IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 426 | SEPTIEMBRE 2018

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
¿Podemos pronosticar los repuntes de volatilidad y sus consecuencias?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Consejo Europeo: mucho ruido y pocas nueces

ECONOMÍA ESPAÑOLA
España ¿vuelve a importar tanto?

ECONOMÍA PORTUGUESA
Portugal: evaluando el país a través del turismo

DOSSIER: LA GLOBALIZACIÓN EN LA ENCRUCIJADA

La globalización en una encrucijada histórica: ¿desglobalización o reglobalización?

Los beneficios y los costes de la globalización

El envite del America first *a la globalización: ¿amenaza u oportunidad?*

Los retos de la globalización financiera

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Septiembre 2018

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía y Mercados Financieros
Estel Martín
Directora de Estrategia Bancaria

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

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

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *¿Podemos pronosticar los repuntes de volatilidad y sus consecuencias?*

11 *¿Controla la Fed los tipos de interés?*

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

17 *Consejo Europeo: mucho ruido y pocas nueces*

20 ECONOMÍA ESPAÑOLA

22 *España ¿vuelve a importar tanto?*

24 *El crédito al consumo: ¿exceso o normalización?*

26 ECONOMÍA PORTUGUESA

28 *Portugal: evaluando el país a través del turismo*

29 *Portugal: un mercado inmobiliario en ebullición*

31 DOSSIER: LA GLOBALIZACIÓN EN LA ENCRUCIJADA

31 *La globalización en una encrucijada histórica: ¿desglobalización o reglobalización?*
Javier Garcia-Arenas

33 *Los beneficios y los costes de la globalización*
Clàudia Canals

35 *El envite del* America first *a la globalización: ¿amenaza u oportunidad?*
Àlex Ruiz

38 *Los retos de la globalización financiera*
Roser Ferrer

Lecciones de Grecia

En octubre de 2009, el Gobierno de George Papandreou anunciaba que el déficit público de Grecia iba a superar ese año el 12% del PIB, el doble de lo que se había estimado anteriormente. En realidad, el déficit terminó superando el 15% del PIB. Se trataba del prólogo de una verdadera tragedia griega.

Después de nueve años, tres programas de rescate –el último de los cuales terminó en agosto– y la mayor reestructuración de deuda de la historia, Grecia ha conseguido estabilizar su economía y comienza a crecer. El coste de este largo proceso de ajuste, sin embargo, ha sido tremendo: el PIB ha caído un 25%, la tasa de desempleo supera aún el 20% y la deuda pública se sitúa por encima del 180% del PIB.

De la experiencia de Grecia podemos extraer, al menos, cinco lecciones:

i) La importancia capital de la transparencia y la calidad de la información que proporcionan los gobiernos (una máxima que también aplica, como no, a las empresas). La revisión del déficit de 2010 supuso un golpe mortal a la credibilidad de las instituciones griegas y la pérdida inmediata de acceso a los mercados. La mala calidad de la información (porque no se recopilaba correctamente o, directamente, se falseaba) también impidió detectar con mayor antelación los desequilibrios que se estaban acumulando en las cuentas públicas.

ii) Los costes asociados a una pérdida sostenida de competitividad dentro de la unión monetaria pueden ser enormes. Antes de la crisis, el déficit por cuenta corriente de Grecia superaba el 15% del PIB. Ante la imposibilidad de recurrir a un ajuste del tipo de cambio, cerrar ese *gap* ha exigido una enorme y costosa devaluación interna para recuperar la competitividad perdida. De hecho, el proceso no ha finalizado: parece increíble pero, a pesar del ajuste de la demanda interna, Grecia aún importa más de lo que exporta.

iii) Las dudas acerca de la vocación de permanencia en la unión monetaria se pagan muy caras. Cuando se han alimentado, el coste ha sido muy significativo, con caídas adicionales de la actividad económica o salidas de depósitos. Más allá de meras declaraciones, el compromiso con el euro se demuestra a través de la voluntad y la capacidad de llevar a cabo una política económica que promueva la competitividad, unas finanzas públicas sostenibles y, también, un reparto equitativo de los costes de la crisis (lo que exige firmeza ante los grupos de interés que protegen privilegios).

iv) La disciplina fiscal en los buenos tiempos es clave para poder gestionar un periodo de desaceleración o recesión económica. En los años previos a la crisis, con un crecimiento razonablemente bueno, Grecia registró déficits fiscales en torno al 6% del PIB mientras la deuda pública se situaba por encima del 100% del PIB. La situación antes de la llegada de la Gran Recesión, por tanto, era de una extrema vulnerabilidad. No se aprovecharon los años buenos para poner las cuentas en orden y ganar espacio fiscal para llevar a cabo políticas contracíclicas cuando fueran necesarias.

v) La Unión Económica y Monetaria (UEM) necesita reforzarse. Grecia ha sufrido mucho más de lo debido por la fragmentación financiera existente dentro de la Unión, por el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, y por la ausencia de una autoridad fiscal europea con capacidad de amortiguar *shocks* asimétricos dentro de la UEM. La Unión Bancaria (UB) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) vienen a suplir estas deficiencias pero de forma imperfecta, pues la UB todavía es incompleta y el MEDE no es un verdadero Tesoro europeo.

En cuanto a la tragedia griega, aún no conocemos su final. La UE extendió hace poco los vencimientos de la deuda griega por 10 años, lo que otorga un respiro sustancial al Gobierno heleno y garantiza una obra de larga duración. Falta por ver si el final podrá ser feliz.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de agosto de 2018

Cronología

AGOSTO 2018

20 Grecia sale del tercer rescate financiero tras ocho años de supervisión por parte de la UE, el BCE y el FMI.
23 Entra en vigor la segunda fase de subidas arancelarias entre EE. UU. y China (sobre 16.000 millones de dólares en importaciones, del total de 50.000 millones).
27 EE. UU. y México anuncian un acuerdo comercial preliminar para reemplazar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA).

