63.400 euros que acumulaban los jóvenes de la generación anterior cuando tenían la misma edad.

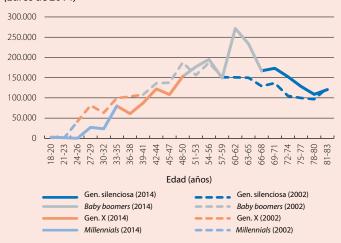
¿A qué se debe este notable *gap* de riqueza neta entre generaciones? Como veremos, hay dos motivos principales. El aspecto más relevante, y que explica la mayor parte de la diferencia, es poseer o no una vivienda. El segundo, el elevado endeudamiento no hipotecario.

En cuanto al primer factor, la compra de una vivienda es la decisión financiera más importante que toma un hogar, puesto que esta acostumbra a ser el activo de mayor valor que poseen las familias y, además, constituye el principal instrumento a través del cual acumulan riqueza, ya que actúa como un mecanismo de ahorro. ¿Qué nos dicen las cifras? En EE. UU., un 34% de los *millennials* tienen su vivienda en propiedad, un porcentaje ligeramente inferior a la generación precedente (del 39%). Una situación todavía más diferenciada se observa en las sucesivas generaciones de jóvenes españoles: un 44% de los hogares *millennials* tienen su vivienda en propiedad, comparado con un 65% de la generación X.

Si tenemos en cuenta este factor (el «efecto composición») y nos centramos solamente en aquellos hogares que tienen su vivienda en propiedad, observamos que la diferencia en riqueza neta mediana se desvanece en EE. UU. mientras que, en el caso de España, la diferencia se reduce de forma significativa, aunque sigue siendo notable (47%). En palabras llanas: los hogares *millennials* que consiguen comprar su casa tienen

#### España: riqueza neta mediana

(Euros de 2014)



**Nota:** Riqueza neta es los activos financieros e inmobiliarios menos los pasivos (deudas). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2002 y 2014).

<sup>1.</sup> Nótese que se trata de jóvenes que han formado un hogar independiente al de sus progenitores. En concreto, los datos de EE. UU. provienen de la Survey of Consumer Finances y los de España de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF). En España, los *millennials* se definen como los jóvenes entre 22 y 33 años en la EFF de 2014 (nacidos entre 1981 y 1992) y la generación X son las personas de la misma franja de edad (22-33 años) en la EFF de 2002 (nacidos entre 1969 y 1980). Para los detalles sobre los datos de EE. UU, véase Dettling, L. y Hsu, J. (2014), «The State of Young Adults' Balance Sheets: Evidence from the Survey of Consumer Finances». Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Fourth Quarter 2014, 96(4).

<sup>2.</sup> La riqueza neta es la variable que mejor aproxima la situación financiera de los hogares y se calcula como la diferencia entre los activos (financieros e inmobiliarios) y los pasivos o deuda del hogar. La mediana es el valor más representativo, puesto que la mitad de los hogares se encuentra en una situación mejor (o peor) respecto a dicho valor. Los tramos de edad permiten comparar distintas generaciones controlando por el ciclo vital.



poco más de la mitad de la riqueza neta que alcanzaron sus predecesores, unos 54.500 euros frente a los 103.000 euros de la generación X (véase la tabla adjunta). La decisión de comprar una vivienda y la evolución de su precio, por tanto, tiene importantes consecuencias sobre el proceso de acumulación de riqueza a lo largo del ciclo vital.

Como apuntábamos anteriormente, el segundo factor que explica la menor riqueza neta de los millennials es su elevado endeudamiento no hipotecario, es decir, el que no está relacionado con la compra de la vivienda. En EE. UU. se trata principalmente de deuda contraída para financiar los estudios universitarios. Entre 1997 y 2017, se ha multiplicado el número de estudiantes con este tipo de deuda, pasando de la mitad a dos tercios de los estudiantes. Además, el valor promedio del préstamo se ha duplicado y alcanza actualmente los 27.000 dólares. El endeudamiento no hipotecario de los millennials españoles también es superior al de la generación precedente: un 33% de los que no tienen la vivienda en propiedad tienen algún tipo de deuda, en su mayoría crédito al consumo. Además, la carga financiera de esta deuda (pagos por deuda) representa un 21% de los ingresos del hogar, muy superior al 13% de los hogares comparables de la generación X, y un 33% sufre estrés financiero.<sup>3</sup>

