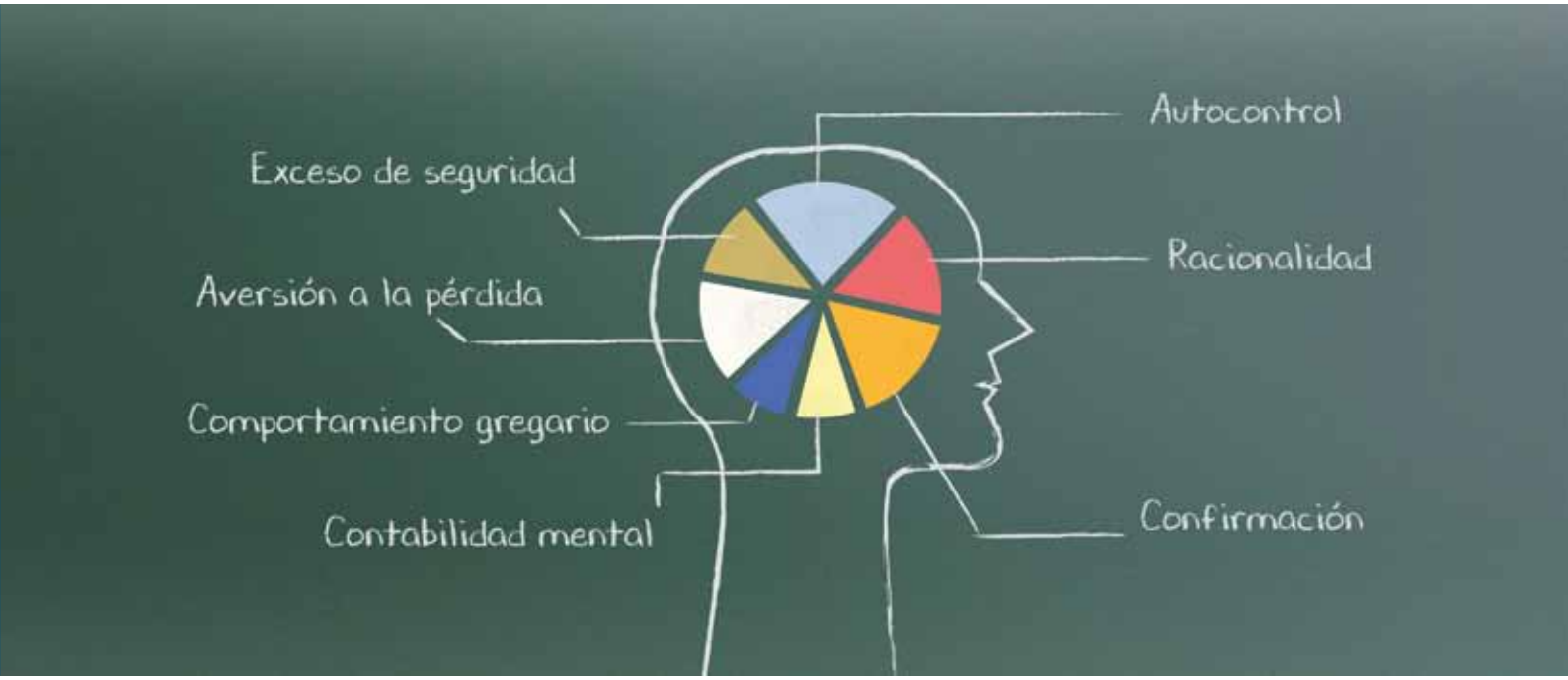
IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 424 | JUNIO 2018



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros

UNIÓN EUROPEA
Grecia: la historia interminable

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Sincronización mundial de los precios de la vivienda: causas y consecuencias

DOSSIER: ECONOMÍA Y EXPECTATIVAS: FRENTE A FRENTE

De la formación de las expectativas a la toma de decisiones

Expectativas: la llave de la política monetaria

Expectativas, inflación y mercados financieros: un trinomio apasionante y lleno de sorpresas

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Junio 2018

CaixaBank, S.A.
Planificación Estratégica y Estudios

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

Fecha de cierre de esta edición:
31 de mayo 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 *El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *China: en la prosperidad y en la adversidad*

17 *Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros*

20 UNIÓN EUROPEA

23 *La formación profesional dual, una fórmula a potenciar*

24 *Grecia: la historia interminable*

26 ECONOMÍA ESPAÑOLA

28 *Sincronización mundial de los precios de la vivienda: causas y consecuencias*

29 *Las exportaciones y la calidad del empleo*

32 DOSSIER: ECONOMÍA Y EXPECTATIVAS: FRENTE A FRENTE

32 *De la formación de las expectativas a la toma de decisiones*
Clàudia Canals y Josep Mestres

36 *Expectativas: la llave de la política monetaria*
Adrià Morron Salmeron

38 *Expectativas, inflación y mercados financieros: un trinomio apasionante y lleno de sorpresas*
Cristina Farràs y Javier Garcia-Arenas

Populismo en Italia

Casi tres meses después de celebrarse las elecciones, el populismo ha llegado al Gobierno de Italia con la coalición entre el Movimiento 5 Estrellas (M5S) y la Liga Norte (LN). El M5S, un partido populista de izquierdas, cosechó una amplísima victoria en el sur del país; la LN, un partido populista de derechas, ganó en las regiones más ricas del norte. Se trata de dos partidos que tienen poco en común más allá de ser, cada uno a su manera, antisistema.

Su victoria responde, seguramente, a la frustración generada por los resultados producidos por «sistema». Y, la verdad, es que han sido bastante desastrosos: el PIB por habitante en Italia está en 2018 en el mismo nivel que en 1999 y la deuda pública supera el 130% del PIB a pesar de que durante 20 años (a excepción solo de 2009) se han registrado superávits fiscales primarios (que excluyen los pagos por intereses). Ningún otro país europeo ha tenido una trayectoria de superávits comparable.

Desde hace mucho tiempo, Italia ha entrado en una espiral de bajo crecimiento económico y alta deuda pública de la que no ha conseguido escapar. Italia ya ingresó en la eurozona con un nivel de deuda superior al 110% del PIB. Desde entonces, un crecimiento económico promedio de apenas un 0,5% anual en términos reales ha sido insuficiente para reducir la losa de la deuda. El problema fundamental de la economía es su incapacidad para crecer y la causa principal de ello, la ausencia de reformas. Italia es una economía que rema contra la burocracia, la lentitud de su sistema judicial, la mala calidad del sistema educativo y las rigideces del mercado de trabajo.

Algunos pensaban que su ingreso en la eurozona ayudaría a promover las reformas necesarias para mejorar la productividad, pero no ha sido así. Además, el euro ha imposibilitado recurrir a las devaluaciones de la moneda que habían ayudado a compensar las pérdidas de competitividad del país. Los resultados ilustran claramente que la incapacidad de llevar a cabo reformas tiene un coste más alto dentro de la moneda única.

¿Y ahora qué? El nuevo Gobierno ha prometido luchar contra la corrupción, pero, dejando aparte esta medida, no llega con una agenda de reformas estructurales para promover el crecimiento económico. Al contrario, sus prioridades incluyen una serie de medidas, como la introducción de una renta mínima garantizada o la reducción del impuesto sobre la renta, con un coste fiscal que puede poner en serias dudas la sostenibilidad de la deuda pública italiana. A ello se suma la incertidumbre sobre el grado de compromiso del Gobierno con el proyecto europeo y la moneda única.

Evitar una pérdida de confianza de los inversores, que volvería a disparar la prima de riesgo y podría cerrar los mercados de financiación para el soberano italiano, requerirá que la coalición no intente aplicar un programa de máximos y que, por el contrario, matice sus promesas. Ello puede suceder de entrada o ante una eventual subida de la prima de riesgo. En cualquier caso, sería arriesgado que el Gobierno decidiera explorar los límites hasta los que puede llegar.

Hay varias razones para pensar que el Gobierno evitará implementar políticas que puedan desencadenar una crisis de deuda. En primer lugar, por propia supervivencia, dado el daño que provocaría en la economía italiana y en los tenedores de deuda, en su mayoría italianos. Segundo, porque cuenta con una mayoría muy ajustada en el Senado, que puede ser insuficiente para aprobar según qué. Tercero, porque el presidente de la República puede vetar un presupuesto que incumpla de forma flagrante el mandato constitucional de garantizar la sostenibilidad de la deuda. Y cuarto, y más importante, porque la mayoría de los italianos desean permanecer en la eurozona.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de mayo de 2018

CRONOLOGÍA

MAYO 2018

8 EE. UU. abandona el acuerdo nuclear con Irán alcanzado en 2015 y anuncia el restablecimiento de las sanciones.
Argentina pide ayuda financiera al FMI para afrontar los importantes desajustes macroeconómicos del país.
31 EE. UU. impone los aranceles a importaciones de acero y de aluminio procedentes de Europa, México y Canadá.

ABRIL 2018

13 La agencia de calificación Moody's mejora la nota crediticia de España, de Baa2 a Baa1.

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.

AGENDA

JUNIO 2018

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
6 Índice de producción industrial (abril).
12-13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 Encuesta trimestral del coste laboral (1T).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
21 Comercio exterior (abril).
25 Balanza de pagos (1T).
Posición de inversión internacional neta (1T).
28 Tasa de ahorro de los hogares (1T).
Avance del IPC (junio).
Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).
Consejo Europeo.
29 Balanza de pagos (abril).

JULIO 2018

3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
5 Índice de producción industrial (mayo).
16 Cuentas financieras (1T).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
20 Comercio exterior (mayo).
26 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Encuesta de población activa (2T).
27 PIB de EE. UU. (2T).
30 Avance del IPC (julio).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
31 PIB (2T).
Ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Balanza de pagos (mayo).
PIB de la eurozona (2T).
31-1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

El buen tiempo se ve empañado por algunos nubarrones

La economía mundial prosigue a buen ritmo. Los últimos datos confirman el tono positivo de la actividad a nivel global y sugieren que la economía mundial podría cerrar el año con un crecimiento cercano al 4%. Sin embargo, en las últimas semanas se ha puesto de manifiesto que los riesgos a la baja siguen siendo notables. Así, los riesgos de naturaleza geopolítica han cobrado fuerza después de la retirada de EE. UU. del acuerdo nuclear con Irán que, además de afectar el precio del petróleo, ha introducido una nueva fuente de inestabilidad en la región del golfo. Asimismo, queda ya claro que el periodo de calma en los mercados financieros es parte del pasado debido, en gran medida, al proceso de normalización de la política monetaria de EE. UU. Finalmente, entre la lista de factores que condicionan las buenas perspectivas globales, también cabe mencionar las tensiones comerciales entre EE. UU. y China que, aunque parece probable que se reconduzcan, desafortunadamente aún es temprano para bajar la guardia.

Repunte de la volatilidad en los mercados financieros. El proceso de normalización de la política monetaria estadounidense ha puesto de relieve los riesgos macrofinancieros que acumulan algunos países emergentes, entre los que destacan Argentina y Turquía. Dado que esperamos que la Fed siga endureciendo las condiciones financieras, es probable que se puedan repetir episodios de tensiones puntuales entre algunos de los países emergentes más frágiles, aunque no esperamos que estos episodios cobren un alcance sistémico. Por su parte, en Europa, los mercados experimentaron un destacable episodio de aversión al riesgo debido a la incertidumbre en torno a la orientación del nuevo Gobierno italiano. Ello provocó un fuerte aumento de la prima de riesgo de Italia, que llegó a situarse por encima de los 270 p. b. En este contexto, las primas de riesgo del resto de países del sur de Europa también repuntaron, aunque de forma más moderada, mientras que la deuda soberana alemana volvió a actuar como activo refugio. Por unos instantes, se hicieron muy presentes los peores momentos de la crisis de deuda soberana.

En política monetaria, atentos a las reuniones de junio tanto de la Fed como del BCE. Ambas instituciones deberán seguir sopesando el delicado equilibrio entre continuar con la retirada de los estímulos monetarios (por la buena evolución de las respectivas economías y los riesgos de acumular desequilibrios financieros a medio plazo) con la importancia de hacerlo a un ritmo suficientemente gradual como para limitar los episodios de volatilidad de los mercados. Encontrar el equilibrio adecuado no será sencillo, especialmente en el entorno de elevada incertidumbre política y geopolítica, y, más allá de las decisiones concretas que puedan tomar (es muy probable que la Fed vuelva a subir el tipo de referencia en 25 p. b.), toda la atención se centrará en la valoración que cada institución hará de la situación económica y, sobre todo, de las pistas que puedan dar sobre el curso futuro de la política monetaria que seguirán en los próximos meses.

En Europa y en Portugal, el crecimiento se modera de forma temporal. Tras finalizar el 2017 con muy buen pie, los últimos datos del PIB muestran una ligera desaceleración del crecimiento en el 1T del año. Sin embargo, en ambos casos creemos que ello se debe a factores temporales, y que las condiciones crediticias acomodaticias, el entorno de crecimiento global favorable y un mercado laboral que sigue siendo muy dinámico permitirán que el crecimiento vuelva a cobrar fuerza en los próximos trimestres.

La economía española sigue destacando en positivo. En un contexto en el que el crecimiento se ha moderado a nivel europeo, el de por sí nada desdeñable registro de crecimiento de España en el 1T (0,7% intertrimestral, 3,0% interanual) sobresale por su fortaleza. De cara a los próximos trimestres, mantenemos la previsión de que la economía crecerá a ritmo firme, aunque a tasas algo más suaves, a medida que algunos de los factores que la han impulsado en los últimos años irán perdiendo fuerza. En este sentido, uno de los elementos que genera más interrogantes es el impacto que puede tener el alza del precio del petróleo que se ha producido en los últimos meses. CaixaBank Research contempla que este repunte sea temporal, por lo que el impacto final esperamos que sea contenido. Otro factor que cabrá seguir con atención es la evolución de la ejecución presupuestaria en los próximos meses y el proceso de aprobación de los presupuestos. Por un lado, es probable que acaben siendo moderadamente expansivos y que, por tanto, apoyen el crecimiento de la economía española a corto plazo, aunque es preciso apuntar que ello irá a expensas de un ajuste del déficit algo inferior al exigido por Bruselas.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,8	3,9	3,9	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8
Países desarrollados	*2,3*	*2,3*	*2,1*	*1,8*	*2,5*	*2,6*	*2,4*	*2,4*	*2,3*	*2,2*
Estados Unidos	2,3	2,7	2,2	1,9	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5
Eurozona	2,5	2,4	2,0	1,7	2,7	2,8	2,5	2,4	2,3	2,2
Alemania	2,5	2,3	2,1	1,8	2,7	2,9	2,3	2,4	2,3	2,2
Francia	2,3	2,1	2,0	1,6	2,7	2,8	2,2	2,1	2,1	2,0
Italia	1,6	1,4	1,2	1,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4
Portugal	2,7	2,3	2,3	2,2	2,4	2,4	2,1	2,4	2,4	2,4
España	3,1	2,8	2,4	2,3	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6
Japón	1,7	1,0	1,1	0,9	1,9	1,8	1,0	1,1	0,9	1,1
Reino Unido	1,8	1,3	1,7	1,9	1,8	1,4	1,2	1,4	1,2	1,2
Países emergentes	*4,8*	*4,9*	*5,0*	*5,0*	*4,9*	*4,8*	*4,9*	*5,0*	*4,9*	*4,9*
China	6,9	6,5	6,3	6,0	6,8	6,8	6,8	6,6	6,4	6,3
India	6,2	7,5	7,5	7,5	6,3	7,0	7,7	7,5	7,3	7,3
Indonesia	5,1	5,4	5,6	5,9	5,1	5,2	5,1	5,5	5,5	5,6
Brasil	1,0	2,1	2,6	2,6	1,4	2,1	1,2	2,3	2,5	2,7
México	2,1	2,1	2,4	2,3	1,6	1,5	1,3	1,9	2,5	2,6
Chile	1,5	3,2	3,2	2,9	2,5	3,3	3,3	3,5	2,9	3,0
Rusia	1,5	1,8	2,3	2,0	2,2	0,9	1,3	1,8	2,1	2,1
Turquía	7,3	4,0	3,6	3,7	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polonia	4,7	4,6	3,2	2,9	5,4	4,4	4,9	4,8	4,4	4,3
Sudáfrica	1,3	1,6	1,6	2,0	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓN										
Mundial	3,0	3,4	3,3	3,2	2,9	3,1	3,3	3,4	3,5	3,3
Países desarrollados	*1,7*	*1,9*	*1,7*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,8*	*2,1*	*2,1*	*1,8*
Estados Unidos	2,1	2,5	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,7	2,7	2,3
Eurozona	1,5	1,5	1,7	1,8	1,5	1,4	1,3	1,6	1,6	1,4
Alemania	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,6	1,3	1,8	1,7	1,5
Francia	1,2	1,6	1,7	1,8	0,9	1,2	1,5	2,0	1,6	1,5
Italia	1,3	1,1	1,5	1,6	1,3	1,1	0,9	1,1	1,4	1,2
Portugal	1,6	1,2	1,5	1,8	1,3	1,8	0,9	1,1	1,4	1,5
España	2,0	1,6	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0	1,7	2,1	1,7
Japón	0,5	1,2	0,9	1,2	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	0,9
Reino Unido	2,7	2,6	2,2	2,1	2,8	3,0	2,7	2,6	2,6	2,3
Países emergentes	*4,0*	*4,4*	*4,3*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*4,5*	*4,3*
China	1,6	2,1	2,4	2,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	1,8
India	3,3	4,6	5,0	4,7	3,0	4,6	4,6	4,4	5,0	4,4
Indonesia	3,8	3,7	4,5	4,6	3,8	3,5	3,3	3,5	4,0	4,2
Brasil	3,5	3,3	4,1	4,1	2,6	2,8	2,8	3,4	3,6	3,6
México	6,0	4,4	3,8	3,4	6,5	6,6	5,3	4,3	4,0	4,0
Chile	2,2	2,5	2,9	3,0	1,7	2,0	2,0	2,3	2,9	2,9
Rusia	3,7	2,9	3,9	4,0	3,4	2,6	2,3	2,4	3,2	3,7
Turquía	11,1	10,3	9,3	8,1	10,6	12,3	10,3	10,8	10,8	9,5
Polonia	1,6	1,3	2,7	2,5	1,5	1,8	1,0	1,0	1,4	1,9
Sudáfrica	5,3	5,1	5,4	5,1	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsiones

Economía española

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,4	2,6	2,0	1,9	2,4	2,5	2,8	2,7	2,4	2,4
Consumo de las AA. PP.	1,6	1,5	0,8	0,7	1,4	2,4	1,9	1,6	1,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,0	3,4	3,0	2,7	5,6	5,6	3,5	3,7	3,1	3,1
Bienes de equipo	6,1	1,6	2,6	2,4	6,6	7,7	2,2	2,9	0,7	0,5
Construcción	4,6	4,8	3,2	2,9	5,1	4,8	4,7	4,5	5,1	4,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,8	2,5	1,9	1,8	3,0	3,2	2,8	2,7	2,4	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,0	3,7	4,2	4,1	5,6	4,4	3,2	3,3	3,8	4,7
Importación de bienes y servicios	4,7	3,2	3,2	2,9	5,9	5,2	2,8	3,2	3,0	3,8
Producto interior bruto	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Otras variables										
Empleo	2,8	2,4	2,1	2,0	2,9	2,9	3,2	2,2	2,0	2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	17,2	15,4	13,7	12,0	16,4	16,5	16,7	15,6	14,7	14,7
Índice de precios de consumo	2,0	1,6	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0	1,7	2,1	1,7
Costes laborales unitarios	–0,1	0,9	1,9	2,4	0,0	0,0	0,8	0,6	0,8	1,2
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	1,9	1,6	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	2,1	1,8	1,9	1,8	2,0	2,1	2,2	2,0	1,9	1,8
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–3,1	–2,6	–1,9	–1,3						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	1,10	1,96	2,67	3,19	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 meses	1,26	2,36	2,94	3,28	1,32	1,47	1,93	2,37	2,50	2,65
Líbor 12 meses	1,79	2,70	3,02	3,35	1,73	1,92	2,39	2,76	2,80	2,84
Deuda pública a 2 años	1,39	2,58	3,23	3,49	1,36	1,69	2,15	2,50	2,73	2,93
Deuda pública a 10 años	2,33	3,05	3,57	3,75	2,24	2,38	2,76	2,98	3,16	3,30
Euro										
Refi BCE	0,00	0,00	0,08	0,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	–0,33	–0,33	–0,07	0,42	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 meses	–0,15	–0,18	0,22	0,77	–0,16	–0,19	–0,19	–0,19	–0,18	–0,14
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,75	–0,49	0,06	0,70	–0,72	–0,74	–0,57	–0,55	–0,46	–0,38
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,36	0,71	1,25	1,91	0,42	0,38	0,62	0,58	0,74	0,90
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,13	1,21	1,22	1,24	1,17	1,18	1,23	1,20	1,20	1,21
¥/€	126,65	131,05	130,42	127,81	130,38	132,95	133,06	130,24	129,39	131,49
£/€	0,88	0,88	0,86	0,85	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,87
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	54,83	71,27	66,92	66,00	52,18	61,54	67,18	75,13	73,43	69,36
Brent (€/barril)	48,62	58,39	54,89	53,46	44,84	51,95	55,46	61,07	60,02	57,00

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

Previsiones

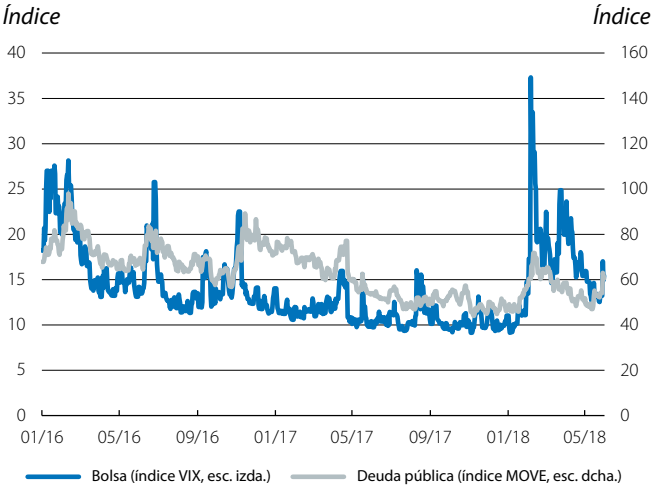
COYUNTURA · Comportamiento errático en los mercados financieros globales

Los mercados siguen agitados. El endurecimiento de las condiciones financieras en EE. UU. va ganando peso en el escenario macrofinanciero mundial y, en mayo, penalizó a los mercados de las economías emergentes, que sufrieron importantes retrocesos de sus bolsas y vieron cómo se depreciaban sus divisas. Las economías avanzadas, en cambio, empezaron con un tono más positivo, con ganancias moderadas en las bolsas y tipos de interés relativamente estables, pero la volatilidad también se impuso en la segunda mitad del mes. Así, en EE. UU., los tipos de interés repuntaron con fuerza para, luego, deshacer el movimiento en cuestión de días y terminar en niveles inferiores a los del cierre de abril. Por su parte, Europa sufrió un episodio de aversión al riesgo provocado por la incertidumbre alrededor de la formación de gobierno en Italia. La deuda alemana actuó como activo refugio y su tipo de interés a 10 años disminuyó en más de 20 p. b., mientras que las primas de riesgo periféricas viraron fuertemente al alza. Con esta mayor inestabilidad financiera en el trasfondo, en junio, la política monetaria volverá a escena de la mano de la Fed y el BCE, que deberán seguir manteniendo un equilibrio entre la necesidad de ir retirando el estímulo monetario (por el tono positivo de la economía y el riesgo de acumular desequilibrios financieros a medio plazo) y la importancia de hacerlo a una velocidad lo suficientemente gradual como para que la volatilidad se mantenga contenida.