JUNIO 2018

13 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,75%-2,00%.
14 El BCE anuncia que las compras netas de activos disminuirán hasta los 15.000 millones de euros mensuales a partir de octubre y finalizarán en diciembre de 2018.

ABRIL 2018

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

JULIO 2018

6 Entra en vigor la primera fase de subidas arancelarias entre EE. UU. y China (sobre 34.000 millones de dólares en importaciones, del total de 50.000 millones).

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.

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%.

Agenda

SEPTIEMBRE 2018

4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
12 Portugal: IPC (agosto).
13 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
18 España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
20 Portugal: créditos y depósitos (julio).
24 España: balanza de pagos (2T).
España: posición de inversión internacional neta (2T).
25 Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (agosto).
25-26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
27 Consejo Europeo.
Eurozona: índice de sentimiento económico (septiembre).
España: tasa de ahorro de los hogares (2T).
28 España: desglose del PIB (2T).
España: avance del IPC (septiembre).
España: créditos, depósitos y morosidad (julio y 2T).
Portugal: empleo y desempleo (agosto).

OCTUBRE 2018

2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
11 Portugal: IPC (septiembre).
15 España: cuentas financieras (2T).
18 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
22 Portugal: créditos y depósitos (agosto).
25 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
España: encuesta de población activa (3T).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
26 EE. UU.: PIB (3T).
30 Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).
Eurozona: PIB (3T).
España: avance del IPC (octubre).
Portugal: empleo y desempleo (septiembre).
31 España: avance del PIB (3T).

La incertidumbre global empieza a pasar factura

Los mercados financieros apuntan a un escenario menos plácido. Desde hace meses, los mercados financieros han dado carpetazo a la etapa de muy baja volatilidad de los últimos años y, en verano, esta nueva tesitura se hizo más presente: tras un arranque en el que las bolsas alternaban la indecisión con sesiones de ganancias, en agosto los mercados financieros se vieron tensionados por las dudas alrededor de la robustez del crecimiento en China, la sucesión de amenazas comerciales con EE. UU. y el repunte de las turbulencias financieras en Turquía. Estos elementos, enmarcados en un contexto de endurecimiento global de la política monetaria y mayor aversión al riesgo, penalizaron especialmente a las cotizaciones de las economías emergentes, cuyos índices bursátiles y divisas sufrieron pérdidas importantes a lo largo de agosto. Por su parte, las economías avanzadas capearon las turbulencias de manera dispar. En Europa, las cotizaciones financieras se mostraron erráticas, no solo por las turbulencias de los emergentes sino también por un repunte de la incertidumbre alrededor de la política fiscal italiana. En EE. UU., en cambio, la renta variable continuó batiendo récords y alcanzó nuevos máximos históricos. Pero, si dejamos a un lado la idiosincrasia estadounidense, la evolución de los mercados sugiere que la incertidumbre se está cobrando un peaje en el sentimiento inversor. De hecho, se trata de una situación que también tiene su reflejo en la economía real.

El crecimiento emergente, y en consecuencia el mundial, será menor de lo previsto. Los indicadores económicos conocidos en los meses de verano confirman que el ritmo de avance de la actividad mundial se está reequilibrando: mientras crece la evidencia de que la persistente incertidumbre económica se está cobrando ya un peaje en el crecimiento de algunos emergentes, también se constata que los avanzados se mueven en otras coordenadas. Así, EE. UU. aceleró notablemente su ritmo de avance en el 2T y mantiene un ímpetu cíclico que, sin embargo, debería perder fuerza en 2019 (entre otros factores, por la disipación del impulso fiscal) mientras que, por su parte, la eurozona modera solo levemente su ritmo de actividad. En conjunto, el escenario de CaixaBank Research se ha ajustado a este paulatino debilitamiento con una revisión a la baja de las cifras de crecimiento emergente, y en consecuencia mundial, previsto para el año actual y el siguiente. A pesar de la moderación de perspectivas acabada de presentar, el balance de riesgos sigue apuntando a un posible debilitamiento económico en el futuro. En concreto, el giro proteccionista de EE. UU. y sus posibles implicaciones globales siguen teniendo un protagonismo destacado y, desafortunadamente, se mantuvo activo a lo largo del verano. Así, la buena noticia de que EE. UU. y México han cerrado un principio de acuerdo comercial bilateral palideció ante el recrudecimiento de las amenazas arancelarias entre EE. UU. y China.

La economía española suaviza su ritmo de crecimiento, y la portuguesa podría seguir una senda similar. En consonancia con el escenario de CaixaBank Research, la economía española está entrando en una fase más madura del ciclo económico y, en el 2T 2018, el crecimiento del PIB se desaceleró moderadamente hasta el 0,6% intertrimestral (2,7% interanual), 1 décima por debajo del registro del 1T. Con todo, esta nueva etapa no representará un cambio abrupto del ritmo de actividad, toda vez que, tras crecer un 3,1% en el 2017, esperamos que el PIB crezca un sólido 2,7% este año y un 2,3% en 2019 (en ambos años, 1 décima menos de lo anteriormente previsto). Además, este cambio no empaña el hecho de que la mayoría de tendencias macroeconómicas de los últimos meses siguen vigentes. Así, el mercado laboral sigue mostrándose muy dinámico (en el 2T se crearon 469.000 empleos, el mayor aumento intertrimestral de toda la serie), la inflación continúa estable y la concesión de crédito crece a buen ritmo (con los nuevos créditos para consumo y para vivienda creciendo, en el acumulado de enero a julio, 22% y 16%, respectivamente, en relación con el mismo periodo del año anterior). En Portugal, por su parte, el crecimiento intertrimestral fue del 0,5% en el 2T, 1 décima por encima del trimestre anterior. En términos interanuales, la aceleración fue del 2,1% al 2,3%. El puntal de la buena senda de crecimiento sigue siendo la demanda interna, que se está viendo apoyada por el dinamismo del mercado laboral (en el 2T, el empleo creció un 2,4% interanual y la tasa de paro se situó en el 6,7%, mínimo de la serie histórica). A pesar de este avance reciente, diferentes indicadores sugieren que la evolución futura de la demanda interna y externa será menos dinámica que en el pasado y, en consecuencia, aconsejan revisar a la baja el crecimiento en 2018 y 2019, hasta el 2,1% y el 1,9%, respectivamente (2 décimas menos que en el anterior escenario de CaixaBank).