La desfavorable situación financiera de los millennials les sitúa en una peor situación de partida para poder afrontar los retos de futuro, siendo el más relevante de ellos el de afrontar su jubilación. En EE. UU. se ha producido un cambio radical en la forma en la que los empleadores gestionan los planes de pensiones de sus empleados: se ha pasado de un sistema de beneficio definido, en el que se garantizaba una cantidad en la jubilación, a un sistema contributivo en el que el empleador y el empleado hacen aportaciones a un plan de pensiones privado, de manera que la responsabilidad de decidir qué cantidad ahorrar para su jubilación y gestionar el plan de pensiones recae sobre los individuos. En los países europeos, incluido España, el envejecimiento de la población ha llevado a reformar los sistemas públicos de pensiones, reduciendo su generosidad. En este contexto, los millennials tienen la exigencia

## España: situación financiera de los millennials respecto a la generación X

(% de hogares, salvo indicación expresa)

		Total	Sin vivienda en propiedad	Con vivienda en propiedad	
Riqueza neta * mediana (euros de 2014)	Gen. X (2002)	63.408	1.321	103.164	
	Millennials (2014)	3.000	380	54.500	
Activos					
Vivienda en propiedad	Gen. X (2002)	65,5	0,0	100,0	
	Millennials (2014)	43,9	0,0	100,0	
Renta variable	Gen. X (2002)	8,8	6,7	9,9	
	Millennials (2014)	4,0	1,6	7,2	
Fondos de inversión	Gen. X (2002)	5,3	2,0	7,1	
	Millennials (2014)	2,7	1,9	3,6	
Fondos de pensiones	Gen. X (2002)	16,9	11,2	19,8	
	Millennials (2014)	10,6	4,7	18,1	
Pasivos					
Algún tipo de deuda	Gen. X (2002)	63,2	23,0	84,4	
	Millennials (2014)	55,9	33,3	84,8	
Deuda hipotecaria	Gen. X (2002)	44,9	0,0	68,5	
	Millennials (2014)	34,5	0,0	78,6	
Estrés financiero					
Carga financiera ** mediana de los hogares con deuda (% de ingresos)	Gen. X (2002)	17,6	12,9	18,2	
	Millennials (2014)	21,5	21,1	23,9	
Estrés financiero (carga financiera >40%) de los hogares con deuda	Gen. X (2002)	9,9	15,5	9,0	
	Millennials (2014)	23,2	32,7	18,4	
Riqueza neta negativa	Gen. X (2002)	4,7	12,5	0,6	
	Millennials (2014)	23,5	25,6	20,7	

**Notas:** Los millennials son los jóvenes entre 22 y 33 años de edad en la EFF de 2014 y la generación X son las personas de la misma franja de edad (22-33 años) en la EFF de 2002. \* Riqueza neta es los activos financieros e inmobiliarios menos los pasivos (deudas). \*\* La carga financiera es los pagos por deudas pendientes entre los ingresos del hogar de los hogares con algún tipo de deuda pendiente. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2002 y 2014).

de empezar a ahorrar para su jubilación más pronto que tarde, aunque ciertamente su nivel de renta no acompañe. En este sentido, los datos muestran que queda mucho por hacer: aunque en EE. UU. se observa un incremento en la participación de los jóvenes en planes de pensiones, las aportaciones han descendido a raíz de la Gran Recesión. Y, en España, solo un 10,6% de los *millennials* tienen un plan de pensiones, aunque una gran mayoría (el 70%) piensa que la pensión pública no será suficiente para vivir.<sup>4</sup>

En definitiva, la situación financiera de los *millennials* no es muy halagüeña y es fundamental que las decisiones financieras que tomen en un futuro sean las más acertadas. Desafortunadamente, a pesar de que se trata de una generación con un elevado capital humano, su formación financiera no es del todo satisfactoria: según los resultados de la S&P Global FinLit Survey,<sup>5</sup> que evalúa los conocimientos financieros de los jóvenes, un 57% de los norteamericanos pasan la encuesta con un aprobado, mientras que solo lo hacen el 52% de los europeos. En España esta cifra desciende hasta el 49%. En positivo, es importante mencionar que se ha observado un aumento (en comparación con la generación anterior) en el número de jóvenes que recurren al consejo de expertos o familiares con más experiencia, o bien usan herramientas digitales para asesorarse. Así pues, los *millennials* tienen a su alcance numerosas herramientas para ayudarles a tomar decisiones financieras óptimas. El futuro nos dirá si son capaces de ir cerrando el *gap* financiero respecto a generaciones anteriores.