Los mercados financieros emergentes digieren el endurecimiento de las condiciones financieras globales. Por segundo mes consecutivo, las cotizaciones financieras emergentes se vieron penalizadas por la consolidación de un entorno de mayores tipos de interés en EE. UU. Por un lado, en el mercado de divisas, el dólar ganó fuerza y prácticamente todas las monedas emergentes se depreciaron marcadamente y perdieron los avances conseguidos desde enero de 2018 (de hecho, entre las principales divisas, solo las de Colombia, Tailandia, China y Malasia se mantienen en positivo en lo que va de año, frente a las 18 que lo conseguían hace dos meses). Por otro lado, las bolsas emergentes también sufrieron y la mayoría de índices cerraron el mes con pérdidas significativas (el índice de MSCI para el conjunto de los emergentes retrocedió más de un 3%). Por regiones, la más penalizada fue América Latina, cuyo índice MSCI perdió un 14,3%, lastrado especialmente por el retroceso del 7,5% de la bolsa mexicana, mientras que el índice MSCI para el conjunto de las bolsas asiáticas emergentes registró pérdidas en torno al 1,5%.

Algunos emergentes sufren más que otros. En este contexto de cierta debilidad de las cotizaciones emergentes, Argentina y Turquía salieron especialmente perjudicadas. Por un lado, en Argentina el peso sufrió una depreciación de cerca del 17% pese a la defensa que intentó el banco central, con un primer

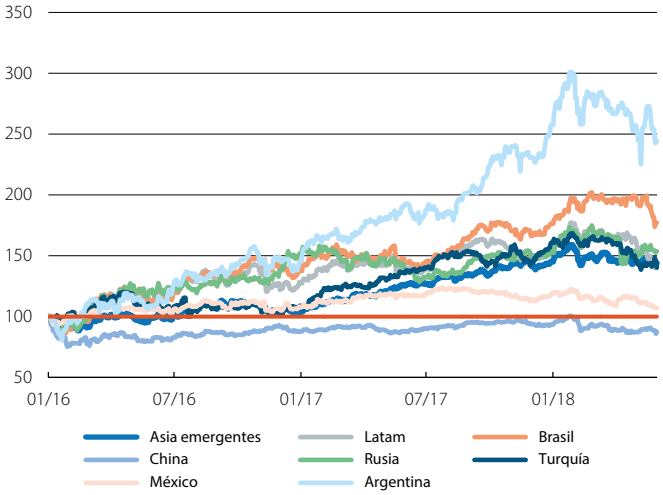
Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

Bolsas emergentes por geografía

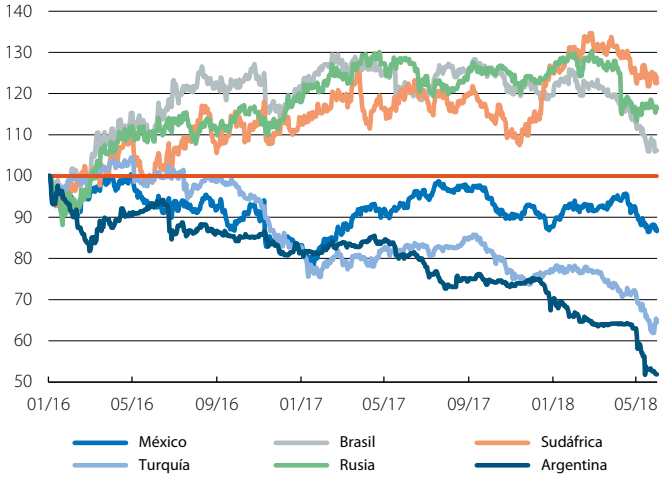
Índice (100 = enero 2016)



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.*

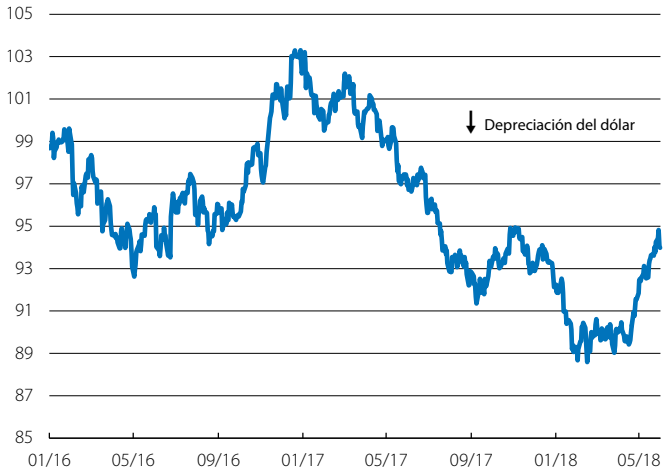
aumento del tipo de referencia del 27,25% al 30,25% a finales de abril y otro hasta el 40% a principios de mayo. Así, el Gobierno terminó por solicitar ayuda financiera al Fondo Monetario Internacional y el mes terminó con una estabilización de la caída del peso y cierta recuperación en la bolsa argentina (el índice Merval, que llegó a retroceder más de un 11%, terminó el mes con unas pérdidas del 4,8%). Por otro lado, en Turquía, la lira se depreció algo más de un 10% frente al dólar, mientras que la bolsa de Estambul retrocedió cerca de un 3% después de haber caído cerca de un 6% a principios de mes. De este modo, el peso argentino y la lira turca se sitúan a la cabeza de las divisas emergentes más penalizadas en lo que va de año, con depreciaciones del 25,4% y 17,6%, respectivamente, que reflejan tanto los importantes desequilibrios macroeconómicos que arrastran ambas economías como las dudas de los inversores sobre la capacidad de sus respectivos gobiernos para corregir la situación.

Los mercados norteamericanos recuperan el ritmo. A diferencia de los emergentes, en mayo la bolsa estadounidense tuvo un desempeño positivo y avanzó con más solidez pese a los mayores tipos de interés. De todos modos, el mes estuvo caracterizado por dos fases distintas. En la primera mitad del mes, los principales índices bursátiles de EE. UU. (S&P 500, Dow Jones y Nasdaq) acumularon avances sostenidos y cómodamente por encima del 3%. Sin embargo, en la segunda mitad, los tipos de interés soberanos sufrieron un repunte de volatilidad, con un rebote de la *yield* a 10 años de 17 p. b. en apenas cuatro días (hasta el 3,12%, un valor no visto desde finales de 2013) que se deshizo, prácticamente, con la misma fuerza y rapidez con la que se había producido (de hecho, la *yield* acabó por debajo de los niveles de cierre de abril). En esta segunda fase, las bolsas estadounidenses se resintieron de la volatilidad del mercado de renta fija y se mostraron erráticas en el resto de sesiones, aunque consiguieron cerrar en positivo en el conjunto del mes.

Europa se ve arrastrada por un episodio de aversión al riesgo. Siguiendo la estela de las bolsas estadounidenses, durante las primeras semanas del mes, los principales índices bursátiles europeos exhibieron un tono positivo y registraron avances superiores al 2% en España y Francia, y cercanos al 5% en Alemania. Esta buena dinámica, sin embargo, terminó abruptamente en la segunda mitad del mes, cuando la incertidumbre alrededor de la formación de gobierno en Italia provocó un fuerte repunte de la aversión al riesgo. Así, la prima de riesgo italiana rebotó en 170 puntos hasta los 300 p. b. (nivel que no se alcanzaba desde la crisis de la deuda soberana en 2012), para cerrar el mes en 245 p. b. Esto generó cierto contagio al resto de primas de riesgo periféricas (la española pasó de los 70 p. b. hasta los 136 p. b. y cerró en los 116 p. b., y la portuguesa repuntó desde los 110 p. b. hasta los 193 p. b. y cerró en los 164 p. b.), mientras que la deuda soberana de Alemania actuó como activo refugio y su *yield* a 10 años disminuyó en casi 40 p. b., aunque recuperó algo de terreno en los últimos días del mes. Ante este episodio, las bolsas empezaron a sufrir unas pérdidas acu-

Cotización del dólar frente a las principales divisas

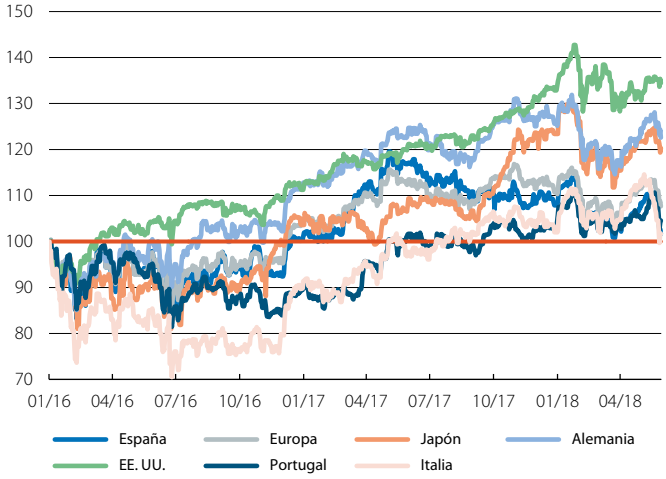
(Índice)



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

Principales bolsas avanzadas

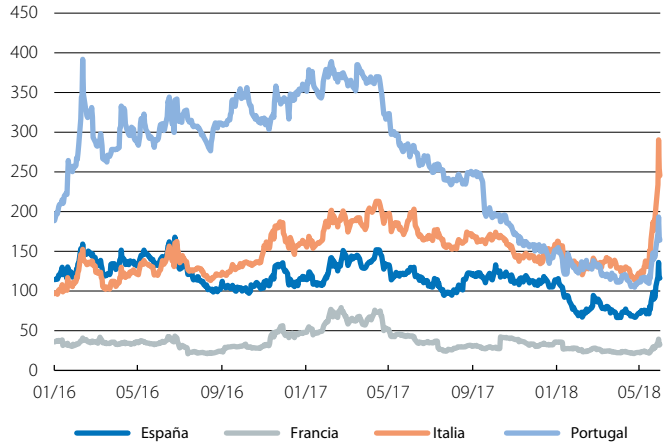
Índice (100 = enero 2016)



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

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

(p. b.)



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

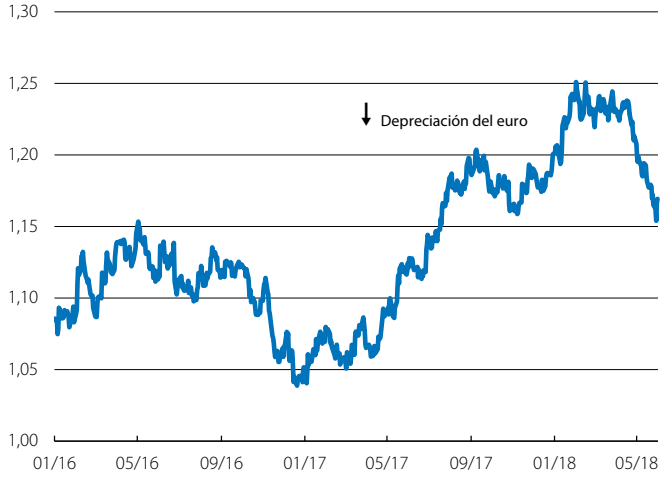
muladas importantes que fueron más acusadas en la periferia (con retrocesos superiores al 7%) que en el núcleo. Así, en el conjunto del mes, las bolsas europeas no consiguieron cerrar en positivo, con pérdidas mínimas en Alemania (índice DAX –0,1%) y mayores retrocesos en Francia (índice CAC –2,2%), España (Ibex 35 –5,2%) e Italia (índice MIB –9,2%). Finalmente, en el mercado de divisas, el euro también se resintió de la aversión al riesgo y, tras haber empezado el mes alrededor de 1,20 dólares por euro, se depreció hasta los 1,16 dólares al cierre del mes.

Los bancos centrales mandan mensajes de confianza en la economía en este contexto de volatilidad financiera. En particular, en EE. UU., la reunión de mayo del Comité Federal de Mercado Abierto se saldó sin cambios en los tipos de referencia, pero con una visión optimista sobre las dinámicas de la actividad y la inflación, lo que reforzó la expectativa de un nuevo incremento de tipos en junio (algo que, de hecho, está plenamente descontado tanto por los analistas como por las cotizaciones de mercado). Por su parte, en la eurozona, el BCE también mandó mensajes de continuidad y se mostró optimista sobre la evolución futura de la actividad. No obstante, los miembros del BCE también enfatizaron la importancia de entender las fuentes detrás de la moderación de los indicadores de actividad de la eurozona en lo que va de año, por lo que indicaron que el BCE centrará su reunión de junio en realizar una revisión exhaustiva del escenario económico antes de anunciar el rediseño de la política monetaria para el último tramo del año.

El precio del crudo exhibe movimientos de ida y vuelta. Del mismo modo que la mayoría de activos financieros, en mayo la evolución del precio del barril de Brent estuvo caracterizada por dos fases distintas. En la primera mitad del mes, el precio del petróleo mantuvo la dinámica alcista de los últimos meses y llegó a superar los 80 dólares por barril, apoyado no solo en los factores estructurales comentados en anteriores informes (a recordar, la mayor solidez de la demanda global y el fuerte compromiso de la OPEP con los recortes de producción), sino también en la reintroducción de sanciones económicas estadounidenses sobre Irán, que no solo puede afectar a la oferta mundial de crudo (aunque de manera limitada, dado que Rusia y Arabia Saudí pueden compensar fácilmente la menor producción de Irán), sino que también aumenta el riesgo de inestabilidad geopolítica en la región. No obstante, en la segunda mitad del mes, el empuje del petróleo se vio frenado por el repunte de volatilidad financiera y el precio del Brent disminuyó hasta los 77,6 dólares por barril.

Cotización del euro frente al dólar

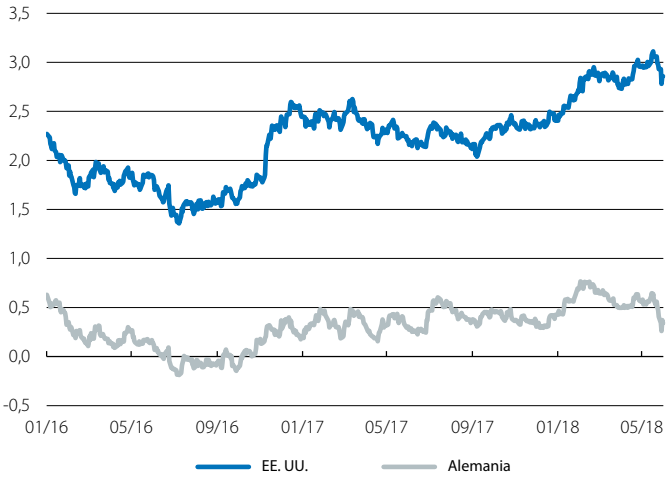
(Dólar-euro)



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

(%)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)

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

FOCUS · El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento

¿Cuánto frenará el endurecimiento de las condiciones financieras al crecimiento mundial? Esta es una pregunta clave en vista del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed). A continuación, presentamos un indicador que nos ayudará a responder esta pregunta y analizamos los principales factores financieros que pueden poner el crecimiento en riesgo.

Crecimiento en riesgo

En Focus anteriores, hemos analizado el impacto económico del endurecimiento de la política monetaria a partir de índices de condiciones financieras.[1] En este artículo, nos basaremos en un nuevo indicador que se ha convertido en una referencia para el Fondo Monetario Internacional (FMI): el crecimiento en riesgo (CeR).

El CeR se basa en el hecho de que las condiciones financieras tienen poder predictivo sobre el crecimiento económico futuro. De hecho, Adrian, Boyarchenko y Giannone (2017)[2] demuestran que unas condiciones financieras restrictivas están asociadas a un crecimiento promedio menor y más volátil. Así, podemos estimar la probabilidad de distintos escenarios de crecimiento a partir del estado actual de las condiciones financieras. Por ejemplo, el primer gráfico muestra la probabilidad de distintas tasas de crecimiento del PIB mundial predichas a uno y tres años dado el estado de las condiciones financieras en el 1T 2018. En concreto, las distribuciones del gráfico reflejan que lo más probable es que el crecimiento global se sitúe ligeramente por debajo del 4% a un año vista y alrededor del 3,5% a tres años vista.

Otra forma de ver el gráfico es centrándonos en las colas. Así, por ejemplo, el CeR pronostica que, en un escenario muy adverso (el que tiene una probabilidad del 5%), el crecimiento global a un año vista sería igual o inferior al 3%. Este es un nivel ligeramente inferior al de los últimos dos trimestres (cuando era del 3,5%), lo que indica que el deterioro de las condiciones financieras en los últimos meses ha provocado un aumento de los riesgos negativos sobre el crecimiento.

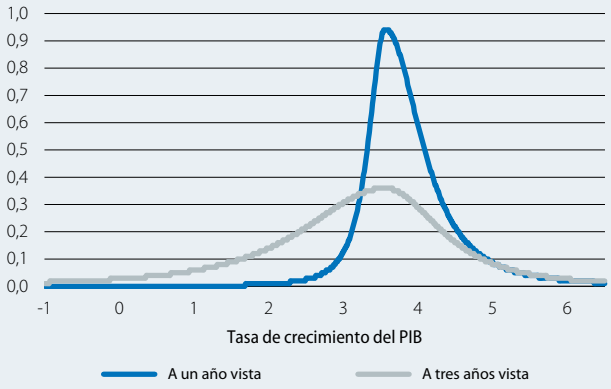
De todos modos, un crecimiento del 3% en un escenario adverso es un nivel elevado y, además, sorprendentemente cercano al escenario central (aquel que tiene una probabilidad del 50%), lo que sugiere que, a un año vista, el CeR es razonablemente moderado. Sin embargo, a medio plazo los riesgos son mayores: las condiciones financieras actuales predicen que, en un escenario adverso a tres años vista (es decir, con una probabilidad del 5%), el crecimiento global se situaría en terreno negativo (igual o inferior a –0,4%).

Por último, es importante subrayar una interesante relación empírica: unas condiciones financieras acomodaticias en el presente impulsan el crecimiento proyectado a corto plazo, pero incrementan las perspectivas de un mal desempeño económico a medio plazo. En efecto, como ilustran las diferencias entre las líneas azul, gris y naranja en el segundo gráfico, en los últimos años, la mayor laxitud de las condiciones financieras (que ha ido en aumento desde finales de 2016) ha venido asociada, según el CeR, con unas mejores perspectivas de crecimiento a corto plazo, pero con escenarios más negativos a medio plazo.

En definitiva, en los últimos meses, el CeR apunta a un aumento de los riesgos negativos a corto plazo (aunque

Escenarios de crecimiento según las condiciones financieras del 1T 2018

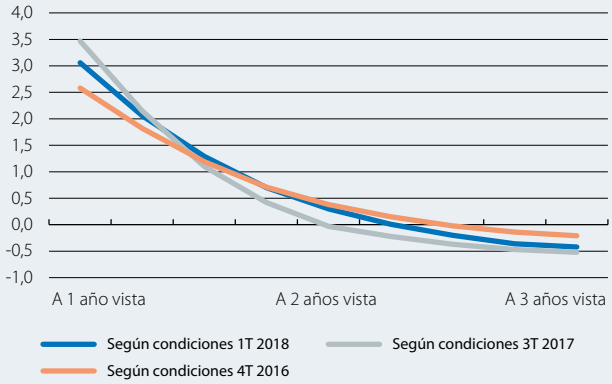
Probabilidad (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.*

Crecimiento del PIB en escenarios adversos

Tasa de crecimiento máxima con una probabilidad del 5% (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.*

1. Véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018.
2. Adrian, T., Boyarchenko, N. y Giannone, D. (2017), «Vulnerable Growth», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

en un nivel relativamente contenido) y, además, muestra que los riesgos a medio plazo permanecen elevados y pueden tener consecuencias significativamente negativas sobre el crecimiento. Pero, ¿cuáles son los factores de riesgo que han aumentado en los últimos meses? y ¿cuáles son las vulnerabilidades financieras detrás de los riesgos a medio plazo?

Riesgos y vulnerabilidades financieras

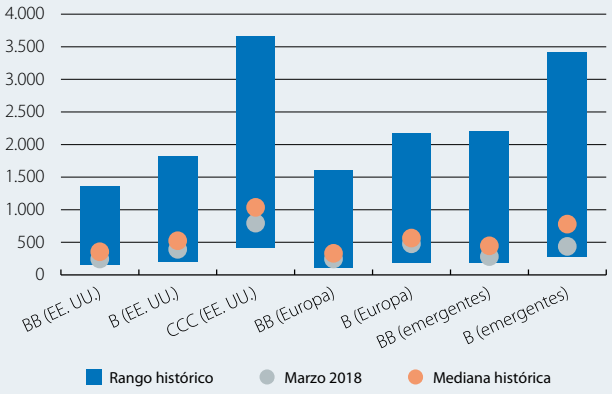
Los bajos tipos de interés de los últimos 10 años, que, por un lado, responden a la necesidad de tener unas condiciones financieras acomodaticias que apoyen la recuperación, han facilitado, por otro lado, la aparición de vulnerabilidades financieras. En particular, el último informe de estabilidad financiera del FMI destaca cuatro grandes fuentes de debilidad que, ante un endurecimiento abrupto de las condiciones financieras, podrían poner el crecimiento en riesgo:[3] i) elevadas valoraciones de los activos financieros y primas de riesgo en niveles muy comprimidos, ii) elevado apalancamiento del sector no financiero y debilidades en los balances de algunas instituciones financieras, iii) importantes y opacas interconexiones del sistema financiero de China, y iv) incertidumbre alrededor de si los fundamentos más sólidos de las economías emergentes realmente las hacen menos sensibles a cambios en las condiciones financieras.

La presencia de estos factores no es nueva,[4] pero algunos de ellos han recibido más atención a raíz de la volatilidad financiera de los últimos meses. Por una parte, en el mercado de renta variable, métricas estándares como la ratio CAPE muestran que, incluso después de las correcciones del primer trimestre del año, las valoraciones se mantienen elevadas (especialmente en la bolsa estadounidense) y su sostenibilidad depende, en parte, de que no se produzca un aumento brusco de los tipos de interés.[5] En la misma línea, en el mercado de renta fija, las primas de riesgo se mantienen muy bajas, incluso en los segmentos de mayor riesgo (véase el tercer gráfico), y han incentivado la emisión de bonos corporativos de menor calidad. Por otra parte, aunque, en general, las economías emergentes han reducido sus déficits por cuenta corriente y han acumulado reservas internacionales, también se han visto expuestas de manera creciente a inversores más cortoplacistas y proclives a retirar rápidamente las inversiones.[6]

3. FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de abril.
4. Por ejemplo, véase el Focus «El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?» en el IM11/2016 y el artículo «Deuda: ¿vicio o virtud?» en el Dossier del IM04/2016.
5. Para más detalles sobre la CAPE y la sobrevaloración de la bolsa estadounidense, véase el artículo «Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?» en el Dossier del IM11/2017.
6. Así lo sugiere la evolución reciente del índice de base inversora desarrollado por Arslanalp, S. y Tsuda, T. (2014), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», IMF Economic Review.

Primas sobre la deuda corporativa según su nota crediticia (1999-2018)

Diferencial con el tipo soberano de EE. UU. (p. b.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.*

Con estas vulnerabilidades en el trasfondo, en los últimos meses ha aumentado el riesgo de un mayor repunte de la inflación. El análisis del FMI muestra que las cotizaciones de mercado todavía asignan una baja probabilidad a este escenario y que, de hecho, la compresión de las primas de riesgo se debe, en parte, a la percepción de un bajo riesgo de inflación.[7] Por ello, sorpresas inflacionistas al alza podrían tensionar las condiciones financieras más de lo esperado al provocar una fuerte descompresión de las primas de riesgo y, adicionalmente, presionar a los bancos centrales para que endurezcan más rápidamente su política monetaria. Además, en este escenario, las economías emergentes podrían sufrir salidas de capital que podrían poner a prueba la solidez de sus fundamentos.

Ante este mapa de riesgos, los bancos centrales se enfrentan al reto de ir retirando el estímulo monetario sin comprometer el crecimiento a corto plazo y, a la vez, atajando las vulnerabilidades financieras de medio plazo. Hasta el momento, con una comunicación clara y una evolución gradual de la política monetaria, han conseguido que los mercados financieros se ajusten de manera relativamente suave. Pero las vulnerabilidades latentes no son menospreciables y pueden hacer que, en adelante, el camino sea más pedregoso.