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,25
Líbor 3 meses	3,62	0,69	0,98	1,61	2,80	3,29	3,20
Líbor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Deuda pública 2 años	3,70	0,72	1,18	1,84	2,90	3,42	3,30
Deuda pública 10 años	4,70	2,70	2,49	2,41	3,10	3,65	3,55
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	–0,40	–0,40	–0,40	–0,20	0,25
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,77	–0,35	–0,34	–0,35	–0,10	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,93	–0,37	–0,37	–0,34	–0,08	0,42
Euríbor 3 meses	3,24	1,13	–0,32	–0,33	–0,32	–0,04	0,44
Euríbor 6 meses	3,29	1,30	–0,22	–0,27	–0,22	0,12	0,62
Euríbor 12 meses	3,40	1,51	–0,08	–0,19	–0,12	0,27	0,79
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,85	–0,76	–0,69	–0,45	0,08	0,73
Deuda pública 10 años	4,30	2,21	0,29	0,35	0,65	1,26	1,96
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,59	–0,13	–0,04	0,06	0,68	1,35
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,48	1,11	1,77
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,50	2,06	2,66
Prima de riesgo	11	192	114	110	85	80	70
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,85	0,76	–0,05	0,08	0,85	1,68
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,72	1,44	2,20
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	1,95	2,51	3,11
Prima de riesgo	19	369	346	149	130	125	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD	1,13	1,33	1,05	1,18	1,21	1,23	1,24
EUR/JPY	129,50	127,13	122,41	133,70	131,89	129,15	127,72
USD/JPY	115,34	96,09	116,06	113,02	109,00	105,00	103,00
EUR/GBP	0,66	0,83	0,85	0,88	0,89	0,88	0,87
USD/GBP	0,59	0,62	0,80	0,75	0,74	0,71	0,70
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	68,00	66,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	56,20	53,66	53,23

Nota: *Los datos corresponden al promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario.*

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	**4,5**	**3,3**	**3,2**	**3,7**	**3,8**	**3,7**	**3,6**
Países desarrollados	***2,6***	***1,1***	***1,7***	***2,4***	***2,3***	***2,1***	***1,8***
Estados Unidos	2,7	1,4	1,6	2,2	2,8	2,3	1,9
Eurozona	2,3	0,2	1,8	2,5	2,1	1,9	1,7
Alemania	1,7	0,9	1,9	2,5	2,1	2,0	1,8
Francia	2,0	0,5	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Italia	1,5	–1,0	1,0	1,6	1,1	1,0	1,0
Portugal	1,5	–0,6	1,6	2,7	2,1	1,9	1,9
España	3,8	–0,4	3,3	3,1	2,7	2,3	2,2
Japón	1,5	0,3	1,0	1,7	0,9	1,1	0,6
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,7	1,3	1,7	1,9
Países emergentes	***6,6***	***5,2***	***4,4***	***4,7***	***4,9***	***4,8***	***4,7***
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,5	6,2	6,0
India	9,7	6,7	7,9	6,2	7,4	6,9	6,2
Indonesia	5,5	5,8	5,0	5,1	5,1	4,9	4,8
Brasil	3,6	2,3	–3,5	1,0	1,5	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,7	3,0	2,7
Rusia	7,2	1,1	–0,2	1,5	1,7	2,0	2,0
Turquía	5,4	5,0	3,2	7,3	4,0	2,5	3,3
Polonia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,7	3,0	2,7
Sudáfrica	4,4	2,0	0,7	1,3	1,1	1,3	1,6
INFLACIÓN							
Mundial	**4,1**	**3,9**	**2,8**	**3,0**	**3,4**	**3,3**	**3,2**
Países desarrollados	***2,1***	***1,6***	***0,8***	***1,7***	***2,1***	***2,0***	***1,9***
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	2,1
Eurozona	2,1	1,5	0,2	1,5	1,7	1,7	1,8
Alemania	1,7	1,4	0,4	1,7	1,8	1,8	1,9
Francia	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,7	1,8
Italia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,5	1,6
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,4	1,5	1,8
España	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,7	1,8	2,0
Japón	–0,3	0,4	–0,1	0,5	0,7	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,1	2,1
Países emergentes	***6,7***	***6,0***	***4,3***	***4,0***	***4,4***	***4,5***	***4,0***
China	2,6	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
India	4,5	8,0	4,9	3,3	4,8	4,9	4,6
Indonesia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,4	3,5	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,6	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,5	3,8	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rusia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquía	27,2	8,1	7,8	11,1	13,4	12,0	8,1
Polonia	3,5	2,3	–0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
Sudáfrica	5,3	6,1	6,3	5,3	5,0	5,5	5,1