Judit Montoriol Garriga y Cristina Farràs CaixaBank Research

<sup>3.</sup> El estrés financiero se refiere a los hogares con una carga de la deuda superior al 40% de los ingresos del hogar.

<sup>4.</sup> Véase Barómetro de VidaCaixa (2016), «Desmitificando a la nueva generación de jóvenes de España».

<sup>5.</sup> Véase Klapper, L., Lusardi, A. y Van Oudheusden, P. (2015), «Financial Literacy Around the World», Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey.



## Millennials y política: mind the gap!

Estimado lector, si nos permite la indiscreción, ¿podemos preguntarle cuál es su edad? No, no nos responda todavía. Mejor díganos si puede hacer suyas las siguientes afirmaciones en mayor grado que la sociedad en su conjunto: no se considera una persona religiosa, estaría fuertemente predispuesto a dar dinero a favor del medio ambiente, el matrimonio es una institución superada, aprueba el rol de «madre soltera» y rechaza notablemente que los hombres sean mejores líderes políticos que las mujeres. Si piensa que sí, que comparte estas descripciones con algo más de convicción que la sociedad en general, tiene números para haber nacido entre 1981 y 1996, es decir, pertenecer a la generación del Milenio. Pero podemos afinar más. Hagamos ahora el mismo ejercicio con las siguientes afirmaciones: nada interesado en política, nunca ha firmado una petición a favor de alguna causa y no tiene confianza alguna en los partidos políticos. Si se alinea claramente en estas posiciones, y lo hace en mayor medida que el conjunto de la población, entonces las probabilidades de que sea usted un millennial son significativas: numerosas encuestas de opinión y sociológicas arrojan repetidamente una conclusión semejante, la de que la política no interesa a los millennials, incluso en el contexto de una sociedad que, en su conjunto, también se aleja de la política.<sup>1</sup>

#### Diferencias entre millennials y generación X: valores y política

(p. p. de millennials que... más que la generación X)



**Nota:** Hemos usado la fórmula  $V = (V_M^{2010} - V_S^{2010}) - (V_V^{1995} - V_S^{1995})$ , donde V es la variable de interés y M, X y S indican si la respuesta es de millennials, generación X o del conjunto de sociedad, respectivamente. En color naranja indicamos las variables sobre la relación con el sistema político y en color azul con valores sociales en aeneral.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la World Values Survey, usando la muestra disponible de países de la OCDE.

¿Puede ser que el único rasgo auténticamente generacional sea su alienación de la política, entendida esta en el sentido clásico de juego de partidos en el marco de una democracia consistente en votar cuando se es convocado? No nos precipitemos en las conclusiones. El hecho de que una persona nacida entre 1981 y 1996 manifieste tibieza con la política podría no tener nada que ver con haber nacido en un momento concreto y, por tanto, en unas circunstancias socioeconómicas y culturales determinadas. Así, quizás se podría deber, sencillamente, a que soy joven y, ¡oh herejía!, mis padres a mi edad también eran inconformistas y se encontraban ante un sistema que no reflejaba más que parcialmente sus preferencias. Queda claro, pues, que no podemos responder a esta cuestión, la de hasta qué grado son distintas las generaciones, comparando opiniones contemporáneas. Hay que buscar edades homogéneas como, por ejemplo, contrastar qué piensan los actuales *millennials*, personas que hoy tienen entre 37 y 22 años, con sus equivalentes de generaciones anteriores, es decir, con lo que pensaba la generación X hacia 1995 y los baby boomers alrededor de 1980. Pero esto no es suficiente, ya que hay que tener en cuenta que también la sociedad ha cambiado. Así, no es lo mismo opinar contra la política en una sociedad toda ella apolítica que en otra en la que esa es una posición extrema y en la que la no participación se considera disruptiva.<sup>2</sup>