7. FMI (2018), «An Econometric Lens on What Drives Term Premiums», Global Financial Stability Report de abril.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,32	–0,33	1	0,8	0,8
Euríbor 12 meses	–0,18	–0,19	1	0,6	–4,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,65	–0,63	–2	–1,2	10,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,66	–0,59	–7	–3,3	5,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,34	0,56	–22	–8,7	3,6
Deuda pública a 10 años (España)	1,50	1,28	22	–6,7	–5,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	116	72	44	2,0	–8,9
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,75	1,75	0	25,0	75,0
Líbor 3 meses	2,32	2,36	–4	62,6	111,0
Líbor 12 meses	2,72	2,77	–5	61,3	99,6
Deuda pública a 1 año	2,22	2,23	–1	48,8	107,0
Deuda pública a 2 años	2,43	2,49	–6	54,7	114,8
Deuda pública a 10 años	2,86	2,95	–9	45,5	65,7

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

	31-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	69	54	15	24,3	6,8
Itraxx Financiero Sénior	85	57	28	41,6	15,4
Itraxx Financiero Subordinado	185	116	69	80,1	26,4

Tipos de cambio

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,169	1,208	–3,2	–2,6	4,0
¥/€	127,230	132,050	–3,7	–6,0	2,1
£/€	0,879	0,878	0,2	–1,0	0,8
¥/$	108,820	109,340	–0,5	–3,4	–1,8

Materias primas

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	446,3	445,1	0,3	3,2	2,8
Brent ($/barril)	77,6	75,2	3,2	16,0	54,2
Oro ($/onza)	1.298,5	1.315,4	–1,3	–0,3	2,3

Renta variable

	31–may	30–abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.705,3	2.648,1	2,2	1,2	12,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.406,7	3.536,5	–3,7	–2,8	–4,2
Ibex 35 (España)	9.465,5	9.980,6	–5,2	–5,8	–13,0
Nikkei 225 (Japón)	22.201,8	22.467,9	–1,2	–2,5	13,0
MSCI emergentes	1.120,7	1.164,4	–3,8	–3,3	11,5
Nasdaq (EE. UU.)	7.442,1	7.066,3	5,3	7,8	20,1

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

COYUNTURA · La actividad económica sigue avanzando a buen ritmo a pesar del aumento de los riesgos bajistas

Los indicadores de actividad global siguen mostrando un tono positivo en el 2T. El índice de sentimiento empresarial (PMI) global refleja esta tendencia. Si bien se ha producido un leve retroceso del indicador después de que en febrero alcanzara su valor máximo en casi tres años y medio, en abril repuntó ligeramente, y se sitúa en una clara zona expansiva, tanto en los países avanzados como en los emergentes. A nivel sectorial, el índice manufacturero y el de servicios también siguen apuntando a avances notables de la actividad. Los datos económicos globales avalan, por tanto, el escenario previsto por CaixaBank Research para el 2018, el cual prevé un mantenimiento del crecimiento mundial en registros cercanos al 4%.

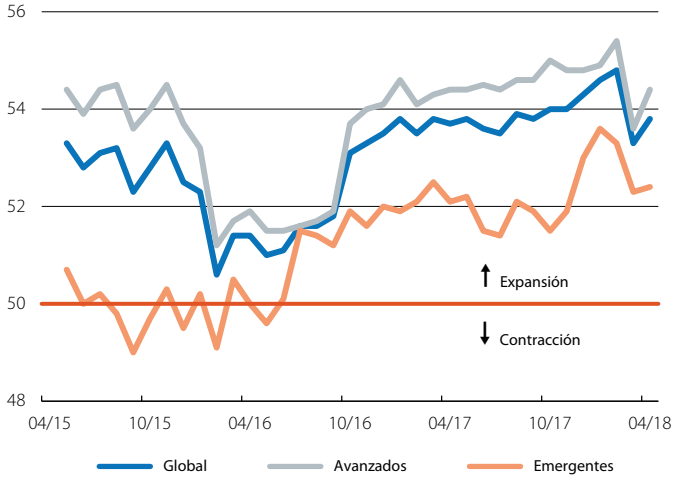
No obstante, están aumentando los riesgos bajistas. A pesar de la buena tónica observada en lo que llevamos de año, las tensiones geopolíticas han aumentado en los últimos meses, sesgando las previsiones a la baja. Así, si bien se ha atenuado en las últimas semanas, aún se mantiene el temor a que se produzca una guerra comercial después de que EE. UU. amenazara con adoptar una actitud más proteccionista. En el plano político destaca también la incertidumbre en Italia y la decisión de EE. UU. de abandonar el acuerdo nuclear con Irán. Esta última actuación ha producido un aumento de la incertidumbre geopolítica en Oriente Medio, región clave para el suministro de petróleo, lo que ha presionado el precio del oro negro al alza (puntualmente alcanzó los 80 dólares por barril). Además de las tensiones de naturaleza política, destacan también los riesgos macrofinancieros que adolecen ciertos países emergentes y que se han puesto de manifiesto este mes con la crisis cambiaria experimentada por Argentina y el fuerte desplome de la lira turca. Finalmente, también debe tenerse en cuenta el potencial efecto negativo que un endurecimiento de las condiciones financieras globales mayor del esperado podría tener en el crecimiento, en especial en los emergentes con mayores vulnerabilidades (para más detalle, véase el artículo «Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros» en este mismo *Informe Mensual*).

ESTADOS UNIDOS

Los indicadores económicos siguen apuntando a un crecimiento sólido. Después del buen dato de crecimiento del PIB del 1T 2018, los indicadores económicos disponibles para el 2T avalan la continuidad de esta buena tónica. Así, los índices de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas y de servicios se situaron en los 55,7 y 55,2 puntos, respectivamente. Estos datos apuntan al mantenimiento del buen ritmo de crecimiento de la actividad secundaria y terciaria, a pesar de que ambos índices han retrocedido moderadamente en el último mes. Los fuertes avances de la producción industrial y de las ventas al por menor registrados en abril también apuntan a un creci-

Indicadores de actividad: PMI compuesto

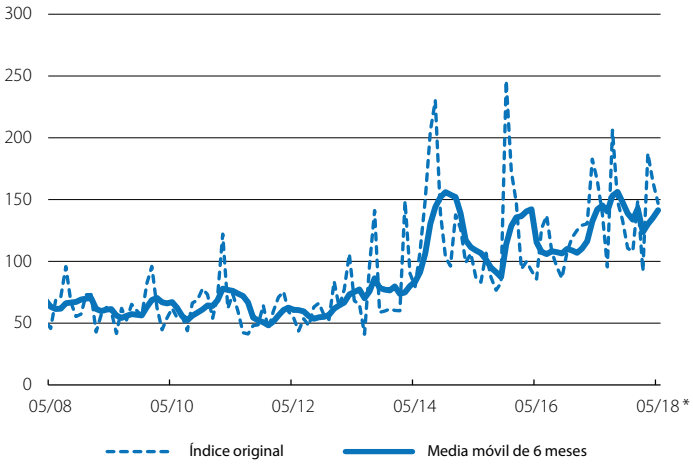
Nivel



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

Índice de riesgos geopolíticos

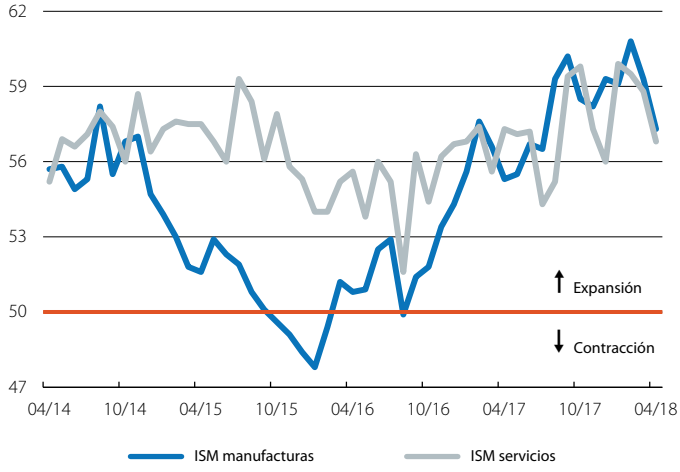
Nivel



Nota: ** Dato de mayo 2018 basado en búsquedas en periódicos hasta el 10 de mayo de 2018.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Geopolitical Risk Index (Caldara y Iacoviello).*

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

miento dinámico de la actividad y del consumo privado en el 2T del año.

Rozando el pleno empleo. Los datos del mercado laboral siguen destacando por su dinamismo. Así, en el mes de abril, la tasa de actividad se situó en el 62,8% y se crearon 164.000 puestos de trabajo (superando el registro del mes anterior). Esta última cifra destaca especialmente, ya que se encuentra por encima de lo que se considera el nivel de creación de empleo de equilibrio, dado el punto cíclico en el que se encuentra la economía estadounidense, que se sitúa entre 75.000 y 125.000 puestos de trabajo. Además, la tasa de paro descendió al 3,9%, tras seis meses de estancamiento en el 4,1%. Finalmente, los salarios avanzaron un significativo 2,6% interanual y varios indicadores, como los que proporciona la encuesta de la Federación Nacional de Empresas Independientes (NFID, por sus siglas en inglés), sugieren que el crecimiento de los salarios irá a más en los próximos trimestres, lo que es de esperar que presione al alza la inflación.

Prosigue la tendencia alcista de la inflación observada en los últimos meses. Así, la tasa de inflación general se situó en el 2,5% en abril, 1 décima por encima del registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los precios más volátiles de la energía y de los alimentos, se mantuvo en el 2,1%. Esta tendencia al alza se mantendrá en los próximos meses, tanto por lo que respecta a la inflación general como la subyacente. Esta continuidad en el aumento de la inflación se explica, en gran medida, debido a un considerable efecto de base al alza, provocado por las fuertes caídas de los precios de telefonía inalámbrica experimentadas en 2017 durante estos meses, y que no volverán a producirse este año. Por otro lado, la mejora en las expectativas de inflación, reflejada en el buen dato del índice elaborado por la Universidad de Michigan, refuerza también esta dinámica alcista. En este contexto, todo apunta a que la Fed llevará a cabo una nueva subida del tipo de interés de referencia en la próxima reunión prevista para el mes de junio.

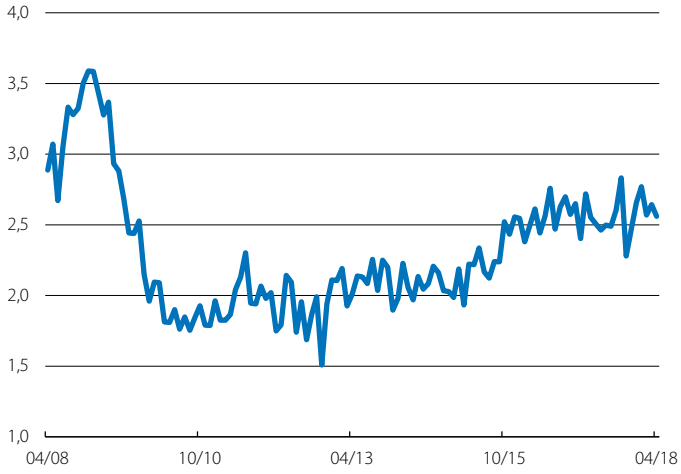
RESTO DEL MUNDO

Japón: el PIB del 1T 2018 sorprende negativamente. Después de encadenar ocho trimestres de crecimiento positivo, hecho que no sucedía desde 1989, la economía nipona retrocedió un 0,2% en términos intertrimestrales en el 1T 2018 (+1,0% interanual). Si bien el dato ha estado condicionado por factores temporales que han influido de forma negativa en el consumo privado, tales como el mal tiempo, lo cierto es que la debilidad generalizada de la demanda ha sorprendido negativamente: el consumo privado así como la inversión han disminuido, mientras que los ingresos del trabajo y los beneficios empresariales han aumentado notablemente. En conjunto, ello denota cierta desconfianza en el futuro devenir de la economía, tanto por parte de los hogares como de las empresas. Asimismo, los datos del 4T 2017 han sufrido también una fuerte revisión a la baja.

Aumenta la preocupación sobre la situación económica de varios emergentes. Tras los acontecimientos del último mes, entre los que cabe mencionar la crisis cambiaria de Argentina, la inquietud respecto a la posible debilidad de los emergentes se ha hecho patente. Una muestra de ello es el parón en las entra-

EE. UU.: salarios

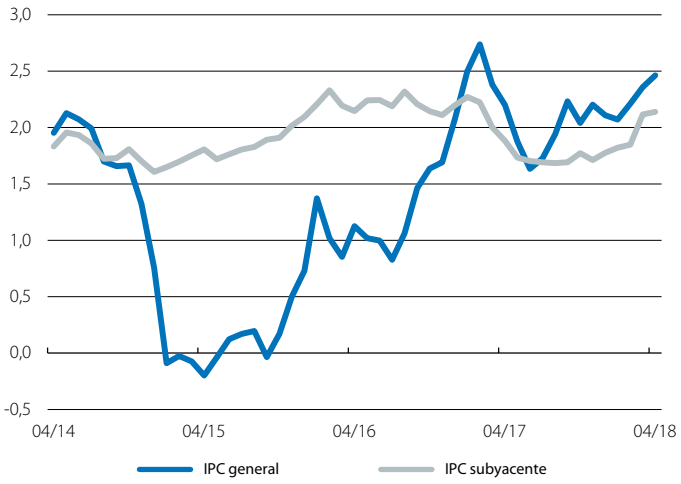
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: IPC

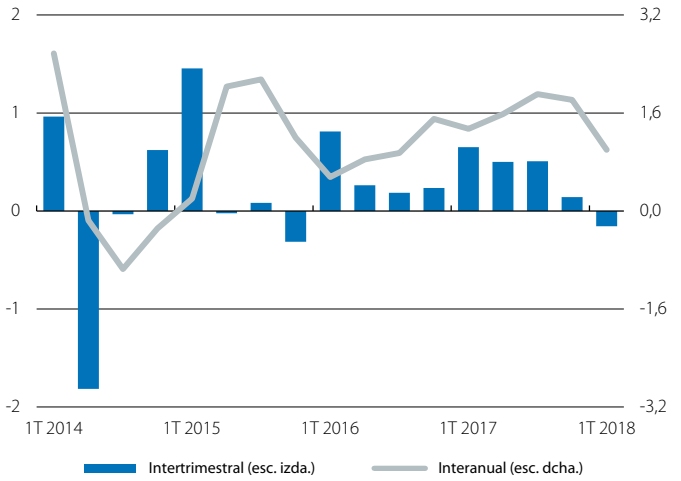
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

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



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

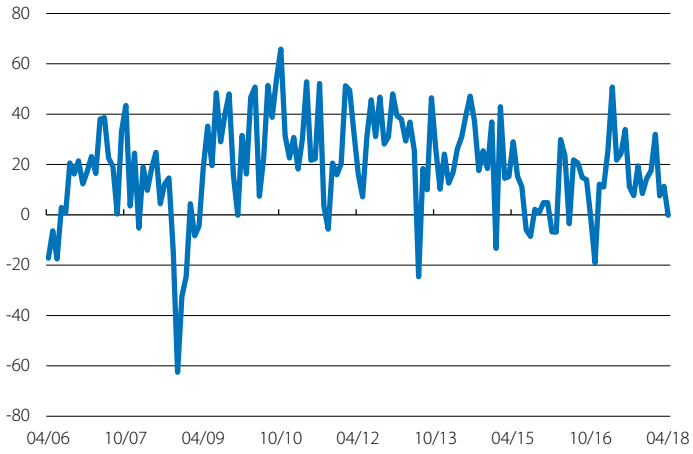
das de flujos de capitales en cartera (deuda y acciones) experimentado por las economías emergentes en abril, con una salida de 200 millones de dólares, que contrastan con los 11.300 millones de dólares recibidos el mes anterior. Este brusco cambio de actitud de los inversores viene apoyado por el fortalecimiento del dólar americano, así como por la subida de tipos que está llevando a cabo la Fed, que en las últimas semanas ha propiciado un notable repunte del bono americano a 10 años. A este contexto, además, se le suman las inminentes elecciones que se celebrarán en numerosos países de América Latina y en Turquía. Todo ello hace pensar que, si bien el riesgo sistémico es limitado, las condiciones macrofinancieras seguirán poniendo a prueba la resistencia de los emergentes en los próximos trimestres.

China mantiene el tipo a pesar de las tensiones comerciales. Las exportaciones chinas se incrementaron un 12,9% interanual en abril, tras el mal dato de marzo. En concreto, las exportaciones de China a EE. UU. no parecen haberse visto afectadas negativamente por las amenazas proteccionistas de este último, y progresaron un notable 9,7% en términos interanuales en abril. Sin embargo, es posible que este fuerte repunte sea propiciado por los temores a que la guerra comercial entre China y EE. UU. acabe materializándose, por lo que las empresas exportadoras estarían adelantando los envíos para evitar futuras subidas de los aranceles. En términos más genéricos, la actividad económica en China mantiene una tónica positiva tras el buen dato del 1T 2018. En este sentido, destacan los fuertes avances de la producción industrial y del PMI de manufacturas y de servicios del mes de abril.

Crecimientos más débiles de lo esperado en algunos emergentes. En Rusia, el PIB aumentó un 1,3% interanual en el 1T 2018. Este dato ha sorprendido a la baja. Aunque es cierto que representa una mejora respecto al 0,9% del 4T 2017, debemos tener en cuenta que este último registro está afectado por un efecto de base negativo (el 4T 2016 fue el último trimestre en el que Rusia no estaba sujeta al acuerdo de limitación de producción de crudo con la OPEP). El crecimiento del PIB de México también sorprendió a la baja, y se teme que la incertidumbre que generan las negociaciones del NAFTA y las elecciones presidenciales previstas para el 1 de julio estén lastrando la inversión y el consumo de los hogares. Asimismo, Brasil también ha perdido impulso en el 1T 2018, con un avance del 1,2% interanual, que contrasta con el 2,1% experimentado en el 4T 2017. Aunque el dato ha sorprendido ligeramente a la baja, Brasil acumula cinco trimestres consecutivos de crecimiento positivo, lo que consolida su recuperación económica tras la fuerte recesión experimentada en 2015-2016. La desaceleración en el ritmo de crecimiento ha sido consecuencia del mal comportamiento del consumo público y de las exportaciones. Con todo, la inversión se ha mantenido firme, lo que sugiere que la incertidumbre política no está haciendo excesiva mella en la confianza empresarial. Finalmente, India creció un 7,7% interanual, 7 décimas por encima del registro del trimestre anterior, siendo la economía grande que ha crecido a un mayor ritmo en el 1T 2018. Este dato confirma la recuperación de la economía después de la inestabilidad temporal que conllevó la aplicación del impuesto a los bienes y servicios (GST) en 2017 y la desmonetización, los cuales ensombrecieron las perspectivas de crecimiento del país a corto plazo.

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

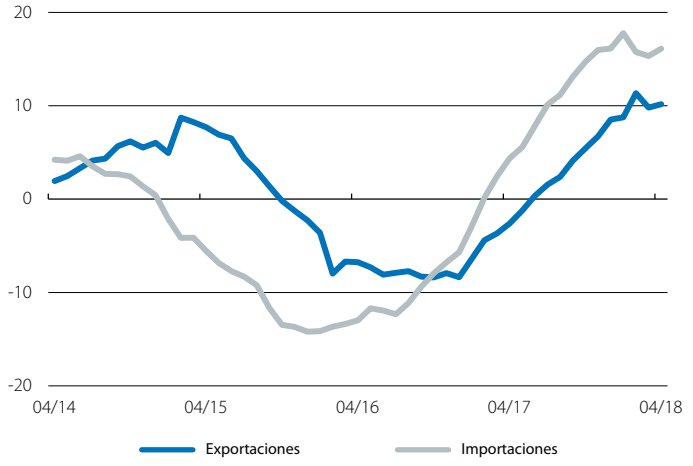
Miles de millones de dólares (datos mensuales)



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

*China: comercio exterior de bienes **

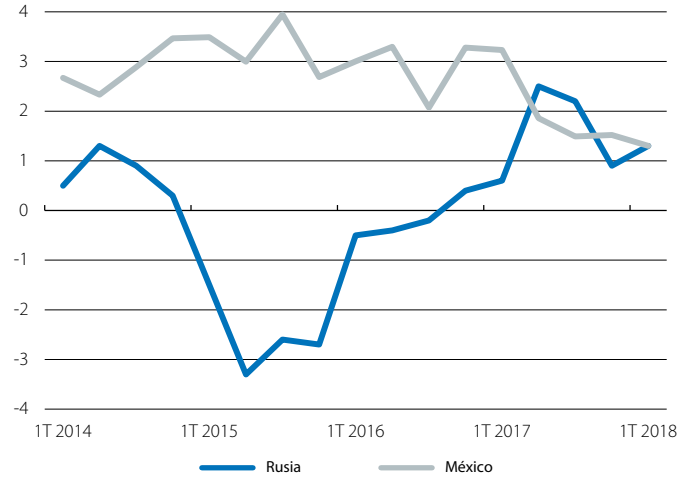
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



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

Rusia y México: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística.*

FOCUS · China: en la prosperidad y en la adversidad

La economía china se encuentra en pleno proceso de transformación de su modelo productivo y transita hacia un crecimiento más sostenible, impulsado por el consumo y los servicios en detrimento de la inversión y el sector manufacturero.[1] Este proceso de transformación se espera que vaya acompañado de una desaceleración del ritmo de crecimiento. Concretamente, prevemos un crecimiento promedio durante el periodo 2018-2020 del 6,2%, muy por debajo del promedio del 8,3% experimentado entre 2008 y 2017. Aunque esta transformación es positiva, los importantes desajustes macroeconómicos que acumula el país, en especial la elevada deuda corporativa, hacen que el proceso de aterrizaje pueda acabar siendo menos suave de lo esperado. Es el temido *hard landing* de la economía china. Todo ello, como es lógico, podría tener un impacto negativo en el resto del mundo.

Dos cifras ayudan a ilustrar la importancia de la economía china a nivel mundial. Por un lado, el mayor peso de China en la economía global se observa nítidamente en su relevancia en términos de PIB: en 1990, el PIB de China solo representaba el 4% del PIB mundial, mientras que en 2017 alcanzó el 18,2%.[2] Por otro lado, la participación de China en el comercio mundial también ha experimentado un extraordinario aumento desde 1990 (véase el primer gráfico).[3] La relevancia del gigante asiático para la economía global es, sin lugar a dudas, indiscutible.

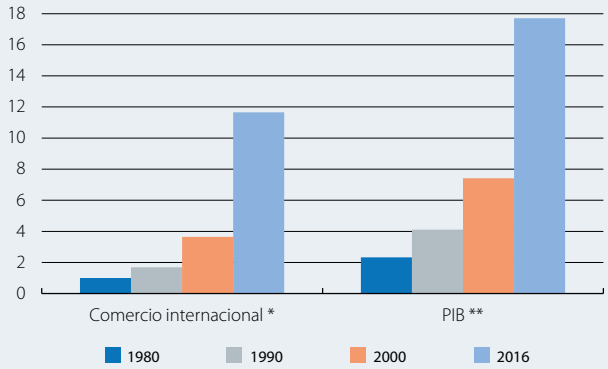
Son múltiples los canales a través de los que una ralentización brusca del crecimiento de China afectaría a la economía global. A continuación, centramos el análisis en dos de ellos: el comercio internacional y las condiciones financieras globales. En cuanto al primero, cabe mencionar que China es una de las principales economías exportadoras: en términos de manufacturas, se trata del primer exportador mundial desde 2009. Asimismo, China es un importante comprador a nivel global: las importaciones de China representan más del 25% del total de las exportaciones de los emergentes. En este sentido, también cabe resaltar que los precios de las materias primas se han mostrado muy sensibles a cambios en las perspectivas de demanda de China durante los últimos años.

Por lo que se refiere al impacto de un *hard landing* de China sobre las condiciones financieras globales, el canal a través del que acabaría afectándolas es menos directo. Es bien sabido que en términos financieros la economía china sigue siendo relativamente cerrada. De todas formas, es preciso tener en cuenta que la inversión china en el exterior ha ido ganando mucha importancia en los últi-

1. Véase IMF (2016), «China's changing trade and implications for the CLMV Economies».
2. PIB en términos de paridad del poder adquisitivo.
3. Véase IMF (2010), «Gauging China's Influence».