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–1,1	2,9	2,4	2,2	1,9	1,9
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	0,8	1,6	1,9	0,9	0,7
Formación bruta de capital fijo	6,0	–4,2	3,3	5,0	4,8	3,4	2,7
Bienes de equipo	5,4	–0,3	4,9	6,1	5,1	3,8	2,4
Construcción	6,2	–7,0	2,4	4,6	5,0	3,2	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,5	2,8	2,7	2,0	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,4	4,8	5,0	2,2	3,6	3,9
Importación de bienes y servicios	7,1	–1,4	2,7	4,7	2,3	2,9	2,9
Producto interior bruto	**3,8**	**–0,4**	**3,3**	**3,1**	**2,7**	**2,3**	**2,2**
Otras variables							
Empleo	3,4	–1,9	3,0	2,8	2,5	2,0	2,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,4	13,7	12,0
Índice de precios de consumo	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,7	1,8	2,0
Costes laborales unitarios	3,3	0,4	–0,6	–0,1	0,7	1,9	2,4
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	–6,0	–2,1	1,9	1,9	1,3	1,3	1,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,2	2,1	1,5	1,5	1,4
Saldo público (acum., % PIB) [2]	0,4	–7,3	–4,3	–3,1	–2,7	–2,0	–1,4

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,5	2,1	2,3	2,3	2,0	1,9
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,8	0,6	–0,2	0,4	0,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–4,2	1,5	9,2	5,7	4,9	4,5
Bienes de equipo	1,3	–1,0	5,2	13,8	7,5	6,5	5,5
Construcción	–1,6	–7,0	–0,3	9,2	5,6	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	1,7	2,9	2,6	2,3	2,1
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,4	4,4	7,9	6,2	5,2	4,4
Importación de bienes y servicios	3,6	1,2	4,2	7,9	6,7	5,6	4,5
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,6**	**1,6**	**2,7**	**2,1**	**1,9**	**1,9**
Otras variables							
Empleo	0,4	–1,4	1,2	3,3	2,5	0,8	0,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,6	6,3
Índice de precios de consumo	3,0	1,3	0,6	1,6	1,4	1,5	1,8
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	–9,4	–4,8	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–4,4	–6,8	–2,0	–3,0	–0,9	–1,0	–0,9

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

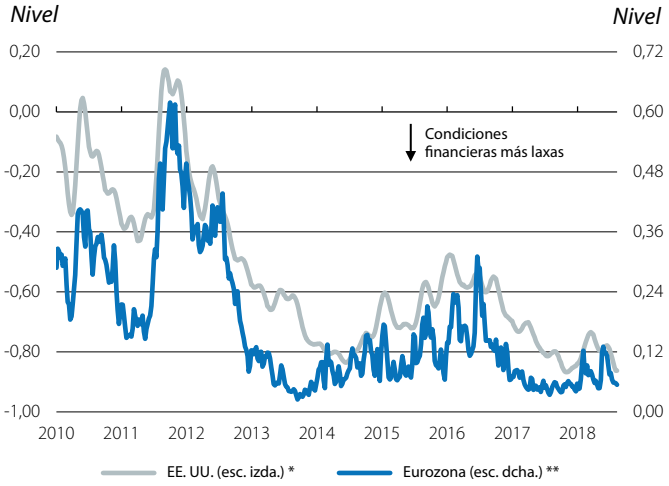
Previsiones

La volatilidad y los mercados financieros divergen en verano

El verano también deja atrás el entorno de muy baja volatilidad. Los mercados financieros están abandonando el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años, con un desempeño errático de las bolsas, mayores primas de riesgo y tipos de interés y debilidad de las divisas internacionales frente al dólar (especialmente entre las economías emergentes). Este cambio de panorama fue palpable, también, a lo largo de los pasados meses de julio y agosto. En concreto, tras un inicio de verano en el que las bolsas alternaban la indecisión con sesiones de ganancias, en agosto los mercados financieros se vieron tensionados por las dudas alrededor de la robustez del crecimiento en China, la sucesión de amenazas comerciales con EE. UU. y un repunte de las turbulencias financieras en Turquía (de magnitud severa en Turquía y contagio moderado al resto de cotizaciones financieras). Estos elementos, enmarcados en un contexto de endurecimiento global de la política monetaria y mayor aversión al riesgo (alimentada por las tensiones geopolíticas), penalizaron especialmente a las cotizaciones de las economías emergentes, cuyos índices bursátiles y divisas sufrieron pérdidas importantes a lo largo de agosto y donde, según los datos más recientes (aunque todavía preliminares), se habrían vuelto a sufrir salidas netas de capital. Por su parte, las economías avanzadas recibieron las turbulencias de manera dispar. En Europa, se sumaron a un repunte de la incertidumbre alrededor de Italia y su política fiscal, y tanto las principales bolsas como los tipos de interés y las primas de riesgo se mostraron inestables. En EE. UU., en cambio, las bolsas continuaron batiendo récords y alcanzaron nuevos máximos históricos, aunque algunos indicadores siguen arrojando dudas sobre la sostenibilidad de estas elevadas valoraciones, especialmente en un entorno de mayores tipos de interés.