Veamos, pues, lo que nos dicen los números y si realmente los millennials son tan diferentes. La conclusión principal es que en los ámbitos en los que se pueden comparar tres generaciones (millennials, X y baby boomers), y por lo que se refiere a valores relativos a aspectos fundamentales de la sociedad, las diferencias entre las dos primeras, sin dejar de existir, no son excesivas. Así, ambos grupos tienen una visión relativamente similar en materia de religión, medio ambiente, tolerancia con los inmigrantes, rol de la mujer y disposición para luchar por el país. En cambio, el contraste es más apreciable cuando se comparan los millennials con los boomers. Aunque la información disponible es menor, se puede aceptar que los boomers, respecto a los millennials, tendían hacia valores que asociamos a visiones sociales más conservadoras, con mayor confianza en el matrimonio, más religiosidad y un papel de la mujer en roles más tradicionales.

<sup>1.</sup> Véase, por ejemplo, Pew Research Center (2018), «The Generation Gap in American Politics» y https://www.millennialdialogue.com/
2. Formalmente, el ejercicio que aquí se hace es  $V = (V_M^{2010} - V_S^{2010}) - (V_X^{1995} - V_S^{1995})$ , donde V es la variable de interés (véase el gráfico) y M, X y S indican si la respuesta es de millennials, generación X o del conjunto de sociedad, respectivamente. Los años 2010 y 1995 son tales que la franja de edad es comparable entre millennials y generación X. Los datos fueron obtenidos del World Values Survey y de European Values Study.



En resumen, los *millennials* no son tan distintos en la forma en la que conciben aspectos esenciales de la sociedad de los miembros de la generación X. Pero ¿qué sucede cuando analizamos su relación con el sistema político? Antes veíamos su distancia con lo político en las encuestas contemporáneas. Esta conclusión se mantiene cuando comparamos a los *millennials* con sus equivalentes en edad de épocas precedentes y con la sociedad de su momento (como decíamos antes, tratamos de controlar, de forma sencilla, por el hecho de ser jóvenes y por los cambios de la sociedad en su conjunto). Así, los *millennials* están bastante menos interesados en la política que las personas encuadradas en la generación X. La discrepancia es todavía mayor cuando se analizan las formas de participación: los *millennials* confían menos en los partidos políticos que la generación X, en el uso de peticiones y en la participación en manifestaciones. Y, respecto a los *baby boomers*, las distancias en este ámbito se acrecientan: los *boomers* estaban más interesados en la política y utilizaban los medios alternativos propuestos en mayor medida (sobre la confianza en los partidos no se preguntaba, cosa de por sí indicativa de las presunciones de la época).

**DOSSIER:** LA GENERACIÓN DEL MILENIO

Por tanto, la relación, digamos problemática, con la política sí que es un rasgo generacional característico de los *millennials*. Una conclusión importante que retener. Pero demos un paso más en el análisis. Uno de los elementos centrales en la cuestión que estamos analizando en el presente artículo, la de la relación entre los valores sociales de los *millennials* y sus posiciones políticas, es ver cómo se concretan los valores de esta generación en términos ideológicos convencionales, es decir, cómo se posicionan en el eje izquierda-derecha. Cuando se les pregunta a los *millennials* sobre cómo se situarían ellos en un continuo que va de 1 (extrema izquierda) a 10 (extrema derecha), las posiciones dominantes son las centrales, con cierto sesgo a la izquierda. Aunque la sociedad actual en su conjunto (siempre para el conjunto de países avanzados que aquí tomamos como referencia) también «es» de centroizquierda, los *millennials* basculan hacia la izquierda algo más que sus conciudadanos. Pero, de nuevo, la crítica lógica antes mencionada para los valores es relevante: ¿y si «ser de izquierdas» (o algo más de izquierdas) es consustancial a ser joven y después tendemos a volvernos más conservadores?