Presencia de China en la economía global

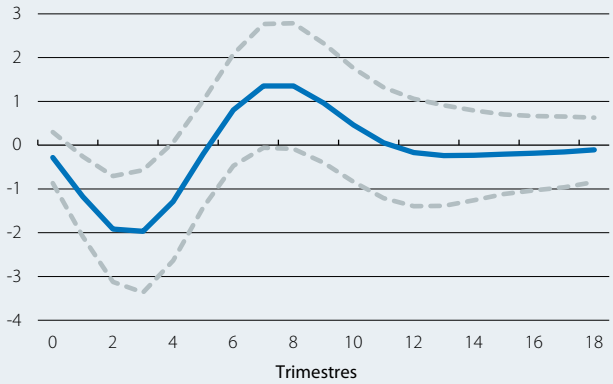
(%)



Notas: ** Se calcula como el porcentaje de la suma de las exportaciones e importaciones chinas respecto al total mundial. ** Se corresponde con la proporción del PIB chino respecto del PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.*

Respuesta del comercio internacional a un shock negativo del crecimiento de China

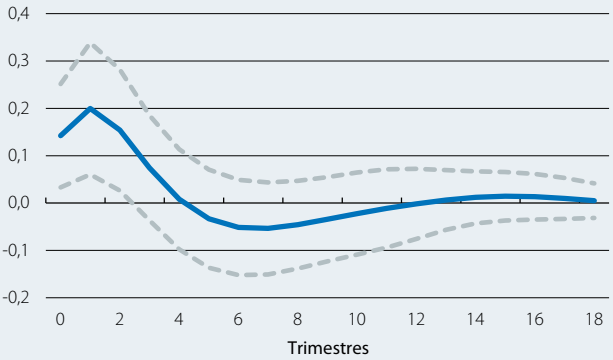
(p. p.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Respuesta de las condiciones financieras globales a un shock negativo del crecimiento de China

(p. p.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

mos años. Además, en la medida en que el crecimiento del resto de economías se vería afectado a través del canal comercial, también es de esperar que podría afectar a la confianza de los mercados y a las condiciones financieras globales.[4]

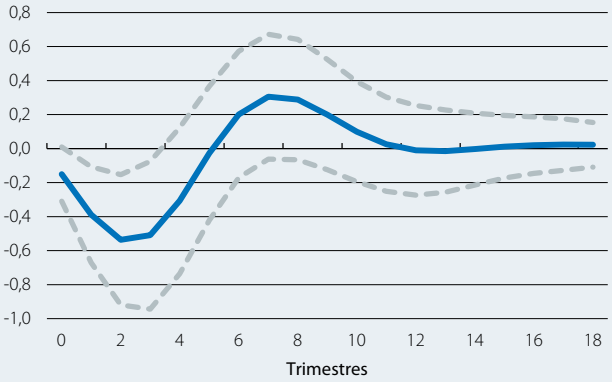
Con el fin de poder calibrar hasta qué punto una desaceleración más abrupta de China podría tener un impacto negativo sobre el crecimiento a nivel mundial, primero estudiamos la sensibilidad del comercio internacional[5] y de las condiciones financieras globales[6] a un *shock* negativo del crecimiento de China. Los resultados del estudio econométrico realizado implican que una reducción del crecimiento del PIB de China de 1 p. p. generaría una reducción del crecimiento del comercio internacional de 2,0 p. p. al cabo de un año aproximadamente.[7] El tensionamiento de las condiciones financieras que se podría producir también es notable, de 0,2 p. p. del índice de condiciones financieras analizado. En este sentido, sirva como referencia que, durante los ciclos de aumento de tipos de interés por parte de la Fed, dicho índice ha aumentado en 1,5 p. p.

Dado el impacto que parece que una desaceleración de China produciría en las condiciones financieras y el comercio global, no sorprende que el impacto estimado sobre el crecimiento mundial también sea destacable. Concretamente, tal y como se muestra en el resto de los gráficos adjuntos, un *shock* que desacelerara el crecimiento del PIB de China en 1 p. p. reduciría el crecimiento del PIB de las principales economías emergentes y desarrolladas en 0,5 p. p.[8]

El análisis realizado puede no convencer a los más escépticos, ya que los datos oficiales del PIB de China adolecen de ciertos problemas de medida, lo que ha puesto en duda su credibilidad. Con el fin de superar dicha limitación, hemos repetido el análisis anterior usando el índice de actividad económica construido por CaixaBank Research (para más información, véase el Focus «El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro»[9]) y los resultados anteriores se mantienen, y se siguen obteniendo efectos significativos y de magnitudes muy similares a los obtenidos usando los datos oficiales del PIB para todas las variables analizadas.[10]

Respuesta del crecimiento de los avanzados a un shock *negativo del crecimiento de China*

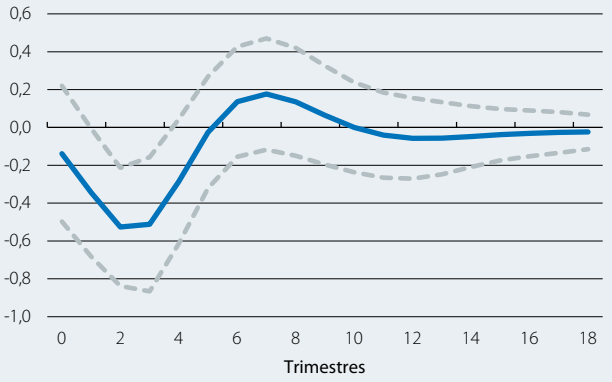
(p. p.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Respuesta del crecimiento de los emergentes a un shock *negativo del crecimiento de China*

(p. p.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

4. Véase FMI (2013), «World Economic Outlook», capítulo 4.
5. La variable de comercio internacional se define como la variación interanual del total de exportaciones reales en términos reales.
6. En este análisis, se utiliza el índice de condiciones financieras globales (ICF) de Goldman Sachs. Dicho índice sintetiza las condiciones financieras mediante la integración de la información que ofrecen diferentes activos financieros (tipo de interés, *spreads*, cotizaciones bursátiles y tipo de cambio) relativa a un conjunto de países, avanzados y emergentes.
7. Se estima una VAR con el crecimiento del PIB de China, las condiciones financieras globales, el comercio internacional, el crecimiento del PIB de las economías avanzadas y del resto de economías emergentes, y se analizan las funciones de impulso y respuesta de un *shock* en el crecimiento del PIB de China.
8. Para calcular el crecimiento del PIB del resto de economías emergentes, hemos construido una muestra de 20 países, que comprende las principales economías emergentes (en términos de tamaño) y las que tienen un mayor vínculo comercial con China: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Venezuela, Irán, Israel, Egipto y Perú. Se ha ponderado el peso de cada país en función de la proporción que dicho país representa respecto del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo. Para los avanzados, se ha utilizado el agregado que proporciona el FMI.
9. Véase el IM02/2018.
10. Concretamente, el crecimiento del PIB se reduce 0,4 p. p. y 0,5 p. p. para el caso de los emergentes y los avanzados, respectivamente, dos trimestres después de producirse el *shock*.

FOCUS · Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros

En las últimas semanas se está viviendo una etapa de fuerte presión depreciatoria sobre diversas divisas emergentes. Así, desde finales de abril, que es cuando se empezó a materializar con más virulencia el alza del dólar y del tipo de interés norteamericanos, el peso argentino se ha depreciado cerca de un 20% respecto al dólar, la lira turca más de un 10% y un amplio número de monedas (entre ellas, el zloty polaco, el real brasileño, el peso mexicano, el peso chileno y el peso colombiano) se han movido en la zona del –6% al –4%. Todo ello ha alertado a los inversores y ha suscitado un interrogante importante: ¿estamos en la antesala de una crisis de los emergentes de carácter más o menos generalizado o, sencillamente, han coincidido en el tiempo problemas de países puntuales afectados por factores idiosincráticos?

A fin de responder a la cuestión, veamos primero qué enseñanzas se pueden extraer de los casos argentino y turco, los más penalizados por el estrés financiero. La cuestión central es dilucidar cuáles son los motivos por los que los inversores están apostando contra sus divisas. Más allá de aspectos especulativos a corto plazo, el factor principal parece ser la erosión de la credibilidad de ambos gobiernos respecto a su estrategia de política económica. En el caso argentino, dicha estrategia se está implementando con un enfoque gradualista (frente a la alternativa de un ajuste más intenso, pero también circunscrito a un periodo más breve). Aunque en 2016 y 2017 dicha estrategia parecía tener el visto bueno de los mercados, en los últimos meses se han puesto de manifiesto dos problemas. En primer lugar, la estrategia no está produciendo todos los resultados esperados. Así, a pesar de las medidas adoptadas, los desequilibrios macroeconómicos siguen siendo notables, en especial la abultada inflación (26,5% interanual en abril), el persistente déficit por cuenta corriente (4,6% del PIB a finales de 2017) y un déficit público en la zona del 6,5% del PIB para el conjunto de 2017.

Una segunda debilidad de la estrategia es que se han percibido elementos de inconsistencia, ya que, mientras que se anuncian objetivos ambiciosos, no está claro que se estén tomando las medidas coherentes con dichos objetivos. El caso más obvio de dicha debilidad se ha dado en materia de lucha contra la inflación. De hecho, el peso argentino empezó a debilitarse el pasado mes de diciembre, cuando se anunció un objetivo de inflación del 15% para 2018 que fue recibido con dudas por los inversores, dudas que se redoblaron cuando, en enero, el banco central optó por rebajar el tipo de referencia. En esta tesitura, el resultado final de esta falta de proactividad, tras costosas intervenciones en los mercados cambiarios, llevar el tipo de referencia al 40% y forzar a los bancos comerciales a reducir sus tenencias en divisa extranjera, ha sido solicitar la ayuda financiera al FMI.

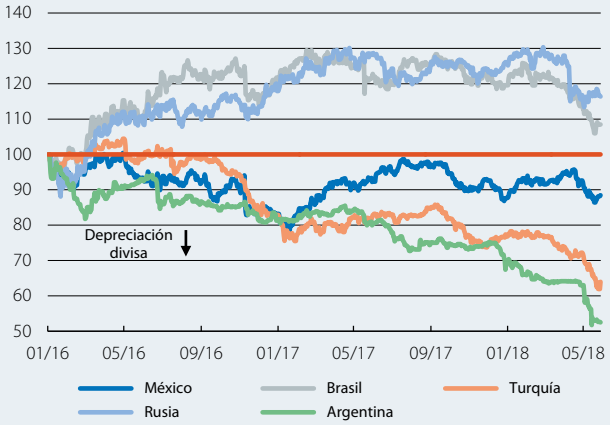
La revisión del episodio turco arroja conclusiones similares. En este caso, la preocupación de los inversores ha ido creciendo a medida que se confirmaba que la política económica no estaba actuando para contrarrestar los abultados desequilibrios macroeconómicos. Así, con el país creciendo más de un 7% en el 4T 2017 (última cifra conocida), y con la inflación en el 10,8% en abril y el déficit por cuenta corriente en el 5,6% del PIB en 2017, no ha sido hasta finales de mayo que se han empezado a tomar medidas claras para afrontar la realidad: subida del tipo de referencia en 300 p. b., hasta el 16,5%, simplificación del sistema de implementación de la política monetaria y endurecimiento de ciertos aspectos macroprudenciales. Seguramente, en la mente de los inversores, demasiado poco, demasiado tarde.

Por tanto, ambos países comparten la combinación desafortunada de desequilibrios macroeconómicos y una política económica inadecuada. ¿Están en una tesitura similar el resto de emergentes y, en especial, los más castigados por las depreciaciones recientes? Atender a estas preguntas cruciales requiere interrogarse sobre la situación de los principales emergentes en términos de vulnerabilidades externas e internas y del margen de maniobra de la política económica ante posibles *shocks*. Como es lógico, la peor combinación será la que presenten países con elevados desequilibrios y poco margen para absorber los *shocks*.

Por lo que se refiere al primer ámbito, en el grupo de principales emergentes y respecto a la situación en 2007, cuando se estaba al final del anterior ciclo de crecimiento en los países emergentes, se constatan dos grandes con-

Monedas emergentes

Índice (100 = enero 2016)



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

clusiones. La primera es que el principal desequilibrio deriva de la acumulación de deuda, que se refleja tanto en el aumento de la deuda externa (es más de 8 p. p. mayor en la actualidad que en 2007) como en el crédito a nivel interno (medido por la distancia entre el cociente crédito/PIB y su tendencia de largo plazo). Siendo esta la evolución del agregado de emergentes, algunos países destacan negativamente. Es el caso de Turquía, Argentina, Sudáfrica, Indonesia, Colombia, Malasia, Hungría, Polonia o Chile (véase la tabla adjunta para identificar a los países peores situados en cada desequilibrio).

En cuanto al margen de maniobra ante posibles *shocks* que activen las vulnerabilidades, tres aspectos claves son saber si tienen suficientes divisas para intervenir en defensa de su moneda, si la posición fiscal es holgada y si existe margen de subida de la política monetaria sin que los tipos de referencias se sitúen en niveles inasumibles. Como sucedía con las vulnerabilidades, la capacidad para mitigar posibles *shocks* es menor de lo deseable en Argentina, Turquía, Sudáfrica, Malasia, Brasil y Hungría. La toma de decisiones, además, se puede ver entorpecida por el hecho de que entre 2018 y 2019 habrá elecciones en los cuatro primeros países.

En definitiva, la lista de emergentes frágiles que deriva de la revisión anterior, y de ejercicios similares de otras instituciones, es bastante amplia e incluiría Argentina, Turquía, Sudáfrica, Colombia, Malasia, Hungría, Brasil e Indonesia.

En este contexto, ¿cuál es su sensibilidad frente a potenciales *shocks* como un endurecimiento pronunciado de las condiciones financieras globales?

Para calibrar su impacto, analizamos las funciones de impulsorespuesta de un VAR de los emergentes frágiles, y otro para el resto de emergentes principales, ante un endurecimiento del índice de condiciones financieras global de 1,5 puntos.[1] Pues bien, de acuerdo con la experiencia histórica (2007-2017), un endurecimiento de las condiciones financieras de este calibre, si se produjera de forma repentina, tendría un impacto sobre el crecimiento de los emergentes frágiles de alrededor de 1,7 p. p. al cabo de dos trimestres, mientras que en el resto de emergentes este sería del orden de 0,9 p. p. No se trata de un impacto reducido y, en cualquier caso, debería tomarse como un umbral mínimo, toda vez que la complacencia de los inversores ante los desequilibrios y su permisibilidad respecto a políticas económicas no acertadas será previsiblemente menor que en el pasado.

Pero todo ello no comporta que la sentencia esté dictada. De entrada, el mercado parece estar discriminando entre emergentes, de manera que, incluso cuando la presión financiera sobre Argentina o Turquía estaba siendo máxima, el contagio era relativamente contenido. Un segundo elemento que retener es que muchos de los emergentes frágiles citados, por su tamaño relativamente reducido o por su posición tangencial en los flujos comerciales y financieros globales, tienen un papel que difícilmente se puede considerar sistémico. En definitiva, como titulamos en el presente Focus, Argentina y Turquía no deberían ser el destino de muchos emergentes, aunque ciertamente tampoco son, en puridad, casos atípicos.

1. Un endurecimiento de esta intensidad parece razonable si analizamos la evolución histórica de las condiciones financieras en épocas de aumento de tipos de interés en EE. UU. y el escenario previsto para los próximos años.

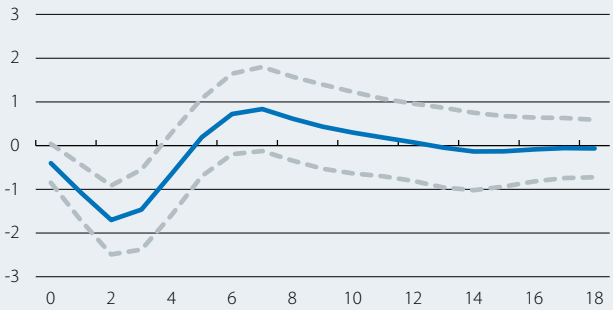
Economías emergentes: vulnerabilidades y margen de maniobra

	Último dato	Cambio desde 1T 2007 (p. p.)	Cinco peores países
Desequilibrios internos y externos			
Saldo cuenta corriente (% PIB)	–0,97	–3,42	Turquía, Argentina, Colombia, Sudáfrica e Indonesia
Deuda externa (% PIB)	40,61	8,24	Hungría, Polonia, Chile, Malasia y Turquía
Deuda externa c/plazo (% PIB)	29,04	4,69	Malasia, Turquía, Hungría, Sudáfrica y Polonia
Inflación (%)	4,61	–0,61	Argentina, Turquía, México, India y Colombia
Credit-to-GDP gap * (% respecto tendencia)	0,08	1,63	China, Indonesia, Colombia, Chile y México
Factores mitigantes de un *shock* adverso			
Ratio divisas entre deuda externa a c/p	3,44	–0,38	Turquía, Argentina, Malasia, Sudáfrica y Hungría
Saldo público (% PIB)	–2,62	–4,36	Brasil, Argentina, Malasia, Sudáfrica e Indonesia
Deuda pública (% PIB)	40,82	6,04	Brasil, Hungría, Argentina, Sudáfrica y Colombia
Tipo de interés de referencia (%)	6,73	–0,91	Argentina, Turquía, Rusia, México y Brasil

Notas: *Valores en rojo implican que empeora la vulnerabilidad o el margen de maniobra; valores en verde denotan que se reduce la vulnerabilidad o el margen de maniobra. Los datos se corresponden con la media simple de las variables calculada para una muestra de países emergentes, compuesta por Turquía, Rusia, Sudáfrica, Polonia, Hungría, Arabia Saudí, China, India, Indonesia, Malasia, Brasil, México, Perú, Colombia, Argentina y Chile.*
** Diferencia entre el cociente crédito/PIB y su tendencia de largo plazo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de los datos de Thomson Reuters Datastream.*

Respuesta del crecimiento de los emergentes más vulnerables a un shock *financiero global*

(p. p.)



Nota: *Se estima un vector autoregresivo de cuarto orden que incluye datos trimestrales del índice de condiciones financieras globales, del crecimiento de los emergentes más vulnerables y el de los menos vulnerables. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Actividad								
PIB real	1,5	2,3	2,2	2,3	2,6	2,8	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,2	3,6	4,1	5,3	4,3	4,1	...
Confianza del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	118,1	120,3	126,0	127,1	125,6	128,0
Producción industrial	–1,9	1,6	1,9	1,3	3,0	3,3	3,5	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	55,8	58,7	58,7	59,7	57,3	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.177	1.208	1.171	1.172	1.259	1.320	1.287	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	189	200	198	200	205	209	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,7	60,1	60,1	60,2	60,1	60,3	60,3	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,9	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	...
Precios de consumo subyacente	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	...

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Actividad							
PIB real	1,0	1,7	1,6	1,9	1,8	1,0	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,8	44,5	44,4	43,6
Producción industrial	–0,2	4,5	5,6	4,4	4,1	2,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	17,0	22,0	25,0	24,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7
Precios							
Precios de consumo	–0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,6
Precios de consumo subyacente	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3

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

CHINA

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Actividad							
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	–
Ventas al por menor	10,4	10,2	10,8	10,3	9,9	9,9	9,4
Producción industrial	6,1	6,6	6,9	6,3	6,2	6,6	7,0
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,0	51,4
Sector exterior							
Balanza comercial [1] *(valor)*	512	435	458	435	435	420	411
Exportaciones	-8,4	8,5	9,0	6,9	10,1	13,6	11,9
Importaciones	-5,7	16,1	14,3	14,7	13,2	19,2	21,2
Precios							
Precios de consumo	2,0	1,6	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,6	6,8	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.*

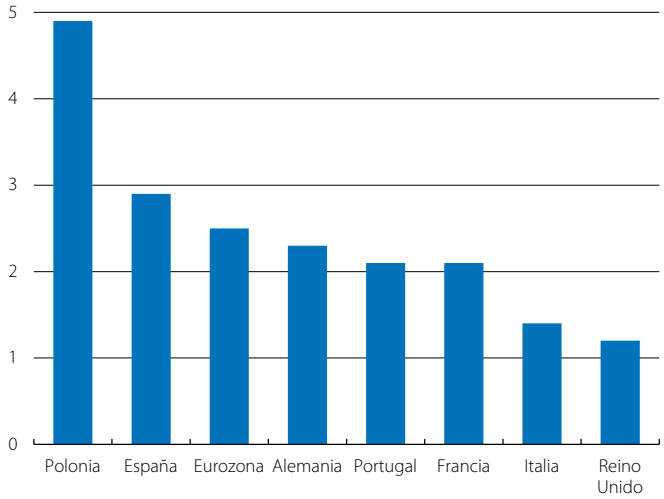
COYUNTURA · Repunte de los riesgos en un entorno de crecimiento favorable

El crecimiento en la eurozona se modera en el 1T. Tras finalizar el año con muy buen pie, los datos del PIB que hemos conocido este mes muestran que el crecimiento de la eurozona se ha moderado en el 1T 2018, tal y como ya apuntaban los indicadores de actividad. Así, en el 1T 2018, el área creció un 0,4% intertrimestral (2,5% interanual), 3 décimas por debajo del registro del trimestre anterior. Entrando en el detalle por países, destacó la ralentización en Alemania y Francia, cuyas tasas de crecimiento intertrimestral se situaron entre 3 y 4 décimas por debajo de las del 4T 2017. Estos bajos registros se pueden atribuir, al menos en parte, a una serie de factores temporales que han pesado sobre la evolución de la actividad. Destacamos en particular las condiciones meteorológicas especialmente adversas en el norte de Europa y las huelgas en Alemania. En el caso de Alemania, además, es muy probable que el *impasse* político que atravesó el país durante el 1T también pesara sobre el crecimiento. Así, el detalle por componentes del crecimiento del PIB del 1T de Alemania muestra que, mientras que el consumo privado y la inversión mantuvieron una dinámica muy favorable, hecho que reafirma el buen clima de confianza, el registro decepcionante se explica, en parte, por una caída brusca del consumo público, hecho que prevemos que se enderece en los próximos trimestres toda vez que el país dispone de un nuevo Gobierno. De esta forma, a medida que estos factores de índole temporal se vayan disipando, desde CaixaBank Research esperamos que el ritmo de crecimiento vuelva a coger cierto impulso en los próximos trimestres. Ello se debe a que la economía sigue beneficiándose del apoyo ofrecido por una política monetaria muy acomodaticia, una política fiscal neutra, o que incluso puede tornarse expansiva en algunos casos, y de un contexto favorable de crecimiento global.