Las bolsas emergentes sufren, las europeas titubean y las estadounidenses baten récords. Las principales bolsas internacionales exhibieron un comportamiento dispar a lo largo de un verano que estuvo marcado por las turbulencias sufridas en agosto. En particular, las dudas alrededor de la robustez del crecimiento de la economía china y los temores a un aumento del proteccionismo a nivel global penalizaron de manera generalizada a las bolsas de las economías emergentes. Además, a estos dos elementos se les añadió un repunte de las turbulencias financieras en Turquía (fruto de sus elevados y crecientes desequilibrios macroeconómicos) que, aunque tuvo un contagio moderado, vio cómo la bolsa de Estambul llegaba a acumular una corrección del –10% (que se mitigó a finales de agosto). Así, en el conjunto de julio y agosto, el índice bursátil MSCI para el conjunto de los emergentes cerró en negativo (–1,3%), arrastrado tanto por los índices asiáticos (donde la bolsa de Shanghái sufrió especialmente, con un retroceso del 4,3%) como por los latinoamericanos. Por su parte, en las economías avanzadas, las bolsas de la eurozona tuvieron un comportamiento mixto, con avances leves en las economías del núcleo (DAX alemán +0,5% y CAC francés +1,6%) y pérdidas algo más marcadas en la periferia (Ibex 35 –2,3%, PSI 20 –1,9% y MIB italiano –6,3%). En

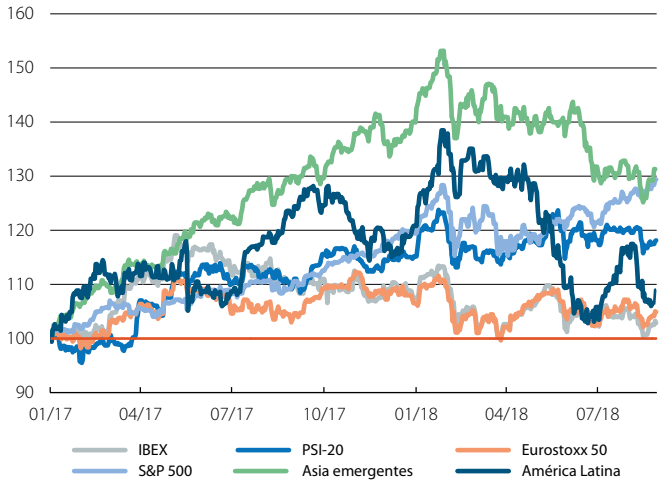
Indicadores de condiciones financieras



Notas: ** Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.*
*** Indicador de estrés sistémico del BCE (media móvil de dos semanas).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Principales bolsas internacionales

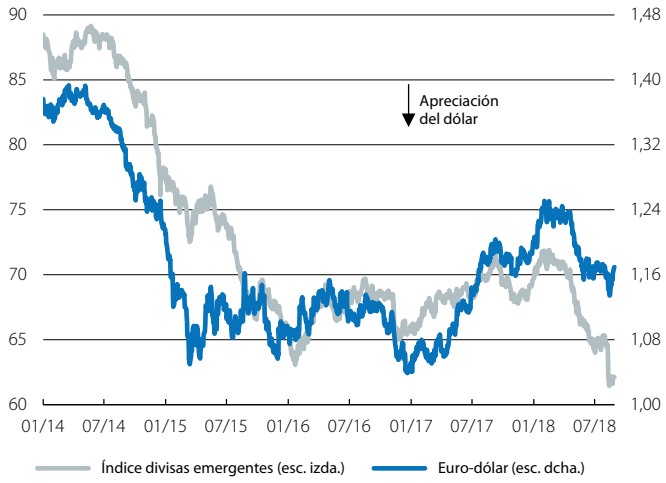
Índice (100 = enero 2017)



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

Divisas internacionales frente al dólar

(Índice) *(Dólares por euro)*



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

cambio, la bolsa estadounidense avanzó con fuerza (índice S&P 500 +6,7%) hasta superar los registros previos a las correcciones de finales de enero y alcanzar nuevos máximos históricos.

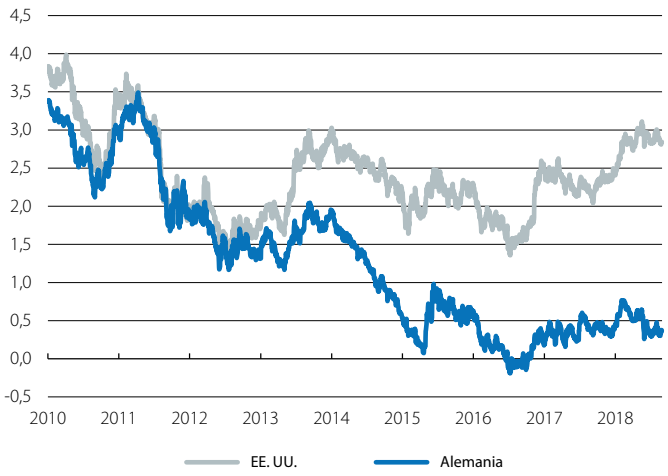
Depreciación generalizada de las divisas emergentes. A lo largo del verano, el mercado de divisas fue un claro termómetro de las turbulencias financieras sufridas por las economías emergentes. Si bien aquellas divisas que ya se encontraban bajo la lupa de los inversores internacionales (como el peso argentino y la lira turca, que desde principios de año acumulan depreciaciones superiores al 100% y al 70%, respectivamente) fueron las que más sufrieron a lo largo del verano (con depreciaciones en Argentina y Turquía alrededor del 30% y el 40%, respectivamente), el debilitamiento frente al dólar estadounidense afectó a la práctica totalidad de las divisas emergentes (el índice de divisas emergentes de JP Morgan perdió alrededor de un 5%). El peso mexicano, con una apreciación de cerca del 4%, fue la excepción destacada, al beneficiarse de los avances en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y México, que culminaron a finales de agosto con un preacuerdo bilateral para reemplazar al NAFTA.