A fin de afinar, repetimos el ejercicio de comparar con generaciones anteriores cuando estas tenían la misma edad que los actuales *millennials* y con la sociedad de ese momento. La conclusión principal es que la generación X era ligeramente más de izquierdas y bastante más de centro (y mucho menos de derecha, en consecuencia), pero era mucho menos de izquierdas que la de los *boomers*. En este contexto, el del continuo ideológico, una última cuestión pertinente es la que podríamos denominar «del extremismo»: ¿son los *millennials* más «extremistas» que las generaciones precedentes? Con la finalidad de responder a esta cuestión, compararemos lo «pobladas» que están las posiciones extremas de la distribución de preferencias ideológicas. Cuando comparamos a los *millennials* con la generación X, constatamos que efectivamente los primeros son más «extremistas» que los segundos. Además, las cifras apuntan a que ninguna de ambas posiciones (el «1», correspondiente a la extrema izquierda, y el «10», al polo opuesto) son distintas, es decir, que son más extremos que la generación precedente, pero lo son en prácticamente el mismo grado en izquierda y derecha. En cualquier caso, y para no sobreleer el «extremismo», conviene recordar que los *millennials* de extrema izquierda o extrema derecha son, como sucede en todas las generaciones de las que existen datos, una minoría (del orden del 10% en los *millennials*, sumados ambos extremos).

Para concluir esta visita a la generación millennial y su visión de la política, cabe plantearse una reflexión de carácter más prospectivo. Vista la evidente distancia que tienen con el sistema político tradicional, ¿qué derivadas cabría esperar para la evolución de lo político en los países occidentales, dotados de democracias tradicionales? Responder de forma exhaustiva a esta cuestión supera el espacio, y la ambición, de este artículo, pero cabría pensar que las grandes modalidades de cambio que podrían contemplarse son dos. La primera sería una evolución paulatina del sistema, de carácter incrementalista si se quiere, en la cual, a medida que los millennials aumenten su importancia en tanto que electorado, los partidos tradicionales (u otros nuevos que hagan suyas las preferencias millennials) evolucionen reduciendo la distancia entre la política preferida y la política efectiva. La segunda podría tomar la forma de nuevas vías de participación democrática o de la reinvención del funcionamiento del sistema de partidos (y de los propios partidos). Qué vía prevalecerá o si lo hará una combinación de cambios incrementales y radicales dependerá de múltiples elementos, pero conviene recordar un hecho fundamental: los millennials, como generación, no serán la cohorte predominante en el electorado ni en el futuro inmediato ni en las próximas décadas, pero en la medida en la que puedan establecer, de facto, agendas compartidas con las generaciones anteriores y posteriores, la «milenización» de la política será una realidad insoslayable. Que estas nuevas agendas sean una versión combinada de las preferencias de los millennials con la generación X (como ya hemos visto, no tan diferentes en muchos aspectos) o de la siguiente generación (tan joven que ni su nombre es de consenso, aunque abunda el término Z, y que por lo poco que se sabe de ella esta sí que puede ser diferente), podrá generar escenarios sociales notablemente distintos. La solución, como casi siempre en lo que realmente importa, será intergeneracional o no será.

> Ricard Murillo y Àlex Ruiz CaixaBank Research

#### CaixaBank Research

#### **PUBLICACIONES**

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

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

¿Para cuándo una banca paneuropea? Enric Fernández, Gerard Arqué, Pau Labró y Estel Martín, 02/2018

¿Qué hay detrás de la desaceleración del comercio internacional ocurrida tras la crisis financiera?

Enric Fernández, Gerard Arqué, Pau Labró y Estel Martín, 02/2018

**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

## DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Perspectivas de desapalancamiento en España

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

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

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

Marta Noguer

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

#### **CAIXABANK ECONOMIC PAPERS**

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

**European Integration at the Crossroads** Jordi Gual

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

**Should the ECB Target Employment?** Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

#### **IM INFORME MENSUAL**

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

#### **PULSO ECONÓMICO**

## ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

## COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

#### CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

#### **ESTUDIOS ECONÓMICOS**

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director),

Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

#### **GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES**

31 de diciembre de 2017	MILLONES €
Recursos de clientes	349.458
Crédito a la clientela, bruto	223.951
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	1.684
Capitalización bursátil	23.248
Clientes en España (millones)	13,8
Empleados	36.972
Oficinas	5.379
Oficinas <i>retail</i> en España	4.681
Número de cajeros en España	9.427

## 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



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