Italia y el precio del petróleo, los dos principales focos de riesgo. Aunque las perspectivas de la eurozona se mantienen favorables, hay ciertos factores de riesgo que han tomado relieve durante el último mes y que podrían entorpecer la evolución de la economía. En Italia, la decisión del presidente de la República de bloquear la formación del Gobierno generó un repunte de la incertidumbre en los mercados por el temor de que si se tuvieran que repetir elecciones, estas se centrarían en la relación de Italia con la UE. Sin embargo, las últimas noticias sugieren que M5S y LN podrán finalmente formar gobierno. El acuerdo de gobierno entre ambos partidos contempla, entre otras medidas, un fuerte impulso fiscal y la intención de mantener un pulso con Bruselas respecto a las reglas fiscales y la contribución de Italia al presupuesto europeo. Todo ello ha generado dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública italiana, cuya prima de riesgo ha repuntado y ha llegado a situarse por encima de los 270 p. b. y ha afectado a las primas de riesgo de otros países de la periferia (por ejemplo, la prima de riesgo de Portugal se ha situado por encima de los 170 p. b.). Por su parte, la retirada de los EE. UU. del acuerdo nuclear con Irán ha genera-

Unión Europea: PIB del 1T 2018

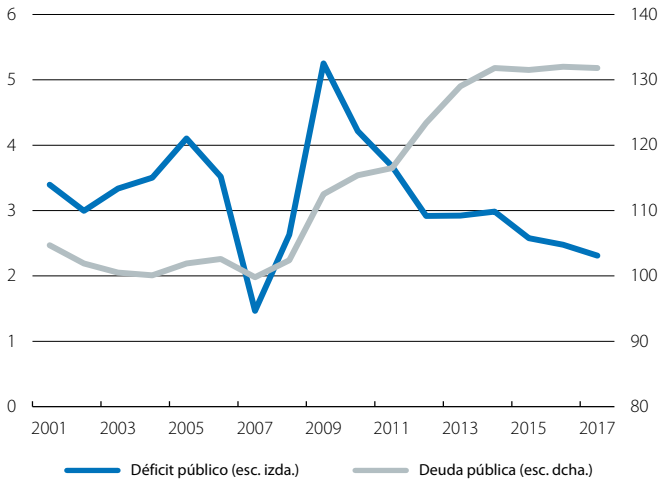
Variación interanual (%)



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

Italia: déficit y deuda pública

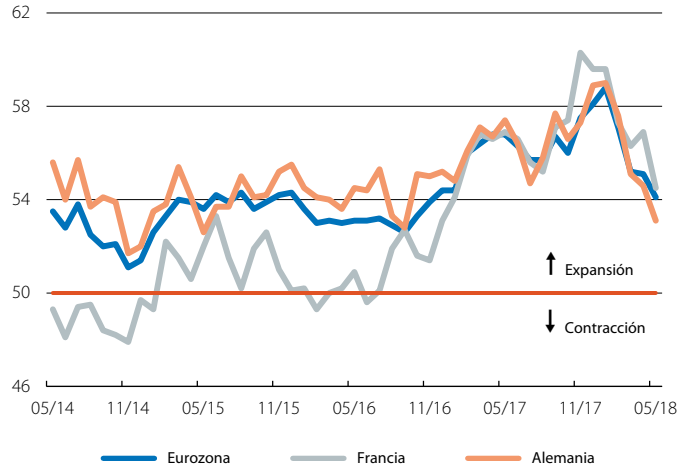
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

do un notable repunte del precio del petróleo. Aunque prevemos que este repunte sea temporal (Arabia Saudí y Rusia pueden compensar un posible recorte de producción de Irán), de prolongarse, podría erosionar ligeramente el crecimiento en los próximos trimestres.

Los indicadores de actividad se mantienen en cotas moderadas. Así, el cuadro de indicadores apunta a que el crecimiento volverá a coger impulso en los próximos trimestres, aunque se mantendrá en cotas más moderadas que las observadas a finales de 2017. Concretamente, el índice de sentimiento empresarial para el conjunto de la eurozona se moderó en mayo y se situó en los 54,1 puntos, 1 punto por debajo del registro del mes anterior. Pese a situarse por debajo de las cotas registradas a finales de 2017, el indicador se mantiene cómodamente en zona expansiva (por encima de los 50 puntos). Por su parte, el índice de producción industrial repuntó en marzo tras haber caído en los tres meses anteriores y marcó un crecimiento interanual del 3,0%, un registro muy similar al del promedio de 2017 (2,9%).

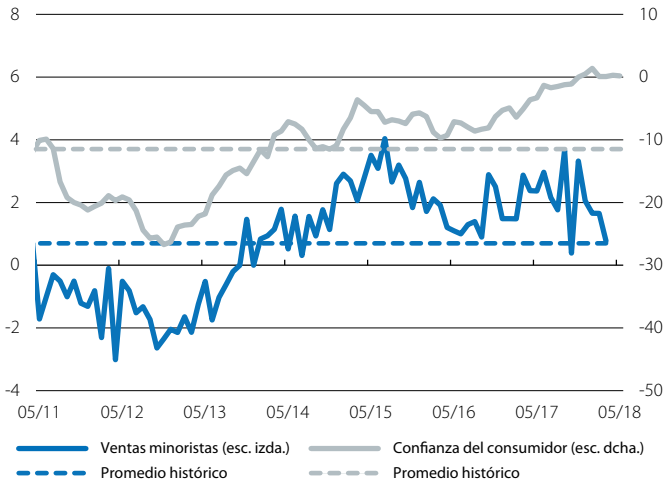
Atentos a los indicadores por el lado de la demanda. Más concretamente, los últimos registros muestran una ligera desconexión entre los indicadores de sentimiento y los de ventas minoristas. Así, mientras que el índice de confianza del consumidor en mayo se mantuvo en cotas muy elevadas (registro de 0,2 puntos, frente a un promedio para 2017 de –2,5 puntos), el crecimiento de las ventas minoristas en marzo cayó hasta el 0,8% interanual, un registro muy inferior al promedio de 2017 (2,2%). La brecha entre ambos indicadores es coherente con el hecho de que factores de carácter temporal como el mal tiempo puedan haber pesado sobre las decisiones de consumo de los hogares durante el 1T del año. Con todo, y tal y como apuntan los indicadores de confianza, dada la buena evolución del mercado laboral en la eurozona y las condiciones favorables de acceso al crédito, desde CaixaBank Research prevemos que el consumo privado repuntará en los próximos meses y se mantendrá como el principal motor de crecimiento.

La inflación retrocede de manera temporal en abril y se sitúa en el 1,2% interanual, 1 décima por debajo del registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente se moderó 2 décimas hasta el 1,1%. Esta ralentización se puede atribuir a efectos de calendario al caer este año la Semana Santa en marzo en lugar de abril, por lo que esperamos que los precios repunten en los próximos meses. De hecho, hemos revisado al alza la previsión de inflación para este año en 1 décima, hasta el 1,5%, dada la subida del precio del petróleo. A medida que la eurozona entre en una fase más madura del ciclo y que el mercado laboral siga absorbiendo el actual margen de holgura, prevemos que los salarios repunten de forma gradual y que la inflación se acerque a finales de 2019 al objetivo del BCE de una inflación cercana pero por debajo del 2%.

El mercado laboral se mantiene como una pieza clave para el crecimiento. El elevado clima de confianza que ha alimentado la recuperación económica del área se debe, en no poca medida, a la fuerte recuperación del mercado laboral. En este sentido, la buena trayectoria mostrada por los últimos datos es positiva. Así, la tasa de desempleo en la eurozona se emplazó en el 8,5% en marzo, 0,9 p. p. por debajo del registro del mismo mes

Eurozona: indicadores de consumo

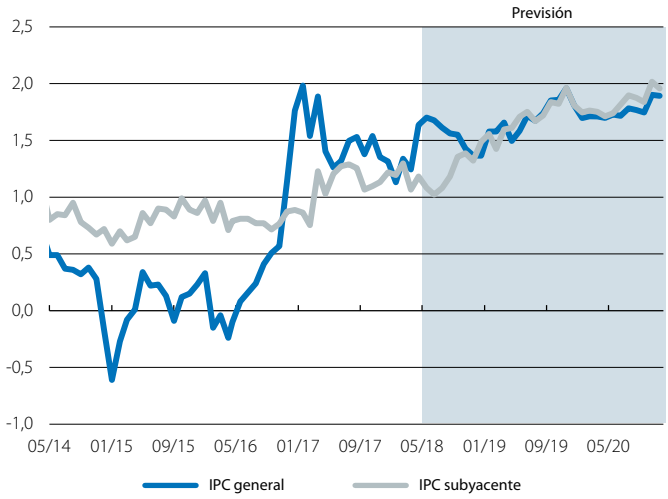
Variación interanual (%) *Nivel*



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

Eurozona: IPC armonizado

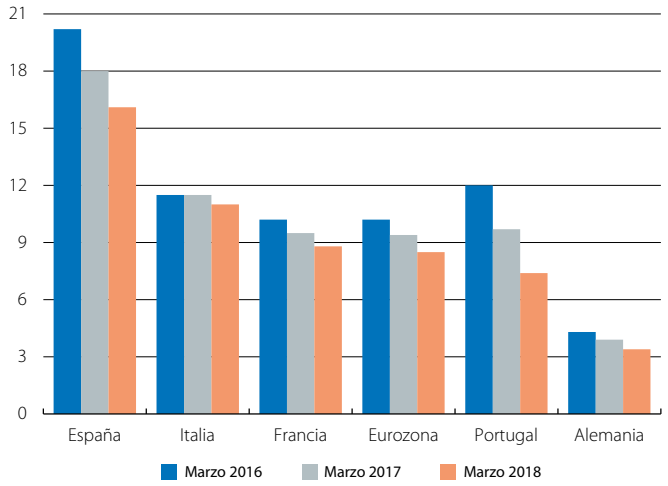
Variación interanual (%)



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

Eurozona: tasa de paro

(%)



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

del año anterior. Por países, destacan Portugal, cuya tasa de desempleo cayó en el mismo periodo 2,3 p. p. hasta alcanzar el 7,4%; España, cuya tasa cayó 1,9 p. p. hasta alcanzar el 16,1%, y Francia, que cayó 0,7 p. p. hasta alcanzar el 8,8%. Aun así, persisten elevadas diferencias en la tasa de desempleo entre los países miembros de la eurozona, con países como España, con una tasa de desempleo del 16,1% o Alemania, con una tasa del 3,4%.

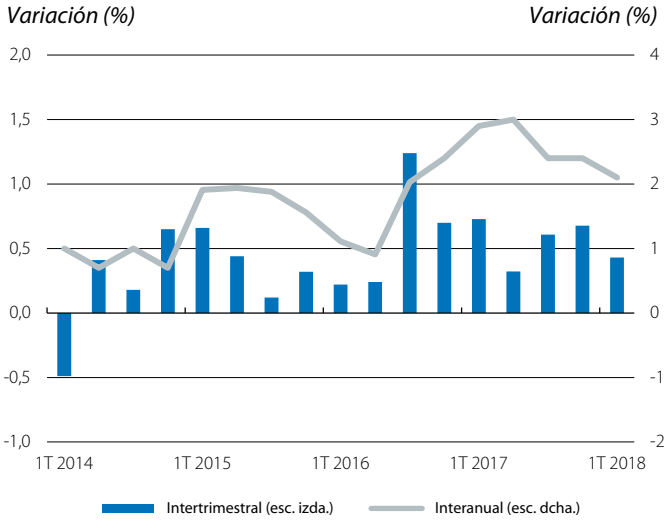
PORTUGAL

Ligera desaceleración temporal de la actividad en el 1T 2018. La economía portuguesa moderó su ritmo de crecimiento en el 1T 2018 tras crecer un 0,4% intertrimestral (2,1% interanual), 3 décimas por debajo del registro del trimestre anterior. A falta del detalle por componentes, el Instituto Nacional de Estadística de Portugal apunta que la demanda interna se mantuvo en cotas elevadas y que, por tanto, fue la demanda externa neta la causante de la desaceleración de la actividad. Desde CaixaBank Research creemos que esta desaceleración constituye un bache temporal que refleja la volatilidad inherente en la serie temporal y que el crecimiento se situará en cotas más elevadas, aunque por debajo de las cotas alcanzadas a finales de 2017, en los próximos trimestres. Este escenario se apoya en un contexto internacional que prevemos que se mantendrá favorable y que dará apoyo al crecimiento de las exportaciones. Por su parte, a nivel doméstico prevemos que el crecimiento del consumo privado se seguirá beneficiando del elevado ritmo de creación de empleo (crecimiento interanual del 3,2% en el 1T). Muestra de este último punto es el indicador de ventas minoristas que en marzo registró un crecimiento interanual del 7,6%, un registro muy superior al del promedio de 2017 (4,1%). Asimismo, la economía se seguirá beneficiando de unas condiciones monetarias acomodaticias. Con todo, a raíz del dato de crecimiento del 1T hemos revisado ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento para 2018 en 1 décima hasta el 2,3%.

La inflación cae en abril. Más concretamente, la inflación general se situó en el 0,3%, 5 décimas por debajo del registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente también se moderó 8 décimas hasta alcanzar el 0,1%. Esta ralentización en el ritmo de crecimiento de los precios se debe, en gran parte, a los efectos de calendario asociados al hecho de que este año Semana Santa cayó en marzo en lugar de abril. Toda vez que este efecto de base se disipe, prevemos que la inflación repunte y siga creciendo paulatinamente de la mano del crecimiento de la actividad. Asimismo, debido al aumento del precio del petróleo, hemos revisado las previsiones de la inflación general al alza para el 2018 en 2 décimas hasta el 1,2%.

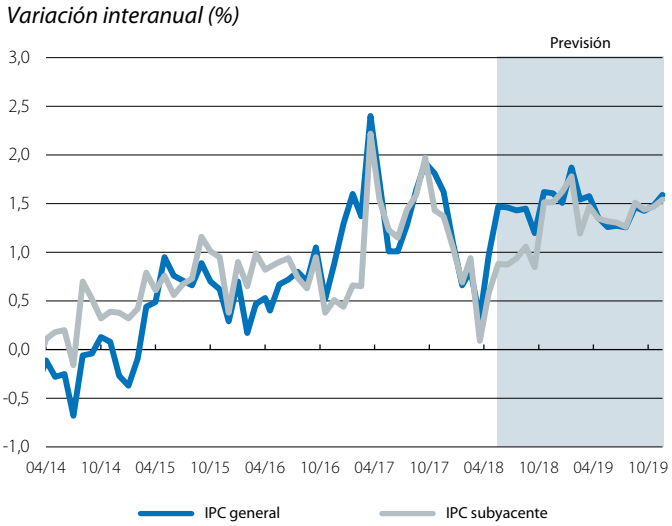
El sector turístico sigue apoyando el sector exterior portugués. Los últimos datos confirman el atractivo del país como destino turístico. Así, en el acumulado de 12 meses hasta marzo de 2018, los turistas extranjeros realizaron más de 42 millones de pernoctaciones hoteleras, un aumento del 8,3% respecto al mismo registro del año anterior. Desgranando por origen, la mayoría de los visitantes proceden de España (15,5%), Reino Unido (12,5%), Alemania (10,8%), Francia (9,6%) y Brasil (9,1%). Se consolida así el sector turístico como uno de los principales pilares de la recuperación económica de Portugal.

Portugal: PIB



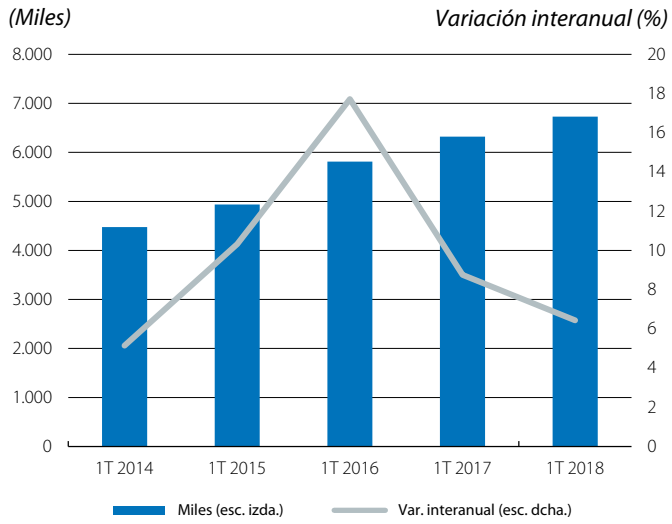
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: IPC armonizado



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

Portugal: pernoctaciones de turistas extranjeros



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

FOCUS · La formación profesional dual, una fórmula a potenciar

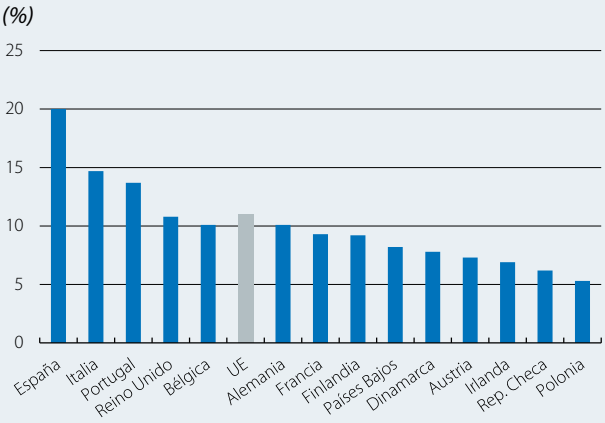
En países como Alemania y Austria la tasa de paro se mantiene en niveles relativamente bajos de forma sostenida a lo largo del tiempo. Asimismo, estos países destacan por tener una tasa de paro juvenil relativamente baja respecto a la de la mayoría de países desarrollados. Una de las claves de su éxito está en la formación profesional (FP) dual, que combina la educación de los jóvenes en centros educativos con el trabajo en empresas como aprendices. ¿Hasta qué punto puede trasladarse esta fórmula a otros países europeos?

La FP dual se diferencia de la FP «tradicional» en que la educación en centros educativos se alterna con el trabajo en empresas durante el periodo de formación, de modo que la experiencia laboral deviene una parte fundamental de la formación. Esta alternancia favorece el aprendizaje de habilidades específicas, al ponerlas en práctica de manera inmediata en el trabajo. Ello, además, también ayuda a reducir el abandono escolar y facilita la transición de la escuela al empleo. Así, en Alemania, la proporción de jóvenes que no finaliza sus estudios se sitúa en el 10,1%, un nivel claramente inferior al de España (20,0%) y, en menor medida, al de Portugal (13,7%). Además, en países como Alemania o Austria la mayoría de los jóvenes entran en el mercado laboral directamente sin pasar por el desempleo (Quintini *et al.,* 2007).[1]

A pesar de estas ventajas, implementar una FP dual no es sencillo. Al ser una formación muy específica, los centros educativos deben ofrecer formación en muchas especialidades distintas. Asimismo, se debe llevar a cabo un complejo ejercicio de coordinación entre los centros educativos y las empresas, para compaginar las agendas de unos y otras, y para mantener el contenido de la formación en las aulas actualizado a las necesidades cambiantes de las empresas.

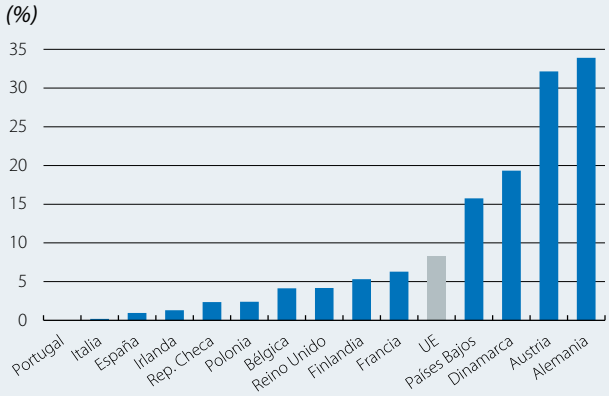
Así, para poder implementar este sistema, es necesario pasar por una etapa de aprendizaje para poder coordinar todas las piezas. Además, es imprescindible que el país disponga de un tejido empresarial robusto que garantice que la inversión inicial, que deben llevar a cabo tanto los centros educativos como las empresas, tendrá recorrido en el tiempo. Este segundo ingrediente seguramente es uno de los principales factores que dificulta la implementación de este tipo de educación en muchos países. En Alemania, país que cuenta con un amplio tejido industrial, la FP dual es una titulación nacional con prestigio y que lleva a una carrera laboral estable. Por ejemplo, la tasa de empleo de los recién graduados del segundo ciclo de educación secundaria era del 87,8% en 2016, muy superior a la de la UE (72,6%), Portugal (69,4%), Francia[2] (62,8%) o España (56,8%).[3]

Tasa de abandono escolar (2015)



Nota: *Porcentaje de población de 18 a 24 años que ha obtenido como máximo el primer ciclo de la educación secundaria y que no está estudiando.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2016).*

Estudiantes matriculados en la FP dual



Nota: *Porcentaje de estudiantes matriculados en la FP dual sobre el total de estudiantes en el segundo ciclo de educación secundaria y postsecundaria no terciaria (ISCED 3 e ISCED 4C).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2016), «Survey of Adult Skills (PIAAC)», Database 2012.*

En España, el sistema de FP dual vigente fue implementado en 2012 y cada vez son más las empresas implicadas y los alumnos matriculados: unos 24.000 alumnos participaron en el curso 2016-2017 e hicieron prácticas en una de las 10.000 empresas colaboradoras. Sin embargo, aún queda lejos de ser un sistema extendido, ya que solo contó con menos del 2% de los alumnos de segundo ciclo de educación secundaria.

En Portugal, por su parte, el sistema de FP se ha expandido en los últimos años, y parte de este esfuerzo ha incluido la FP dual (*cursos de aprendizagem*). Sin embargo, los alumnos inscritos en la FP dual (26.000) corresponden solo al 7,9% de los alumnos de segundo ciclo de educación secundaria en 2015-2016.

1. Quintini, G., Martin, J. P. y Martin, S. (2007), «The Changing Nature of the School-to-Work Transition Process in OECD Countries», IZA DP n.º 2582.
2. En Francia, Macron se ha propuesto potenciar el contrato de aprendizaje, y para ello se están buscando fórmulas para hacerlo más atractivo y flexible.
3. Comisión Europea (2017), «Education and Training Monitor 2017», ISCED 3 y 4.

FOCUS · Grecia: la historia interminable

El próximo 20 de agosto, Grecia finalizará su tercer programa de asistencia financiera desde 2010. Finalmente, la economía helena parece que se encuentra en una posición mucho más sólida. En particular, Grecia volvió a anotar tasas de crecimiento positivas en 2017 y se espera que mantenga un ritmo de avance alrededor del 2% en los próximos dos años. También es destacable que el saldo fiscal primario se mantiene cerca del 4,0% del PIB desde 2016, uno de los niveles más altos de la UE.

A pesar de ello, la sostenibilidad financiera del sector público griego se mantiene en entredicho. En particular, la deuda pública griega se sitúa en niveles muy elevados, cercanos al 180% del PIB. Y, aunque el FMI y la Comisión Europea prevén que la deuda puede mantener una trayectoria gradual a la baja hasta situarse por debajo del 150% del PIB en 2030, esta previsión se sustenta en unos supuestos difícilmente realizables.[1] Como muestra el primer gráfico, ante escenarios económicos menos positivos, la deuda no desciende e incluso aumenta.

Esta situación seguramente sería insostenible si no fuera porque la mayor parte de la deuda es a largo plazo, y ello permite que las necesidades de financiación[2] sean contenidas en los próximos años. Concretamente, cerca del 70% de la deuda griega –el equivalente al 128% del PIB heleno– está constituida por préstamos a muy largo plazo concedidos por acreedores «oficiales» a unos tipos de interés muy inferiores a los del mercado.[3] Asimismo, la deuda en manos de inversores privados, que representa alrededor del 15% del total (y el 28,7% del PIB), tiene un vencimiento medio relativamente amplio, de 12 años.[4]

Sin embargo, dentro de 10 años, incluso en un escenario en el que Grecia mantenga un crecimiento económico sólido y una política fiscal prudente, las necesidades de financiación aumentarán rápidamente y se situarán por encima del 20% del PIB, umbral a partir del cual el FMI considera que se entra en zona de riesgo elevado. Además, el coste de refinanciar la deuda aumentará de forma notable, dado que es de esperar que los tipos de interés de mercado sean muy superiores a los de los préstamos «oficiales».

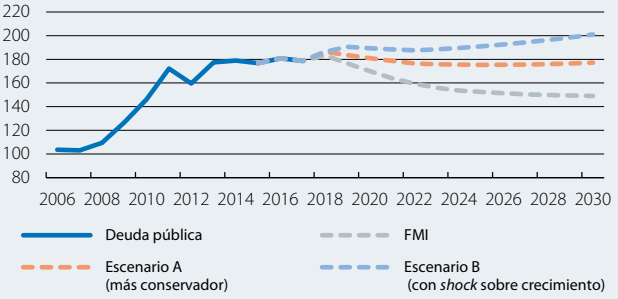
Conscientes de ello, los países de la eurozona se han comprometido a implementar medidas de alivio de la deuda, como una nueva extensión del vencimiento medio de los préstamos y un aplazamiento de los periodos de amortización. Según el FMI, no obstante, el reajuste debe ser muy relevante para asegurar que las necesidades de financiación se mantendrán por debajo del umbral de sostenibilidad (véase el segundo gráfico). En esta coyuntura, el Eurogrupo está estudiando el diseño de un mecanismo que de manera automática vincule los reembolsos de deuda al desempeño de la economía griega. Es decir, si Grecia creciera menos de lo esperado, se podría alargar el vencimiento medio o retrasar los pagos del principal e intereses.