Los bancos centrales avanzados reiteran una visión positiva del escenario. En verano, la Fed y el BCE ofrecieron pocas novedades y mandaron mensajes positivos y de continuidad para sus escenarios macroeconómicos. Así, en EE. UU., la Fed mantuvo sus tipos de interés de referencia en el intervalo 1,75%-2,00% en su reunión de finales de julio, pero reiteró que la solidez de la actividad y la mayor firmeza de la inflación apoyan una dinámica de incrementos graduales de los tipos en los próximos trimestres. Por su parte, el BCE no ofreció novedades destacables en su reunión de julio, en la que se concentró en reforzar las decisiones tomadas en la reunión de junio (terminar las compras netas de activos el próximo diciembre e intención de no modificar los tipos de interés antes de septiembre de 2019). En este contexto, los tipos de interés soberanos de EE. UU. fluctuaron sin una tendencia clara, mientras que, en la eurozona, el repunte de la prima de riesgo italiana (hasta alrededor de los 280 p. b., cerca de los máximos del año) por la incertidumbre acerca de su política fiscal arrastró ligeramente al resto de primas de la periferia. En conjunto, y pese a las turbulencias vividas en verano, el escenario macroeconómico de EE. UU. y la eurozona es positivo y, por ello, en sus reuniones de septiembre, Fed y BCE deberían continuar con sus estrategias. Así, tanto los inversores como la mayoría de analistas, incluido CaixaBank Research, esperan que la Fed vuelva a incrementar los tipos de interés y que el BCE refuerce su compromiso con los anuncios realizados en junio.

El petróleo se mantuvo relativamente estable. Pese a la volatilidad sufrida por los mercados financieros de las economías emergentes a lo largo del verano, el precio del crudo se mostró relativamente estable y fluctuó entre los 70 y los 75 dólares por barril de Brent. Aunque el acuerdo de recorte de la producción de la OPEP (y la reciente relajación de las cuotas anunciada en junio) respaldaron esta estabilidad del petróleo, otras materias primas sí se vieron significativamente afectadas por las turbulencias financieras y la sucesión de amenazas comerciales entre EE. UU. y China. Entre ellas destacó especialmente el cobre, cuyo precio registró una caída acumulada cercana al 10% entre julio y agosto.

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

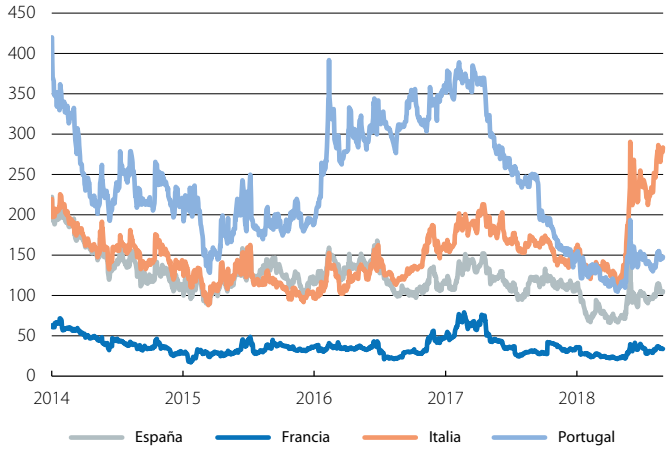
(%)



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

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

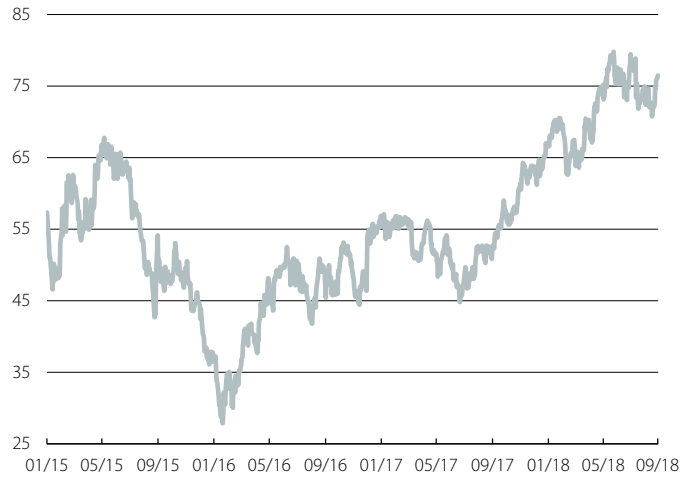
(p. b.)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

¿Podemos pronosticar los repuntes de volatilidad y sus consecuencias?

Tras un año 2017 con niveles de volatilidad financiera extraordinariamente bajos, en 2018 los mercados han virado hacia un entorno más variable. No obstante, la coexistencia durante varios años y con contadas interrupciones de una volatilidad relativamente baja y unas condiciones financieras muy acomodaticias genera interrogantes acerca de la acumulación de riesgos para la estabilidad financiera, especialmente ante el temor de que la situación tenga paralelismos con los años 2003-2007, que dieron lugar a la última crisis financiera. ¿La baja volatilidad puede engendrar episodios de inestabilidad en el futuro? ¿Qué consecuencias puede tener para el crecimiento económico? Lo analizamos a continuación.

Lecciones recientes

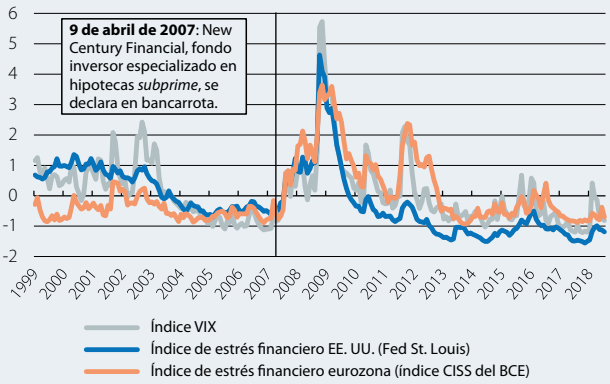
Las crisis financieras y económicas acostumbran a llegar precedidas por una volatilidad elevada. Por ejemplo, la mayor volatilidad puede ser el síntoma de una alta incertidumbre que deprime la inversión, el empleo y, en general, el crecimiento económico. No obstante, la señal que manda un repunte de la volatilidad puede llegar demasiado tarde. Como se observa en el primer gráfico, en la última crisis financiera, tanto los indicadores de volatilidad bursátil, ejemplificados por el índice VIX, como los indicadores de estrés financiero elaborados por los principales bancos centrales se mantuvieron en niveles muy bajos y no señalaron la proximidad de una crisis financiera prácticamente hasta que esta se estaba produciendo.[1] De hecho, fue precisamente a lo largo del periodo de baja volatilidad (2003-2007) cuando se acumularon los desequilibrios que acabarían desembocando en la crisis de 2007-2008.

La paradoja de la volatilidad: «la estabilidad es desestabilizadora»

La experiencia de 2007-2008 avivó el interés por las teorías del economista estadounidense Hyman Minsky (1919-1996), quien argumentaba que la prolongación de un entorno de baja volatilidad sirve de abono para la acumulación de desequilibrios que pueden dar lugar a una crisis.[2] En particular, según esta visión, un entorno de baja volatilidad genera un exceso de optimismo[3] que alimenta un fuerte crecimiento del crédito, el apalancamiento y, en definitiva, un exceso de toma de riesgos.[4] Por ejemplo, el optimismo sobre las perspectivas de la economía eleva la valoración de los activos, lo que incentiva la inversión y el endeudamiento. Además, al infraestimar los riesgos, los agentes económicos terminan por invertir en operaciones de menor calidad o mayor probabilidad de fallida. Eventualmente, un aumento de los proyectos fallidos y las pérdidas consiguientes dejan al descubierto la mala toma de decisiones del pasado y provocan un repunte de la volatilidad y, potencialmente, una crisis financiera.

Indicadores de estrés financiero y volatilidad

*Índice (0 = promedio histórico) **



Nota: ** Los tres indicadores han sido normalizados con promedio igual a 0 y desviación estándar igual a 1.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Sin embargo, cuando se observa este repunte de la volatilidad ya es demasiado tarde para tomar medidas que eviten o mitiguen una crisis. Por ello, esta visión pone en entredicho tanto la idea de esperar a observar una mayor volatilidad para tomar medidas frente a una posible crisis como la validez de utilizar instrumentos como los índices de estrés financiero presentados en el primer gráfico para predecir una crisis con suficiente antelación.[5] Al contrario, la prescripción de la «paradoja de la volatilidad» es que es precisamente en los periodos de baja volatilidad en los que hay que intentar detectar la generación de desequilibrios.

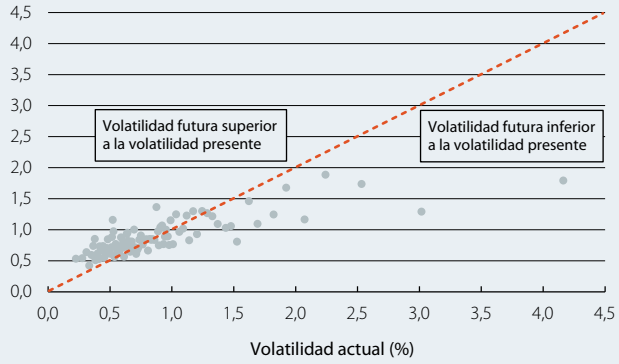
Evidencia empírica

En el segundo gráfico presentamos una primera aproximación empírica a la relación entre la volatilidad presente y la futura.[6] En este se muestran que los periodos de muy baja volatilidad tienden a estar sucedidos por periodos de

1. En los mercados financieros, la primera señal clara apareció en abril de 2007, cuando se declaró en bancarrota New Century Financial, un fondo estadounidense especializado en hipotecas de baja calidad. Las tensiones escalaron con rapidez en agosto de 2007, cuando BNP Paribas fue el primer gran banco en congelar productos de inversión y reconocer problemas para valorar los activos subyacentes vinculados a hipotecas de mala calidad.
2. Véase, por ejemplo, Minsky, H. (1992), «The Financial Instability Hypothesis», Working Paper n.º 74.
3. Por ejemplo, porque, ante la imposibilidad de conocer el riesgo verdadero de una inversión, los agentes lo infieren a partir de la volatilidad observada en el pasado.
4. Existen importantes estudios que documentan el vínculo entre un fuerte crecimiento del crédito y la ocurrencia y severidad de crisis financieras. Véase, por ejemplo, Jordà, Ò., Schularick, M. y Taylor, A. (2016), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», NBER Macroeconomics Annual, y otras referencias que se encuentran en el Dossier «Burbujas y estabilidad financiera» del IM11/2017.
5. Los análisis de la crisis financiera de 2007-2008 también concluyen que este tipo de indicadores no habrían sido capaces de anticiparla con suficiente antelación. Véase Rose y Spiegel (2009), «Could an early warning system have predicted the crisis?», columna de voxeu.org, y Giglio, S. *et al.* (2016), «Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation», NBER Working Paper.
6. Datos referentes a la volatilidad observada en los retornos bursátiles para EE. UU. en el periodo 1926-2018.

Volatilidad: persistencia y retorno a la media

*Volatilidad promedio a 12 meses vista (%) **



Nota: ** Volatilidad realizada mensual de los retornos diarios de una cartera que incluye todas las empresas cotizadas en NYSE, AMEX y NASDAQ con código CSRP igual a 10 u 11.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos entre 1926-2018 de la página web de Kenneth R. French.*

volatilidad moderadamente más elevada, mientras que los periodos de mucha volatilidad tienden a desvanecerse para dar lugar a un entorno de menor volatilidad. Aunque esta relación histórica sugiere que es razonable que la volatilidad extraordinariamente baja de 2017 desemboque en un entorno financiero algo más inestable en 2018, de ella no se desprende que un entorno de muy baja volatilidad provoque fuertes turbulencias en el futuro.