Ciertamente, este mecanismo, al reducir la cantidad de deuda a renovar en años con perspectivas menos favorables, contribuiría a reducir el riesgo de refinanciación. No obstante, también podría relajar los incentivos por seguir implementando reformas y por mantener las cuentas públicas saneadas. Como ya se está apuntando, sería imprescindible que este procedimiento fuera acompañado de instrumentos que permitan seguir monitorizando la política económica y fiscal que se implementa en el país heleno. Ello asegura que Grecia seguirá siendo una fuente de debate en los próximos años, aunque ya no esté bajo un programa de ayuda financiera.

1. Como el de mantener un superávit primario del 3,5% del PIB hasta 2022 y del 1,5% entre 2023 y 2030, y que el crecimiento nominal alcance el 3,1% anual en promedio hasta 2030.
2. Para cada año, suma de las nuevas necesidades de endeudamiento del Gobierno (déficit primario y pago de intereses) y de la parte de la deuda que vence en ese año.
3. FMI, MEDE, FEEF y el *greek loan facility*. El vencimiento promedio de estos préstamos es de 23 años.
4. El resto de la deuda está en manos del BCE (4,6%) o constituyen operaciones a corto plazo, como letras del Tesoro (4,2%) y *repos* (6,6%).

Grecia: deuda pública en distintos escenarios

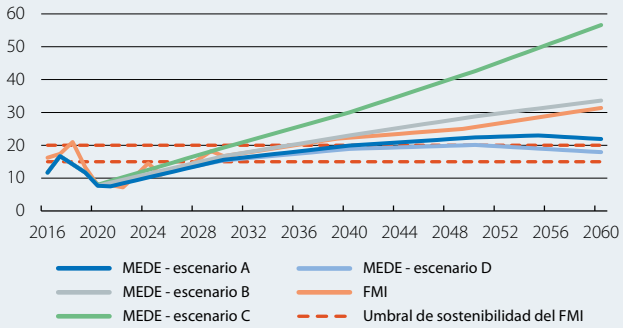
(% del PIB)



Nota: *El escenario del FMI asume un crecimiento nominal del 3,1% anual en promedio hasta 2030 y un superávit primario del 3,5% del PIB hasta 2022, y del 1,5% entre 2023 y 2030. El escenario A asume un crecimiento nominal del 2,0% anual y un superávit primario del 1,0% del PIB hasta 2030. El escenario B asume, para 2019, un crecimiento negativo del 1,0% y un déficit primario del 0,5% del PIB, y para los años posteriores un crecimiento nominal del 1,5% anual y un superávit primario del 0,5% del PIB.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y MEDE.*

Grecia: necesidades brutas de financiación en distintos escenarios

(% del PIB)



Nota: *El escenario del FMI incluye las medidas acordadas en el Eurogrupo de mayo de 2016 y junio de 2017. Escenarios MEDE: (A) base, con crecimiento nominal del 3,25% anual en promedio y superávit fiscal del 3,5% hasta 2022 y del 2,2% a largo plazo; (B) y (C) más conservadores, con menor crecimiento económico y superávit primario, y (D) mayor crecimiento económico (3,5% anual en promedio) y mejor desempeño fiscal (superávit primario del 2,3% del PIB entre 2023 y 2060).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y MEDE.*

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18	05/18
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,5	2,0	1,8	0,8	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,7	3,0	2,5	4,0	4,2	2,6	3,0	...	...
Confianza del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	0,1	0,1	0,3	0,2
Sentimiento económico	104,1	110,7	109,5	111,8	114,4	114,3	112,8	112,7	112,5
PMI manufacturas	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	58,6	56,6	56,0	55,5
PMI servicios	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	56,2	54,9	55,0	53,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	...	–	–	
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,6	8,5	
Alemania *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	
Francia *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,2	9,2	9,2	
Italia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,0	11,1	11,1	11,2	
España *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	16,1	15,9	

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	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18
Saldo corriente: eurozona	3,8	3,7	3,4	3,7	3,7	3,9	3,9	...
Alemania	8,6	8,0	8,0	8,0	8,0	8,2	8,0	...
Francia	–0,9	–0,8	–1,2	–0,7	–0,8	–0,5	–0,4	...
Italia	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,7	...	...
España	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	94,3	96,5	95,2	98,5	98,6	99,6	99,7	99,4

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	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras [1]	1,8	2,5	2,3	2,4	3,0	3,2	3,3	3,3
Crédito a hogares [1, 2]	1,7	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	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	1,2	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,3	10,6	10,1	9,4	8,4	7,8
Otros depósitos a corto plazo	–1,9	–2,7	–2,9	–3,0	–2,4	–2,3	–2,1	–1,9
Instrumentos negociables	2,7	0,9	0,6	–0,6	–2,2	–5,3	–7,0	–0,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	...

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

COYUNTURA · Resiliencia en un entorno menos favorable

El desempeño de la economía española se mantiene muy robusto a pesar de la moderación del crecimiento en la eurozona y las turbulencias financieras. En concreto, el ritmo de crecimiento del PIB se mantuvo en un elevado 0,7% intertrimestral en el 1T, un avance similar al registrado en el segundo semestre de 2017, de modo que la desaceleración puntual observada en la mayoría de economías europeas no se dio en el caso español. De cara a los próximos trimestres, prevemos que el ritmo de crecimiento permanecerá en niveles sólidos, aunque se moderará suavemente, tal y como ya empiezan a señalar los indicadores adelantados de actividad. En efecto, el índice de sentimiento empresarial PMI compuesto se situó en el mes de abril en los 55,4 puntos, un nivel ligeramente inferior al promedio del 1T (56,5), pero claramente por encima del nivel 50 a partir del que se suelen observar tasas de crecimiento positivas. En parte, la desaceleración del crecimiento es resultado del aumento del precio del petróleo, que perjudica a las economías dependientes de las importaciones de crudo como la española. Si bien esperamos que el precio del petróleo se modere en los próximos meses, ya que parte de los factores que lo impulsaron al alza eran temporales, no se puede descartar que se mantenga en cotas más elevadas de las previstas, lo que erosionaría el crecimiento del PIB. Asimismo, la mayor volatilidad en los mercados financieros y el repunte de la prima de riesgo española también podrían afectar negativamente el crecimiento de la economía española en caso de que perduraran en el tiempo. Sin embargo, como lo más probable es que estos fenómenos sean de carácter transitorio, mantenemos inalterada nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2018 en el 2,8%.

El consumo privado y la inversión residencial avanzan con vigor. El desglose del PIB del 1T muestra que el crecimiento del consumo de los hogares se aceleró, confirmando así que la ralentización del tramo final de 2017 fue puntual. En los próximos trimestres prevemos que la dinámica positiva del consumo privado continuará gracias a las favorables condiciones financieras y a la creación de ocupación. La inversión, por su parte, evolucionó favorablemente en su conjunto en el 1T, aunque con diferencias muy notables por componentes. Por un lado, la inversión en bienes de equipo descendió (–1,6% intertrimestral), un retroceso que contrasta con los datos positivos de sentimiento económico registrados a lo largo del mes. Sin embargo, este componente del PIB es muy volátil y no hace variar nuestra visión de que la inversión empresarial sigue teniendo un amplio recorrido al alza, en parte porque las perspectivas de demanda a las que se enfrentan las empresas siguen siendo positivas y, sobre todo, porque dado que la utilización de la capacidad producida es ya elevada, para poder aumentar la producción, será necesario que la inversión mantenga un buen ritmo de crecimiento. Por su parte, la inversión en construcción avanzó de forma notable (2,4% intertrimestral) gracias al repunte de la construcción de vivienda residencial (3,5% intertrimestral). Un dato que corrobora que el nuevo ciclo alcista del sector inmobiliario se va afianzando. Así, el precio de la vivienda que publica el Ministerio de Fomento (basado en precios de tasación) avanzó un 2,7% interanual en el 1T y las compraventas de viviendas crecieron un robusto 14,5% interanual en los tres primeros meses del año.

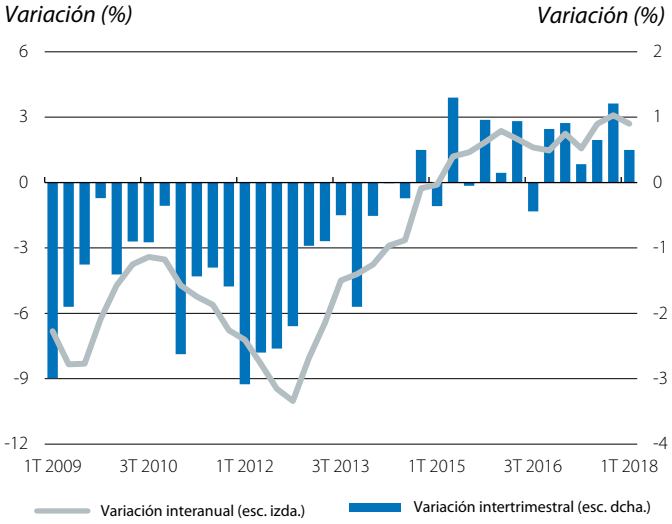
España: PIB

Variación intertrimestral (%)

	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
PIB	0,9	0,7	0,7	0,7
Consumo privado	0,8	0,7	0,6	0,7
Consumo público	0,5	0,4	0,4	0,5
Inversión	0,6	1,4	0,7	0,8
Inversión en equipo	0,1	2,8	0,9	–1,6
Inversión en construcción	1,0	0,2	1,0	2,4
Exportaciones	1,0	0,6	0,3	1,3
Importaciones	0,5	1,0	0,0	1,3

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

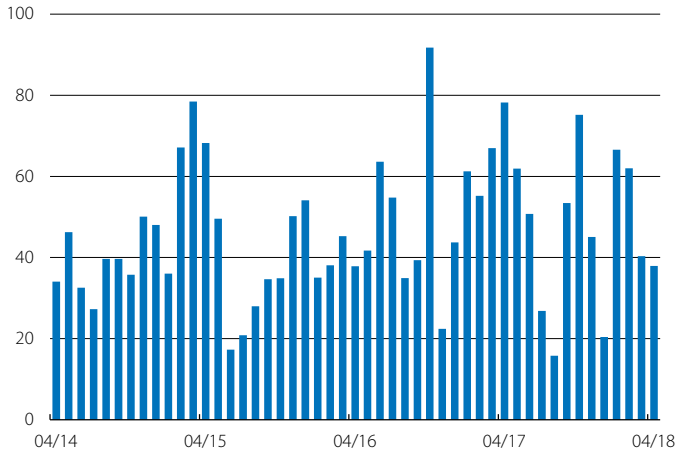
España: precio de la vivienda



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

España: 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.*

El mercado de trabajo evoluciona positivamente, pero pierde algo de impulso. El número de afiliados a la Seguridad Social subió de forma considerable en el mes de abril (+176.373 personas), pero el ritmo de crecimiento se desaceleró 2 décimas hasta el 3,1% interanual. Los datos de empleo de Contabilidad Nacional del 1T también muestran una ligera ralentización en el ritmo de creación de empleo. En particular, el empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (ETC) aumentó un 2,6% interanual (2,9% en el 4T). Con todo, cabe señalar que, en los últimos 12 meses, se ha creado la significativa cifra de 466.000 puestos de trabajo (ETC) y que el mercado laboral exhibe una dinámica de fondo muy positiva.

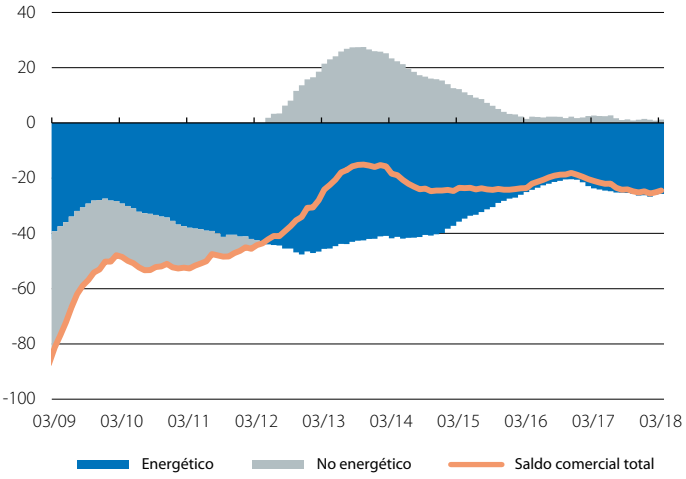
El sector exterior evoluciona favorablemente gracias al dinamismo exportador y a pesar del encarecimiento del petróleo. Según los datos de Contabilidad Nacional, las exportaciones en términos reales avanzaron un robusto 3,2% interanual en el 1T gracias al buen desempeño de las exportaciones de servicios, tanto turísticos (5,2%) como sobre todo de los servicios no turísticos (6,9%). Las exportaciones de bienes, en cambio, crecieron de forma más moderada (1,9%). Por su parte, las importaciones en términos reales también se incrementaron, pero de manera más contenida, con un avance del 2,8% interanual. Los datos en términos nominales de la balanza de pagos muestran que el saldo por cuenta corriente se situó en el 1,9% del PIB en marzo, el mismo registro de hace un año, a pesar de que el precio del petróleo (en euros) se ha encarecido un 8% interanual en el 1T.

Las cuentas públicas se ajustan lentamente. El déficit del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.) en el 1T se situó en el 0,4% del PIB, ajustándose solamente 1 décima respecto al registro del 1T 2017 en relación con un ajuste total de 9 décimas a realizar este año para alcanzar el objetivo de déficit del 2,2%. Mientras que los ingresos mantuvieron el buen ritmo de avance, gracias al dinamismo de la actividad económica, el menor ritmo de ajuste del déficit público se debe, principalmente, a una aceleración en el gasto de las AA. PP., que subió un 4,1% respecto al 1T 2017. La evolución del gasto público en lo que queda de año se verá impulsada por las nuevas medidas incluidas en los PGE, entre las que destacan una subida de las pensiones del 1,6% en consonancia con la inflación, el aumento de las pensiones mínimas y no contributivas en un 3% y la rebaja del IRPF para las familias de ingresos bajos. En este contexto, la Comisión Europea emitió un informe valorando el Plan de Estabilidad 2018-2021 en el que alerta que el cambio de tono en la política fiscal, con un sesgo más expansivo, impedirá cumplir con el objetivo de déficit para 2018. En concreto, la Comisión estima que, en ausencia de ajustes adicionales, el déficit se situará en el 2,6% del PIB, una previsión en línea con la de CaixaBank Research.

Fuerte descenso de la morosidad y buena evolución del crédito bancario. En marzo, la tasa de morosidad se redujo 1 p. p. hasta situarse en el 6,8%, justo la mitad del máximo del 13,6% registrado a finales de 2013. La aceleración en el ritmo de ajuste de la tasa de mora se debe, sobre todo, a la venta de carteras de activos dudosos y muestra el importante esfuerzo de saneamiento de los balances que están llevando a cabo las entidades bancarias. Al mismo tiempo, la recuperación del crédito se va afianzando. En concreto, las nuevas operaciones para el consumo y para la compra de vivienda avanzaron con fuerza en marzo: un 19,0% y un 11,0% interanual (acumulado del año), respectivamente. En cuanto a las empresas, los últimos datos de nueva producción muestran una ligera ralentización de su dinamismo, tanto de los créditos a pymes (9,3%) como a grandes empresas (8,2%).

España: saldo comercial

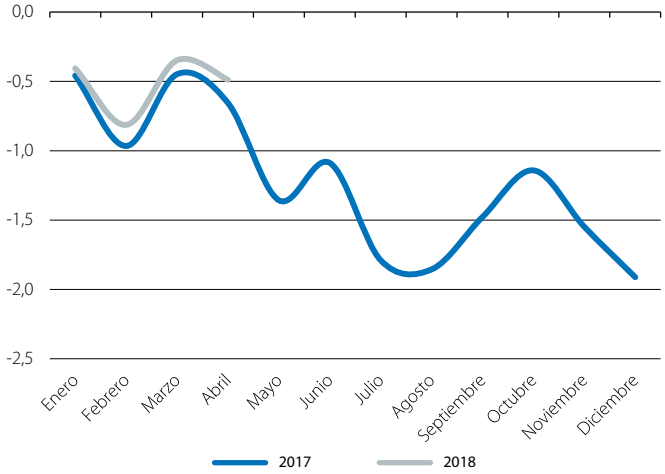
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

España: saldo del Estado

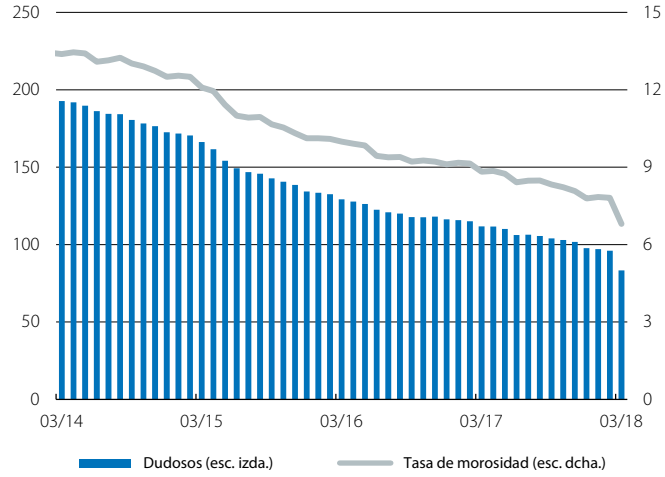
(% del PIB)



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

España: tasa de morosidad y créditos dudosos

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



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

FOCUS · Sincronización mundial de los precios de la vivienda: causas y consecuencias

Después de tocar suelo en el año 2014, el precio de la vivienda en España lleva varios años aumentando. Este crecimiento está siendo especialmente pronunciado en las principales ciudades españolas. En particular, en el 1T, los precios de la vivienda en Barcelona y Madrid crecieron un 8,2% y un 10,3% interanual, respectivamente, muy por encima del promedio de España, del 2,7%.

El notable aumento de los precios en las principales ciudades, especialmente si se compara con la evolución del precio en el resto de zonas, es un fenómeno común en muchos países. De hecho, un informe reciente del FMI corrobora que la sincronización en el precio de la vivienda entre las principales ciudades de las economías avanzadas ha aumentado durante los últimos años. En concreto, los factores globales explican actualmente el 30% del crecimiento del precio de la vivienda, muy por encima del 10% que explicaban en 1971.[1]

¿A qué se debe la sincronización en el precio de la vivienda a nivel mundial?

Con el fin de entender qué hay detrás de la sincronización global, resulta útil recordar que la vivienda puede ser utilizada con dos finalidades bien distintas (y no necesariamente excluyentes). Una de las funciones es, naturalmente, su utilización como residencia, sobre todo por la población local. Sin embargo, también puede ser utilizada como un activo en el que invertir los ahorros.

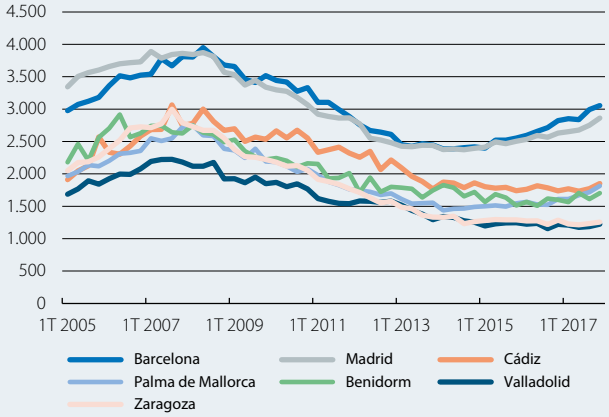
Si nos centramos en la vivienda como bien residencial, la sincronización en su precio a nivel mundial podría explicarse por la convergencia entre países en los fundamentos económicos que sustentan la oferta y la demanda residencial a nivel local, como son la demografía, el ciclo económico o los costes de construcción. Por otro lado, en el caso de la demanda de vivienda como un bien de inversión, la sincronización de precios puede emanar de las condiciones financieras globales, pues, en un entorno de bajos tipos de interés como el actual, el peso de la inversión en bienes inmobiliarios en las carteras de los inversores internacionales podría estar aumentando.

Si bien ambos factores influyen en la sincronización de precios, distintos análisis apuntan a que las condiciones financieras están teniendo un papel destacable en la actual fase expansiva del sector inmobiliario, especialmente en las principales ciudades de aquellos países con mayor apertura financiera.Dentro del sector inmobiliario, las ciudades suelen ser los submercados más líquidos y sobre los que es relativamente más fácil obtener información sobre su situación y perspectivas.

1. Estimación para un conjunto de 19 países. Véase FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de abril.
2. Dispersión de precios medida como la ratio entre el precio de la vivienda promedio del percentil 90 y del percentil 10 de las 18 ciudades españoles más pobladas e Ibiza y Marbella, que son grandes focos de atracción de inversión internacional.

España: precio de la vivienda

(Euros/m²)



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

¿Qué consecuencias tiene la sincronización en el precio de la vivienda a nivel mundial?

El aumento de la sincronización de los precios de las ciudades a nivel mundial ha generado un aumento en la dispersión de precios de vivienda dentro de cada país. Para el caso de EE. UU., el aumento de la dispersión de precios entre las principales ciudades ha sido notable y, además, se observa una estrecha relación entre este fenómeno y el aumento del precio de la vivienda en las principales ciudades no estadounidenses, lo que muestra la importancia de los factores globales.

En España, la dispersión de los precios entre las principales ciudades también ha aumentado desde 2014[2] (véase el gráfico adjunto), lo que puede ser consecuencia, en parte, de la sincronización de los precios de la vivienda a nivel internacional de ciudades como Madrid y Barcelona, focos de atracción de inversión extranjera. De hecho, en 2017, las actividades inmobiliarias atrajeron 1.982 millones de euros de inversión neta extranjera a España, un 33% más que la registrada en 2016. Asimismo, las autorizaciones de residencia concedidas a inversores extracomunitarios que invierten en inmuebles por un valor mínimo de 500.000 euros, las llamadas Golden Visa, se doblaron en 2017, hasta alcanzar las 2.905 autorizaciones de residencia, que quedaron principalmente concentradas en las nacionalidades china (997) y rusa (797).

La sincronización en el precio de la vivienda de ciudades como Barcelona o Madrid con las principales urbes a nivel mundial es indicativo de su atractivo internacional, no solo en cuanto al sector inmobiliario, sino también en cuanto a calidad de vida y desarrollo empresarial. Sin embargo, el aumento en los precios de la vivienda que ello conlleva representa un reto de cara a garantizar la accesibilidad de la vivienda por parte de los residentes locales en estas grandes ciudades.

FOCUS · Las exportaciones y la calidad del empleo

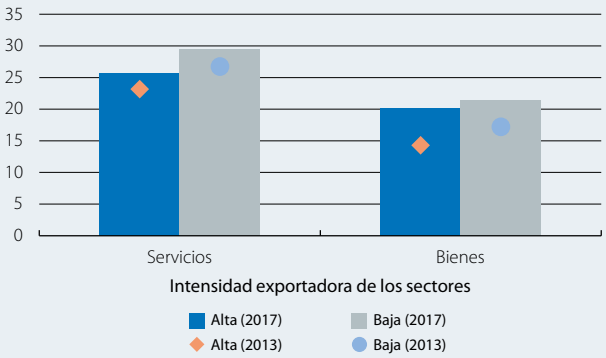
La recuperación de la economía española, además de por su vigor en términos de crecimiento del PIB, se caracteriza también por el auge de las exportaciones de bienes y servicios, que han aumentado su peso en el PIB desde el 25,6% de 2010 al 34,4% de 2017, y el fuerte crecimiento del empleo (+1,9 millones de ocupados desde el 2T 2014). En un Focus anterior,[1] analizamos el efecto positivo de las exportaciones sobre la cantidad de empleos creados. En este artículo, analizamos si el auge de las exportaciones también está ayudando a mejorar la calidad del empleo.

Para analizar esta cuestión, clasificamos los 54 sectores de actividad de bienes y servicios que figuran en la Encuesta Industrial de Empresas y la Encuesta Anual de Servicios en el año 2015 (última encuesta disponible) según su intensidad exportadora, entendida esta como el porcentaje de las ventas al exterior sobre el total. Seguidamente, a partir de los datos de la EPA, calculamos la calidad del empleo en dichos sectores. En primer lugar, observamos que existe una relación positiva entre la calidad del empleo y la propensión exportadora de los sectores. Es decir, los sectores con una propensión exportadora superior a la media tienen menor temporalidad, mayor proporción de trabajadores a tiempo completo y menor proporción de trabajadores a tiempo parcial involuntarios y de trabajadores que querrían trabajar más horas.

Esta diferencia de calidad del empleo entre sectores según su intensidad exportadora es mayor en el ámbito de los proveedores de servicios que en el de los productores de bienes. Los sectores manufactureros son más homogéneos entre sí en términos de intensidad exportadora y también en cuanto a la calidad del empleo (que, en general, es superior a la de los servicios). Por ejemplo, en 2017, la tasa de temporalidad en los sectores manufactureros era del 20,9% frente al 28,4% observada en los servicios. Dentro de los servicios, sin embargo, conviven sectores muy abiertos a la exportación, como los sectores relacionados con el turismo (transporte aéreo, alojamiento y agencias de viajes) o los sectores de alto valor añadido (programación, consultoría e informática, servicios técnicos de arquitectura e ingeniería) con otros que son más difícilmente exportables (servicios jurídicos, actividades inmobiliarias, servicios a edificios y jardinería). Así, en 2017, ponderando por número de empleados, la temporalidad media de los 12 sectores de servicios con una mayor intensidad exportadora fue del 25,6%, mientras que en los 20 sectores menos exportadores fue del 29,5%; la proporción de empleo a tiempo completo fue del 89,9% frente al 77,2%; la tasa de personas empleadas a tiempo parcial de forma involuntaria, del 46,6% frente al 58,8% (diferencial de 12,2 p. p.), y la proporción de empleados que querrían trabajar más, del 8,5% frente al 17,1% (diferencial de 8,7 p. p.). Estas diferencias sugieren que existe un impacto positivo de la internacionalización empresarial en la calidad del empleo.

España: temporalidad laboral según la propensión exportadora de los sectores de actividad

(% del total de empleados)



Nota: *Los sectores de alta propensión exportadora tienen un porcentaje de ventas al exterior superior a la media y los de baja, inferior. Las medias se escogen separando bienes y servicios.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Una vez constatado que los sectores con mayor intensidad exportadora cuentan con empleos de mayor calidad, analizamos si el proceso de internacionalización de las empresas españolas está espoleando la generación de puestos de trabajo de mayor calidad. En este sentido, observamos que el aumento de la temporalidad en los primeros años de la recuperación también fue más moderado en los sectores más exportadores. Sin embargo, sorprende el hecho de que el dinamismo de los sectores exportadores, que como hemos visto suelen generar empleos de mayor calidad, no se esté traduciendo en una mejora de la calidad del empleo a nivel agregado. Ello se explica por el hecho de que, en los sectores más exportadores, el aumento de la cifra de negocios se sustenta en mejoras de la productividad laboral y no tanto en el crecimiento del empleo. En concreto, los 12 sectores con una mayor intensidad exportadora fueron responsables del 61% del crecimiento de la cifra de negocios entre 2013 y 2015, pero, en cambio, solo generaron un 21% de los empleos. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, es de esperar que, con la consolidación de la recuperación y de la competitividad exportadora, la mayor productividad acabe por traducirse en una mejor calidad del empleo a nivel agregado.

1. Para un análisis de la cantidad de empleos atribuibles al crecimiento de las exportaciones, véase el Focus «El efecto positivo de las exportaciones sobre la creación de empleo» del IM02/2018.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Industria							
Consumo de electricidad	0,1	1,7	0,5	3,0	2,2	2,2	1,4
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,8	5,2	2,8	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–2,3	1,0	–0,1	4,3	2,8	3,3	0,8
PMI de manufacturas *(valor)*	53,2	54,8	53,6	55,9	55,3	54,4	...
Construcción							
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	43,7	22,9	23,5	25,1	...	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	13,1	13,8	13,3	14,5	15,1	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	2,7	3,1	2,7	–	...
Servicios							
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	8,2	9,9	10,3	9,1	8,1	–2,3	...
PMI de servicios *(valor)*	55,0	56,4	56,8	54,5	56,8	55,6	...
Consumo							
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	1,1	0,3	1,9	0,0	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	6,7	10,8	11,8	12,3	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	–3,8	–0,7	0,2	–1,5	–0,6	–0,7	0,5

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Afiliados a la Seguridad Social [1]							
Sectores de actividad							
Industria	2,8	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,1
Construcción	2,6	6,1	6,1	6,1	7,1	6,8	6,4
Servicios	3,2	3,6	3,8	3,6	3,6	3,5	3,1
Situación profesional							
Asalariados	3,5	4,2	4,4	4,1	4,1	4,0	3,5
No asalariados	1,0	0,8	0,9	0,7	0,5	0,8	1,0
TOTAL	**3,0**	**3,6**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**3,1**
Población ocupada [2]	**2,7**	**2,6**	**2,8**	**2,8**	**2,6**	**2,4**	**–**
Contratos registrados [3]							
Indefinidos	14,2	12,4	10,2	11,0	12,9	13,0	25,2
Temporales	7,2	7,3	9,6	5,0	2,6	1,7	8,9
TOTAL	**7,8**	**7,7**	**9,6**	**5,5**	**3,4**	**2,9**	**10,5**
Paro registrado [3]							
Menores de 25 años	–12,6	–12,2	–17,3	–9,4	–8,7	–8,8	–4,7
Resto de edades	–8,2	–9,1	–10,3	–8,7	–8,0	–7,4	–6,8
TOTAL	**–8,6**	**–9,3**	**–10,9**	**–8,8**	**–8,0**	**–7,5**	**–6,6**

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
General	**–0,2**	**2,0**	**1,7**	**1,4**	**1,0**	**1,1**	**2,0**
Subyacente	0,8	1,1	1,3	0,8	1,0	0,8	...
Alimentos sin elaboración	2,3	2,6	–0,2	4,0	1,2	2,0	...
Productos energéticos	–8,4	8,2	5,4	4,1	0,3	2,3	...

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	02/18	03/18
Comercio de bienes									
Exportaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	1,7	8,9	5,1	5,6	7,6	8,9	8,1	7,6	5,8
Importaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	–0,4	10,5	3,7	5,7	9,0	10,5	9,7	8,7	6,6
Saldo corriente	**21,5**	**22,1**	**21,8**	**22,0**	**21,0**	**22,1**	**22,0**	**22,5**	**22,7**
Bienes y servicios	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8	33,6	34,3
Rentas primarias y secundarias	–12,2	–11,4	–10,4	–11,5	–11,7	–11,4	–10,8	–11,1	–11,6
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**24,2**	**24,8**	**24,2**	**24,3**	**23,5**	**24,8**	**25,0**	**25,5**	**25,6**

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	02/18	03/18
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación[1]	**–4,5**	**–3,1**	**–0,5**	**–2,2**	**–1,6**	**–3,1**	**–**	**–**	**...**
Administración central	–2,7	–1,9	–0,5	–1,1	–1,5	–1,9	–0,4	–0,9	–0,4
Comunidades autónomas	–0,8	–0,3	–0,2	–0,7	0,1	–0,3	0,0	–0,1	–0,1
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	0,1	0,2
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	03/18
Depósitos[2]									
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	2,3	2,5
A la vista y ahorro	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	12,0	11,4
A plazo y preaviso	–16,0	–24,2	–22,0	–24,9	–25,1	–24,6	–23,5	–23,1	–22,6
Depósitos de AA. PP.	–14,2	–8,7	–28,0	–26,7	6,8	13,1	12,9	16,2	20,9
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,4**
Saldo vivo de crédito[2]									
Sector privado	–3,6	–2,2	–2,7	–2,1	–2,3	–1,9	–1,6	–2,1	–2,9
Empresas no financieras	–5,3	–3,6	–4,3	–3,0	–3,9	–3,3	–2,8	–4,0	–6,3
Hogares - viviendas	–3,7	–2,8	–3,0	–2,8	–2,7	–2,6	–2,5	–2,5	–2,3
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	3,6	3,2	3,3	4,5	4,6	4,7	5,4
Administraciones públicas	–2,9	–9,7	–3,2	–12,6	–11,6	–11,4	–15,7	–10,4	–11,3
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,7**	**–2,7**	**–3,4**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**9,1**	**7,8**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**6,8**

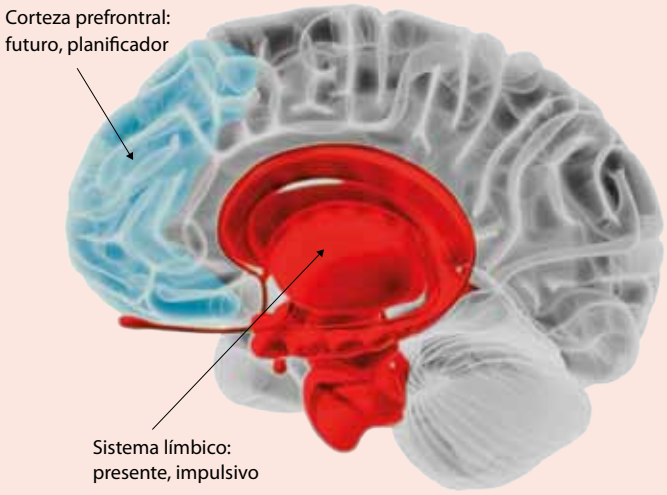
Notas: *1. Datos agregados del sector bancario español. 2. Residentes en España. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

ECONOMÍA Y EXPECTATIVAS: FRENTE A FRENTE

De la formación de las expectativas a la toma de decisiones

Un cerebro humano pesa cerca de un kilo y medio y, en cambio, el de nuestros primates más cercanos pesa solo medio kilo. El tamaño muchas veces no importa, pero en este caso la diferencia es consecuencia del mayor desarrollo de la corteza prefrontal del cerebro, la cual, precisamente, nos imprime una característica singularmente humana: la de la planificación compleja. Los humanos no vivimos únicamente el presente, sino que planificamos el futuro de forma relativamente minuciosa. Es parte de nuestra naturaleza o, más bien, de nuestro cerebro. Sin embargo, esta particularidad convive con la presencia de una parte más emocional y primitiva, ligada al sistema límbico del cerebro (véase la ilustración adjunta).

Cerebro humano: el yo planificador y el yo impulsivo



Fuente: *CaixaBank Research.*

Puede que, llegado a este punto, estimado lector, se esté preguntando si, tras más de 40 años escribiendo sobre economía, nos hemos pasado a la psicología o a la neurociencia. La respuesta es «no», aunque un «no» poco rotundo, pues en las próximas páginas intentaremos entender algunos de los principios que determinan el comportamiento humano. Y es que los economistas hemos tenido que acabar acudiendo a estas disciplinas para entender bien cómo tomamos las decisiones los humanos.

Expectativas racionales y sesgos cognitivos

Durante décadas, los economistas dieron por sentado de forma relativamente generalizada que los individuos tomamos las decisiones de forma racional. Utilizando un vocabulario algo más técnico, y que pone en evidencia el sacrilegio cometido por la profesión, se ha dado por hecho que las personas actuamos haciendo uso de toda la información disponible de forma eficiente y pensando solo en nosotros mismos. Aunque cueste de creer, la verdad es que la utilización del paradigma racional ha ayudado a describir con bastante acierto muchas de las decisiones que tomamos, y ello ha permitido que los economistas hayamos utilizado el paradigma racional durante décadas como uno de los pilares en los que fundamentar el análisis económico. Sin embargo, con el paso del tiempo, se han ido poniendo de manifiesto las limitaciones de la utilización de este paradigma.

La convivencia de una parte evolucionada y planificadora de nuestro cerebro (la corteza prefrontal) con una más primitiva y que desea gratificación más inmediata (el sistema límbico) da lugar a comportamientos que no se pueden explicar desde el paradigma racional. Estas desviaciones del paradigma, o sesgos cognitivos, han sido estudiados de manera extensa por psicólogos como Amos Tversky o Daniel Kahneman y por economistas como Richard Thaler, y sus estudios han acabado dando lugar a lo que se conoce como economía conductual (o *behavioral economics*, en su forma inglesa). A continuación, detallamos algunos de los sesgos cognitivos más importantes sobre los que se está desarrollando la economía conductual.

El primer comportamiento no racional que queremos destacar se refiere a la capacidad limitada de autocontrol que tenemos la gran mayoría de humanos. Ello queda perfectamente reflejado en el experimento de la nube de azúcar (o *marshmallow*), que llevó a cabo en los años sesenta en EE. UU. el psicólogo Walter Mischel. El test consistió en llevar a un niño de cuatro años a una habitación donde había una nube de azúcar y se le propuso si quería comerse inmediatamente la golosina o esperar 15 minutos sin comérsela, en cuyo caso sería recompensado con una golosina extra. El resultado: el 70% de los participantes no pudieron resistir la tentación. Quizás le parezca una situación muy alejada de la que solemos plantearnos los economistas, pero ahora le propongo que sustituya al niño de cuatro años por un adulto de 30, a la golosina encima de la mesa por un coche nuevo y a las dos golosinas de 15 minutos más tarde por un mayor consumo durante la vejez. ¿Cuál diría que será el resultado?

Más allá de los problemas de autocontrol, existen otras particularidades cognitivas que seguro que le resultan muy familiares, puesto que todos las sufrimos en mayor o menor medida. Una de ellas es la aversión a la pérdida, un rasgo muy común. Kahneman y Tversky nos la muestran con un simple ejercicio: si le propusieran lanzar una moneda al aire y en el caso de que salga cara tuviera que pagar 100 euros, ¿cuántos euros debería obtener si saliera cruz para estar dispuesto a jugar? La mayoría de nosotros pediríamos más de 200 euros, puesto que sentimos la pérdida de forma más acusada que la ganancia.[1] Esta evaluación distinta de las pérdidas y las ganancias da lugar a comportamientos alejados de los que observaríamos si nos comportáramos de forma racional, y se observan con frecuencia en los mercados financieros, por ejemplo.

La simplificación de las decisiones complejas en problemas más simples también suele acarrear comportamientos distintos a los que observaríamos si actuáramos de forma racional. Daniel Read, George Loewenstein y Matthew Rabin acuñaron el término *narrow bracketing* a esta manera de actuar. Por ejemplo, Richard Thaler argumenta que a menudo clasificamos nuestro dinero en distintas cuentas, o categorías mentales, con la finalidad de simplificar nuestras decisiones financieras (compartimentación o contabilidad mental, lo llama), y apunta que, a veces, esta compartimentación la utilizamos como un mecanismo de autocontrol entre el «yo impulsivo y presente» que desea consumir más de la cuenta y el «yo planificador del futuro».

Por último, comportamientos de sobreinversión encajan perfectamente con el sesgo de confirmación, que nos empuja a buscar información que confirma nuestra forma de pensar, y con el sesgo de confianza, fruto de la excesiva seguridad en nuestras propias habilidades ante proyecciones futuras.

Aunque la lista de limitaciones cognitivas es más extensa, las aquí descritas conforman una buena muestra de las más comunes y generalmente más perniciosas sobre nuestras decisiones económicas y financieras. Cuánto consumimos, ahorramos, trabajamos o en qué invertimos está sujeto a dichas limitaciones. En este sentido, el diseño y la implementación de las políticas públicas deben tener en cuenta la existencia de estos sesgos.

Toma de decisiones de consumo, ahorro y trabajo

Entrando en más detalle en el plano económico, y como comentábamos al inicio, la mayoría de modelos económicos asumen que tomamos las decisiones de forma racional. Uno de los aspectos sobre los que la asunción de este tipo de comportamiento ha generado más controversia es en el estudio de las grandes decisiones de ahorro y consumo que realizamos a lo largo de la vida. Así, según la teoría del ciclo vital del consumo desarrollada por Franco Modigliani y Richard Brumberg, si actuáramos de forma racional, deberíamos mantener un nivel de consumo lo más estable posible a lo largo del tiempo y para conseguirlo, en general, observaríamos que pedimos prestado en la juventud, ahorramos durante el resto de vida activa y, finalmente, durante la jubilación, reducimos los ahorros para poder consumir.

Sin embargo, el ahorro que realizamos durante la vida activa es a menudo insuficiente para poder mantener un nivel de consumo estable después de la jubilación. En realidad, el yo presente suele tener un mayor peso que el yo planificador, y a veces caemos en la tentación de satisfacer nuestros deseos de forma inmediata, como señalaba el test de la nube de azúcar, en lugar de aumentar nuestra aportación al plan de pensiones. Como se suele decir, «más vale pájaro en mano que ciento volando».

Asimismo, gran parte de la literatura económica que analiza las decisiones de ahorro y consumo de los hogares se ha construido sobre la teoría de la utilidad esperada especificada por Von Neumann y Morgenstern, en la que se supone que los individuos tomamos las decisiones evaluando todas las contingencias posibles de manera racional.

A pesar de ello, nuestra aversión a la pérdida nos hace invertir una proporción mayor de nuestros ahorros en activos seguros de lo que haríamos si nos comportáramos de manera racional. Así, nuestra cartera de inversión debería incluir activos con un retorno esperado mayor, aunque sean más arriesgados (véase el artículo «Expectativas, inflación y mercados financieros: un trinomio apasionante y lleno de sorpresas» en este mismo Dossier, para más detalle). Otra consecuencia de nuestra aversión a la pérdida

1. Véase Kahneman, D., y Tversky, A. (1979), «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», Econometrica, vol. 47, 263-291.

es la prudencia que mostramos antes de cambiar de trabajo o crear nuestro propio negocio. Con expectativas racionales deberíamos observar mucha más movilidad laboral y creación de nuevas empresas. Pero nuestro sesgo hacia el *statu quo* nos empuja a quedarnos en el trabajo actual o a no llevar a cabo esa idea de negocio fantástica que tenemos en la cabeza.

De la misma manera, el sesgo hacia la compartimentación favorece que compremos a crédito y, al mismo tiempo, ahorremos en una cuenta bancaria. Esta simplificación de las decisiones económicas también nos lleva muchas veces a establecer una cantidad de ahorro mensual fija, a pesar de que nuestros ingresos y, sobre todo, nuestros gastos, fluctúan a lo largo del año, por lo que la cantidad óptima de ahorro debería ser distinta mes a mes.

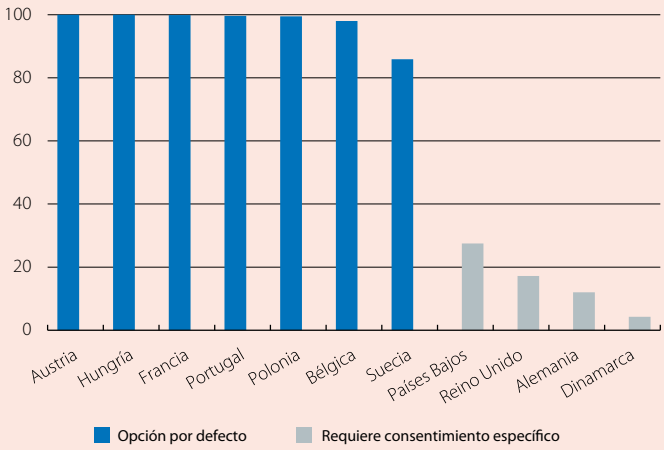
Otro ejemplo de compartimentación o simplificación de los problemas económicos nos lo ofrecen los taxistas de Nueva York.[2] Concretamente, como apuntaron Thaler y sus coautores en un conocido artículo que se publicó en el año 1997, muchos taxistas se fijaban un objetivo diario de ingresos y trabajaban hasta alcanzar su objetivo, independientemente de la demanda. Sin embargo, si trabajaran un número fijo de horas al día, con el mismo número de horas, sus ingresos aumentarían un 5%. Y si decidieran trabajar más horas los días de mayor demanda y menos en los días tranquilos, sus ingresos mensuales podrían aumentar un 10% (a igual número de horas trabajadas en el total mensual). En este sentido, la compañía Uber, por ejemplo, intenta incentivar a sus conductores a tomar una decisión más racional aumentando los precios cuando hay más demanda: de esta manera se incentiva a los conductores a trabajar más horas cuando hay mayor demanda.

Las políticas públicas y el «empujoncito»

Visto lo visto, puede que, en ocasiones, necesitemos de un «empujoncito» para tomar decisiones más racionales o para no postergar aquellas que nos dan pereza. Ello es especialmente relevante a la hora de diseñar políticas públicas: asumir que los individuos tienen expectativas racionales cuando no las tienen puede acabar conllevando que las políticas no tengan las consecuencias deseadas. Un ejemplo claro de este pequeño empujón (o *nudge*), o también llamado paternalismo libertario, promovido por Richard Thaler, es la opción por defecto en la donación de órganos. En aquellos países en los que se tiene que dar consentimiento explícito para la donación, el porcentaje de donantes es muy bajo, mientras que si la opción por defecto es la donación, la práctica totalidad de los ciudadanos donan sus órganos (véase el primer gráfico). El propio Thaler explica cómo el diseño de políticas públicas mínimamente invasivas pero que empujen a los individuos a tomar decisiones más racionales puede tener impactos muy significativos. Esta es un área del diseño de políticas públicas de creciente importancia, especialmente en EE. UU. y en el Reino Unido.

Tasa de consentimiento en la donación de órganos

(%)



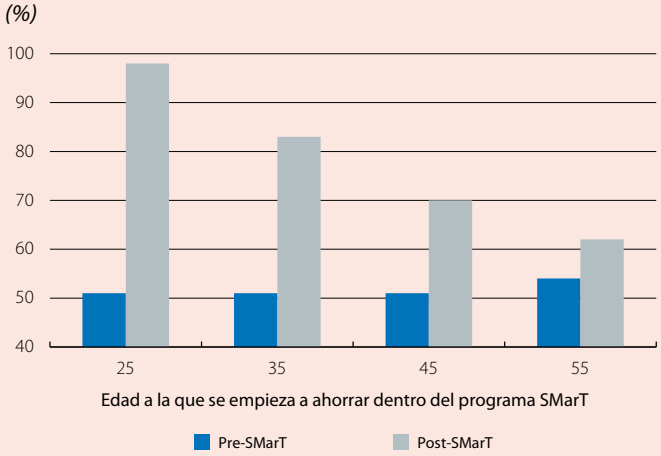
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Johnson, E. y Goldstein, D. (2003), «Do Defaults Save Lives?».*

Volviendo a las decisiones de ahorro para la vejez, una política pública que a menudo se propone para contrarrestar el bajo nivel de ahorro que se observa en varios países desarrollados es el aumento de los planes de pensiones de empresa. Sin embargo, si se propusiera este tipo de acción, el cómo se propusiera sería clave para su éxito. Si los individuos tienen que marcar una casilla para inscribirse al plan (*opt-in*), la proporción seguramente acabaría siendo muy inferior a si la inscripción se realiza por defecto (se debe marcar una casilla para darse de baja, *opt-out*). En EE. UU., cuando se cambió la opción por defecto a la inscripción automática, la tasa de suscripción a los planes de pensiones de empresa pasó del 49% al 86% y no se observó una disminución del ahorro en otro tipo de instrumentos.[3]

2. Véase Camerer, C. *et al.* (1997), «Labor Supply of New York City Cabdrivers: One Day at a Time», The Quarterly Journal of Economics, vol. 112(2), 407-441.
3. Véase Madrian, B. C. y Shea, D. F. (2001), «The Power of Suggestion: Inertia in 401 (k) Participation and Savings Behavior», The Quarterly Journal of Economics, vol. 116(4), 1.149-1.187.

Una estrategia algo más sofisticada para superar los problemas de autocontrol, pero muy efectiva para incentivar el ahorro para la vejez es el proyecto «Ahorra más mañana» (*Save More Tomorrow* o SMarT) diseñado por Thaler y Shlomo Benartzi. Bajo este programa, los individuos deben decidir hoy qué parte de los aumentos salariales que potencialmente percibirán en los próximos años destinarán al ahorro. De este modo, la decisión es poco costosa porque no implica una reducción inmediata del consumo y, cuando se realiza el aumento del ahorro, dado que coincide con un aumento del salario y se produce de forma automática, es más aceptable. En particular, los dos economistas que desarrollaron el proyecto estimaron que, con un aumento paulatino de la tasa de ahorro desde el 4% del salario actual hasta un máximo del 14%, para un trabajador con ingresos anuales de 50.000 dólares, la tasa de reemplazo (es decir, la ratio entre la pensión inicial y su salario anterior) aumentaría del 51% al 98% si se inscribiera a los 25 años (véase el segundo gráfico). Es importante resaltar que el programa SMarT consigue que aumente el nivel de ahorro de forma muy notable a pesar de que da libertad para salirse del plan de ahorro en todo momento.

Tasa de reemplazo tras la jubilación en función de la participación al programa de ahorro



Nota: *Ratio entre la pensión inicial y el salario para un trabajador con ingresos anuales de 50.000 dólares en función de la edad a la que se empieza a ahorrar dentro del esquema SMarT. En azul se indica a aquellos que no han ahorrado a través de SMarT y en gris a los que sí.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thaler, R. y Benartzi, S. (2004), «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving».*

En definitiva, los humanos, aunque racionales, también solemos tomar decisiones de manera impulsiva, lo que a veces nos dificulta alcanzar los objetivos deseados. Y si el corazón tiene razones que la razón no entiende, debemos aprender a hablarle en su propio lenguaje, a ver si así conseguimos convencerlo, tanto si es para la suscripción de un plan de pensiones como a la hora de emprender.

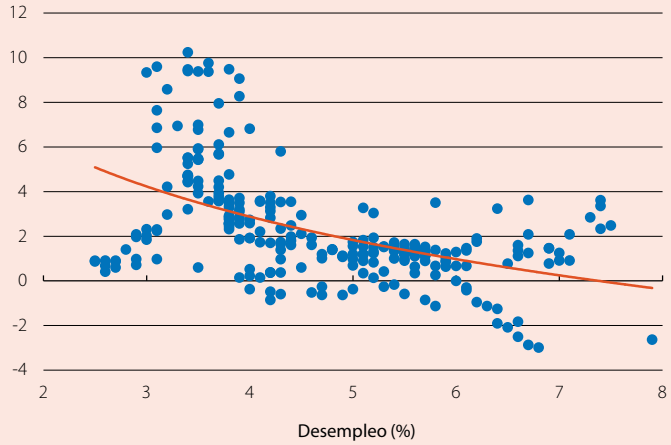
Clàudia Canals y Josep Mestres
CaixaBank Research

Expectativas: la llave de la política monetaria

Posiblemente, la política monetaria y los bancos centrales evoquen al lector la imagen de hombres[1] de facciones serias y trajes impecables que, armados con estadísticas y sistemas de ecuaciones, fijan con precisión matemática los instrumentos que garantizarán el buen desempeño de la economía. Aunque tiene algo de verdad, esta imagen da la falsa sensación de que la economía funciona como un simple engranaje mecánico y se olvida de su componente humano más relevante: las expectativas.

EE. UU.: curva de Phillips para 1948-1969

Inflación (%)



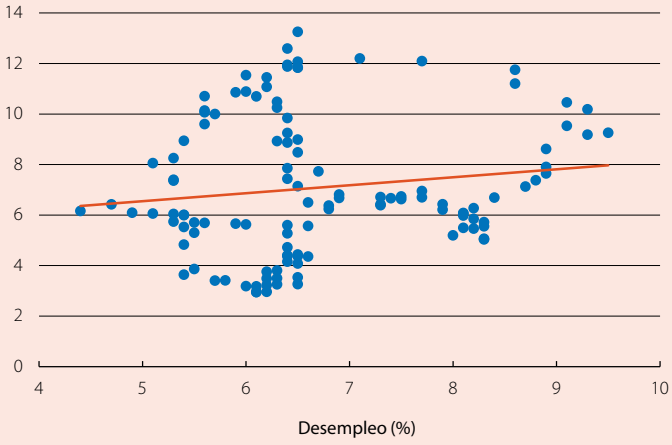
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).*

De hecho, el tipo de interés de un banco central, su herramienta más conocida, solo impacta directamente sobre una pequeña parte de la economía: la liquidez a corto plazo que obtienen las instituciones financieras del banco central. El poder real de la política monetaria reside en la propagación de esta herramienta al universo de tipos de interés que afectan a toda la economía (hipotecas, crédito empresarial, depósitos bancarios, coste de la deuda pública, etc.), una transmisión que se vehicula, en gran medida, a través de las expectativas sobre la política monetaria futura: es decir, un tipo de interés a, digamos, 10 años refleja el tipo de interés de política monetaria esperado para los próximos 10 años.

Para empezar a entender el papel de las expectativas, consideremos una de las relaciones económicas más importantes: la asociación entre la inflación y el desempleo. Esta relación se conoce como la curva de Phillips en honor a William Phillips, quien, en 1958, observó que, a lo largo del tiempo, un aumento de la inflación coincide con una reducción del desempleo (véase el primer gráfico). Tras este descubrimiento, la política monetaria teorizó que, si generaba inflación, podía conseguir una reducción del desempleo. Pero la teoría se basaba en un supuesto muy especial sobre las expectativas: consumidores y empresas no serían capaces de anticipar que el incremento de la oferta monetaria se traduce, a largo plazo, en un incremento de los precios. Así, se suponía que, con más billetes en el bolsillo, los consumidores gastarían más, las empresas contratarían a más trabajadores y el desempleo disminuiría. Sin embargo, en los años setenta, otro grupo de economistas, que suponía que los agentes económicos ajustaban sus expectativas de un modo menos inocente y más racional, llegó a una conclusión totalmente distinta: este tipo de política monetaria no reduciría el desempleo, sino que solo generaría más inflación. Estos economistas, liderados por Milton Friedman, apuntaban que, cuando la economía usa todos sus recursos productivos (y no puede incrementar más su producción), la emisión de más billetes solo reduce la cantidad de bienes que se adquieren con cada billete: es decir, aumentan los precios. Así, los consumidores y las empresas que forman sus expectativas racionalmente sabrán que, cuando el banco central ponga más dinero en sus bolsillos, no serán más ricos, sino que, en realidad, se enfrentarán a mayores precios, por lo que ni consumirán ni producirán más. De hecho, como se observa en el segundo gráfico, en la década de 1970, los datos cuestionaron los resultados de Phillips y sus coetáneos: en esa década incrementos en la inflación fueron de la mano de aumentos en el desempleo.[2]

EE. UU.: curva de Phillips para 1970-1979

Inflación (%)



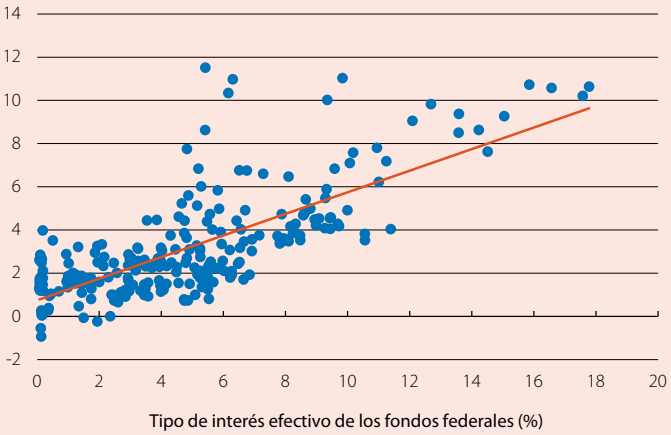
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).*

1. Entre los principales bancos centrales, solo el Riksbank sueco ha alcanzado paridad de género en posiciones directivas. En la Fed, el porcentaje de mujeres directivas no supera el 40%, mientras que en el BCE apenas alcanza el 25% y en el Banco de Japón se sitúa en el 3,4%.
2. El consenso actual es que la curva de Phillips tiene una pendiente negativa y, por lo tanto, existe una relación inversa entre la inflación y el desempleo que influye en las decisiones de los bancos centrales. Esto es compatible con que consumidores y empresas formen sus expectativas de manera racional porque los economistas han demostrado que existen rigideces que comportan que los precios se ajusten lentamente. Estas rigideces hacen que, incluso con expectativas racionales, una expansión monetaria no genere inflación inmediatamente y, así, consigue estimular la actividad.

Otro ejemplo de la importancia de las expectativas en el diseño de la política monetaria lo encontramos en la relación entre tipos de interés e inflación. En general, si el banco central quiere reducir la inflación, debe incrementar su tipo de interés: de este modo, favorece el ahorro, desincentiva el consumo y reduce las presiones inflacionistas. Sin embargo, con una nueva vuelta de tuerca a las expectativas, un grupo de economistas llamados neofisherianos (en referencia a Irving Fisher, economista contemporáneo de Keynes) pone sobre la mesa una idea provocadora: la inflación incrementa cuando «suben» los tipos de interés. La idea se inspira en la relación histórica entre inflación y tipos nominales, representada en el tercer gráfico.[3] Si al lector le parece que este razonamiento atenta contra el sentido común, un estudio de Falck y coautores[4] encuentra cierta evidencia a favor de las tesis neofisherianas. En concreto, en los periodos de baja incertidumbre, cuando todos los agentes de la economía (incluido el banco central) disponen prácticamente de la misma información para evaluar el escenario macroeconómico, Falck *et al.* (2017) muestran que la predicción neofisheriana no se cumple: un incremento de tipos reduce la inflación. Sin embargo, en periodos de elevada incertidumbre, cuando los agentes privados quizás disponen de menos información que el banco central, hay evidencia a favor de los neofisherianos: aumentos de tipos de interés parecen provocar incrementos en la inflación. La clave son las expectativas: enfrentados a una elevada incertidumbre, los movimientos del banco central arrojan luz sobre la información que este posee. Así, por ejemplo, ante un aumento de tipos, los agentes deducen que el banco central prevé un incremento de la inflación y, por ello, revisan al alza sus expectativas de inflación y fijan mayores precios.

EE. UU.: tipos de interés e inflación, 1954-2018

Índice de precios PCE (variación interanual, %)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).*

Los resultados de Falck y coautores también indican que la correcta transmisión de la política monetaria se vuelve compleja en periodos de incertidumbre. Por esta razón, desde la última recesión, los bancos centrales han complementado su herramienta tradicional (el tipo de interés de referencia) con un uso intensivo de la comunicación.[5] Por ejemplo, a lo largo de los años 2015-2018, el BCE ha reiterado sin cesar su intención de mantener los tipos de interés en niveles bajos durante un largo periodo de tiempo: así, influye sobre las expectativas de los agentes y consigue reducir los tipos de interés de un mayor universo de activos. De hecho, también se pueden interpretar los programas de compras de activos que han introducido los principales bancos centrales en los últimos años como un instrumento que hace más creíble la intención de mantener bajos tipos de interés durante un largo periodo de tiempo (por ejemplo, por qué, como en el caso del BCE, estos programas se diseñan con una larga duración).

Los bancos centrales no solo transmiten información a los agentes económicos, sino que también utilizan las cotizaciones financieras para obtener información sobre el estado de la economía. Esta interacción circular entre los bancos centrales y los mercados financieros, en términos de gestionar y, a la vez, recopilar expectativas, nos lleva a lo que Paul Samuelson denominó el problema del reflejo. Eso es, la influencia del banco central en las cotizaciones financieras puede ser tan grande que, parafraseando a Samuelson, la reacción del banco central ante señales de los mercados sea análoga a la del mono que responde a su reflejo en un espejo.[6]

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

3. La interpretación convencional asume que es la mayor inflación la que causa los mayores tipos, mientras que los neofisherianos abren la puerta a que nos estemos equivocando en la dirección de causalidad.
4. Falck, E., Hoffmann, M. y Hürtgen, P. (2017), «Disagreement and monetary policy», Deutsche Bundesbank Discussion Paper n. º 29/2017.
5. La credibilidad es otro elemento clave. Para reforzarla, ha sido fundamental que los bancos centrales sean instituciones independientes y se rijan por reglas u objetivos verificables (como, en el caso del BCE, una inflación cercana, pero inferior, al 2%).
6. Cita procedente de Morris, S. y Shin, H. S. (2018), «Central bank forward guidance and the signal value of market prices», BIS Working Paper, n.º 692.

Expectativas, inflación y mercados financieros: un trinomio apasionante y lleno de sorpresas

La importancia de las expectativas en la formación de los precios de los activos financieros está fuera de toda duda. Además, es indiscutible que, tal y como hemos visto en el artículo «De la formación de las expectativas a la toma de decisiones» de este mismo Dossier, las expectativas de los inversores no son racionales y se cometen errores que afectan al proceso de toma de decisiones. En efecto, la intuición del maestro Keynes hace un siglo ha sido sobradamente corroborada por la evidencia empírica: «los mercados pueden permanecer irracionales más tiempo del que usted puede permanecer solvente». En este artículo, nos centraremos en estudiar los errores que se cometen a la hora de formar expectativas sobre una variable clave a nivel macrofinanciero como es la inflación y sus consecuencias sobre los mercados financieros.

Sin embargo, antes de entrar en faena, parece oportuno realizar un breve repaso de algunas de las anomalías que se producen en los mercados financieros. En particular, presentamos tres ejemplos que han dado mucho que hablar. Primero, los precios de las acciones de la bolsa estadounidense tienden a subir en enero. Segundo, los precios de las acciones aumentan los viernes, pero se reducen entre el cierre del viernes y las primeras horas del lunes. Tercero, el retorno del índice Down Jones es 23 veces superior justo antes de fechas vacacionales que en un día normal. Claramente, el paradigma racional no puede dar una explicación satisfactoria sobre estas anomalías. El premio nobel Richard Thaler ha argüido que detrás de estas subyacen factores psicológicos que posiblemente sean (ni que sea vagamente) familiares a los lectores y lectoras de nuestro *Informe Mensual*: los precios de las acciones suben en enero debido a una actitud positiva de «año nuevo, vida nueva», los viernes o en la antesala de vacaciones los inversores compran activos, ya que están eufóricos porque se avecinan días de descanso, pero el lunes están alicaídos ante el inicio de una nueva semana laboral.

En paralelo, una plétora de estudios avala la existencia de sesgos en los mercados financieros como son el exceso de confianza, seguir las estrategias de la multitud sin plantearse si estas son lógicas (*herding* o comportamiento gregario) o un exceso de miopía. Estos sesgos no son baladíes: por ejemplo, Benartzi y Thaler[1] documentan que si los ciudadanos contemplaran un horizonte temporal más amplio, invertirían casi todos sus ahorros en bolsa y prácticamente no invertirían en bonos.

Constatado el comportamiento a menudo poco racional de los mercados financieros, pasamos al núcleo del artículo y le proponemos que se sumerja en el estudio de las expectativas de inflación, un aspecto que si en general ya es muy importante para entender la evolución de los mercados financieros, en el contexto macroeconómico actual todavía lo es más. La razón es que, dada la etapa madura del ciclo en la que se encuentra la economía estadounidense, esperaríamos que las expectativas de inflación incorporaran un escenario con mayores presiones inflacionistas, pero lejos de esto, las expectativas no están descontando una inflación demasiado elevada para los próximos años y se han mantenido inusualmente estables. Si las expectativas de inflación están infravalorando la probabilidad de una mayor inflación, las repercusiones pueden ser notables. Por ejemplo, se podría generar un repunte brusco de los tipos de interés que pusiera a prueba la situación macrofinanciera de los países emergentes más frágiles.

Para estudiar con detalle el comportamiento de las expectativas de inflación a lo largo del ciclo económico, utilizamos como referencia las previsiones que, con frecuencia trimestral, realizan economistas e inversores de la Survey de Professional Forecasters de la Reserva Federal de Filadelfia en EE. UU. Para empezar, comparamos la mediana de las expectativas de inflación a un año vista con la inflación realizada y obtenemos, utilizando técnicas estadísticas, que las expectativas no son racionales. En otras palabras, detectamos la presencia de errores sistemáticos de previsión. Así, en la medida en la que el tipo de error de previsión es sistemático, parece que las previsiones de los analistas se podrían mejorar y, por tanto, ello sugiere que los analistas no utilizamos toda la información disponible para hacer las previsiones de inflación, que es lo que haríamos si actuáramos de forma racional.

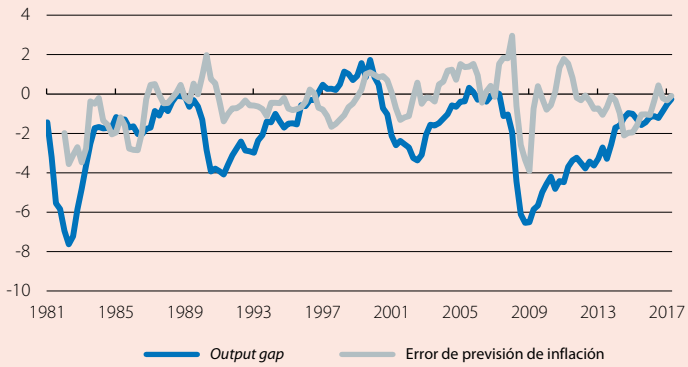
A partir de este resultado, nos preguntamos qué factores influyen en los errores de predicción realizados. Para ello comenzamos analizando qué factores explican la variación de las expectativas de inflación y los resultados son cuando menos sugerentes: el 69% se explica por datos de inflación pasados, el 29% por errores de predicción pasados y solamente un exiguo 2% por el momento cíclico de la economía medida con el *output gap* (porcentaje del PIB realizado sobre el potencial). Estos resultados parecen indicarnos que los expertos prestan demasiada importancia a los datos de inflación pasada, aprenden solo hasta cierto punto sobre los errores que han realizado en el pasado y no otorgan demasiada importancia al momento cíclico de la economía.

Partiendo de esta evidencia preliminar, realizamos un análisis econométrico más riguroso y analizamos el impacto de la inflación pasada y del estado cíclico de la economía americana sobre los errores de predicción realizados.[2] Encontramos que existe una relación positiva muy estrecha y estadísticamente robusta entre los errores de previsión de la inflación y el momento cíclico de la economía, tal como se atisba en el primer gráfico. En particular, cuanto más maduro es el momento cíclico de la economía (es decir, cuanto mayor es el *output gap*), mayor es el error a la baja que realizan los especialistas cuando predicen la inflación (o, lo que es lo mismo, mayor es la sorpresa al alza de la inflación). Así, en momentos de expansión económica, tendemos a proyectar inflaciones más bajas de las que en realidad tendremos. La razón es posiblemente que los economistas sobreponderan los datos

1. Benartzi, S. y Thaler, R. (1996), «Risk Aversion or Myopia: The Fallacy of Small Numbers and Its Implications for Retirement. Savings», UCLA Working Paper.
2. Utilizamos el error de predicción de la inflación como variable dependiente. Usamos como regresores las expectativas de inflación a un año vista, el *output gap* y controlamos por la variación contemporánea del precio del crudo. Incluimos un retardo de dichos regresores y una nueva forma polinómica del *output gap* para tener en cuenta relaciones no lineales.

Relación entre el momento cíclico y sorpresas de inflación

(p. p.)



Nota: *El* output gap *se expresa como el porcentaje del* output *potencial que representa el* output *realizado. El error de previsión de inflación se calcula como la inflación realizada menos la predicha para ese periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, FRED y DataStream.*

de inflación pasados (que eran más bajos al corresponder a un momento menos maduro del ciclo) y, en cambio, no calibran con suficiente precisión la fase cíclica de la economía.

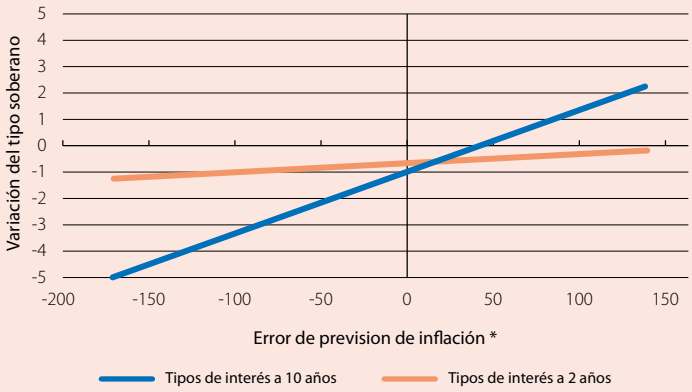
Una vez constatada esta realidad, nos podríamos preguntar cuán grande es la magnitud del error que cometemos. Utilizando los datos más recientes obtenemos que la proyección mediana suele ser entre 4 y 5 décimas inferior a la inflación realizada, una discrepancia nada desdeñable.

Las expectativas de inflación nos interesan, sobre todo, por su posible impacto sobre los precios de los activos en los mercados financieros. Para analizar esta cuestión, estudiamos el impacto de las desviaciones entre la inflación observada en EE. UU. y el consenso de Bloomberg sobre los tipos de la deuda soberana a 10 y 2 años de los EE. UU. El principal resultado es que un aumento de las sorpresas de inflación al alza genera un repunte del tipo a 10 años, pero no tiene prácticamente efectos sobre el tipo a 2 años. Para racionalizar este resultado, descomponemos los tipos de interés entre la expectativa de los tipos a corto plazo por un lado y la prima temporal por el otro.[3] Esta prima cabe entenderla como la compensación o plus de rentabilidad que exige el inversor por invertir a largo plazo, en vez de hacerlo a corto plazo (reinvirtiendo durante el plazo de vida del bono de largo plazo). Pues bien, el repunte de tipos a 10 años se explica principalmente por un aumento de la prima temporal. La razón más plausible es que, a medida que aumentamos el horizonte temporal, mayores sorpresas de inflación ahora generan una mayor incertidumbre sobre las expectativas de inflación futuras, lo que aumenta la prima de riesgo exigida por los inversores para que les compense invertir a 10 años vista en lugar de reinvertir año a año.

Pero, ¿cuán grande es la magnitud del repunte? Una sorpresa como la que podría producirse a finales de 2018 (de unos 0,5 p. p.) supondría, si se repite el patrón observado históricamente, un aumento de 25 p. b. del tipo a 10 años. Para que el lector se haga una idea de la magnitud, el 50% de los incrementos trimestrales del tipo a 10 años se emplazan en un rango de +/– 30 p. b. Cabe destacar que, aunque no se trate de una magnitud excesivamente elevada, se trata de una estimación muy conservadora, ya que el patrón histórico observado está muy condicionado por los bajos niveles de inflación y de los tipos de interés en los últimos años. Así, a medida que la economía estadounidense se adentre en una fase más madura del ciclo, es de prever que las sorpresas de inflación sean de mayor enjundia y que, por ende, los repuntes de tipos puedan ser mucho más vigorosos que 25 p. b., lo que puede tensionar las condiciones financieras más de lo previsto. Ello refuerza la tesis de que la elevada incertidumbre sobre las previsiones de inflación es un factor de riesgo que puede condicionar la política monetaria de la Fed.[4]

Impacto de las sorpresas de inflación sobre el tipo soberano en EE. UU.

(p. b.)



Nota: ** Las líneas del gráfico ilustran la tendencia de la relación entre la variación del tipo de interés soberano y el error de previsión de inflación. La variación del tipo de interés soberano se calcula con la diferencia entre el cierre del día que se publica el dato de inflación respecto al día anterior.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

En suma, las expectativas tienen un efecto notable sobre el devenir de los mercados financieros y es necesario que la ciencia económica se tome su estudio muy en serio. En este artículo nos hemos centrado en las derivadas macrofinancieras de los errores que cometen los analistas cuando realizan previsiones de inflación, y hemos visto que el impacto puede ser considerable. Aunque la máxima de Keynes «más vale estar aproximadamente en lo cierto que completamente equivocado» mantiene toda su vigencia, nuestro análisis parece indicar que aunque no estamos «completamente equivocados», no podemos aseverar que estemos «aproximadamente en lo cierto» cuando formamos las expectativas de inflación.

Cristina Farràs y Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

3. Para más información sobre la prima temporal, véanse los Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del IM12/2014 y «El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados» del IM10/2016.
4. Véase Aspachs-Bracons, O. (2018), «Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE», Documento de Trabajo de CaixaBank Research.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Radiografía de las condiciones macrofinancieras en China
Javier Garcia-Arenas, 05/2018

Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE
Oriol Aspachs, 04/2018

¿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?
Clàudia Canals, 11/2017

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

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

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

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES
31 de marzo de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	351.420
Crédito a la clientela, bruto	223.249
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	704
Capitalización bursátil	23.150
Clientes (millones)	15,7
Empleados	37.107
Oficinas	5.318
Oficinas *retail* en España	4.618
Número de cajeros en España	9.394

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

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

CaixaBank Research en Twitter @CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2018

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

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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