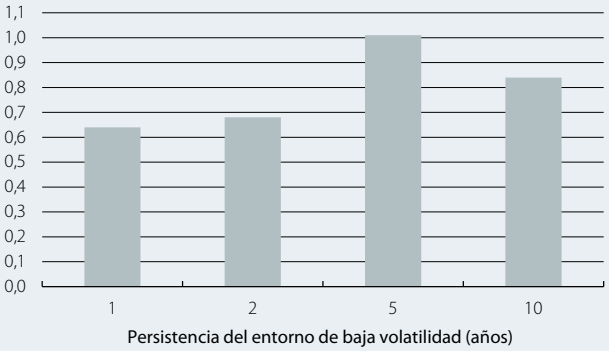
No obstante, la hipótesis de la «paradoja de la volatilidad» encuentra respaldo empírico en un análisis más refinado de los datos. Según el reciente estudio de Danielsson *et al.* 2018,[7] que analiza un largo periodo de tiempo y con un amplio abanico de países (disponen de información para 60 países y 211 años de historia, con un promedio de 62 años por país), una disminución persistente de la volatilidad ha predicho, a lo largo de la historia, episodios de inestabilidad financiera. En concreto, aunque observan que, en sí mismo, el nivel de volatilidad no predice un repunte de las tensiones financieras, sí que encuentran que reducciones persistentes de la volatilidad por debajo de su tendencia reciente anticipan futuras tensiones financieras. En particular, como se muestra en el tercer gráfico, en el que recogemos los principales resultados del estudio, el efecto varía según la persistencia del entorno de baja volatilidad: por ejemplo, cuando la volatilidad se sitúa un 1% por debajo de su tendencia durante cinco años, la probabilidad de que ello desemboque en una crisis financiera aumenta en un 1,0%. Además, los autores encuentran evidencia de que los largos periodos de baja volatilidad inducen un exceso de crecimiento del crédito y un incremento del apalancamiento.

Consecuencias sobre el crecimiento

La relación entre la persistencia de un entorno de baja volatilidad y futuras crisis financieras tiene cierta analogía con el impacto de un entorno financiero acomodaticio sobre el crecimiento económico futuro: la prevalencia de unas condiciones financieras muy laxas, aunque favorable para el crecimiento a corto plazo, puede tener consecuencias negativas sobre la actividad económica a medio y largo plazo. En este sentido, en el cuarto gráfico recogemos los resultados de un estudio reciente de Adrian y coautores[8] en el que se analizan las consecuencias de una relajación de las condiciones financieras sobre el crecimiento futuro de la economía. Su análisis de los datos indica que, a corto plazo, una relajación de las condiciones financieras reduce la severidad de un escenario de riesgo. Sin embargo, los datos también sugieren que ello puede tener un coste a medio y largo plazo: según los resultados de Adrian y sus coautores, la relajación de las condiciones financieras presentes hace que, de producirse un escenario adverso a medio plazo, este sea más severo y afecte más negativamente al crecimiento. De ahí la importancia de evitar caer en la complacencia en un entorno financiero acomodaticio y, especialmente en la coyuntura actual, de mantenerse alerta ante los riesgos asociados al proceso de normalización de la política monetaria y las tensiones geopolíticas y comerciales.

Baja volatilidad e inestabilidad financiera

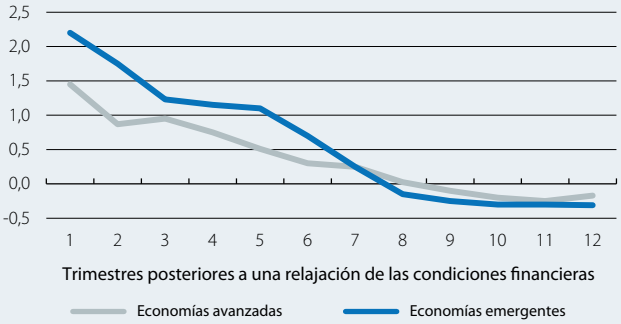
*Aumento de la probabilidad de crisis bancaria tras un periodo de baja volatilidad (%) **



Nota: ** Efecto de una reducción de la volatilidad del 1% por debajo de su nivel tendencial.*
Fuente: *CaixaBank Research, con los cálculos y estimaciones de Danielsson, J.* et al. *(2018), «Learning from History: Volatility and Financial Crises», The Review of Financial Studies.*

*Impacto sobre el crecimiento de una relajación de las condiciones financieras **

(p. p.)



Nota: ** Impacto sobre el crecimiento del PIB en un escenario adverso con una probabilidad de ocurrencia del 5%. Valores positivos indican que una relajación hoy de las condiciones financieras aumenta el crecimiento del PIB pronosticado en el escenario adverso. Valores negativos indican que disminuye el crecimiento pronosticado en el escenario adverso.*
Fuente: *CaixaBank Research, con los cálculos y estimaciones de Adrian, T.* et al. *(2018), «The Term Structure of Growth-at-Risk», IMF Working Paper.*

7. Danielsson, J. *et al.* (2018), «Learning from History: Volatility and Financial Crises», The Review of Financial Studies.

8. Adrian, T. *et al.* (2018), «The Term Structure of Growth-at-Risk», IMF Working Paper.

¿Controla la Fed los tipos de interés?

En los últimos meses, el tipo de interés que la Fed de EE. UU. utiliza como referencia se ha acercado al límite superior de su rango objetivo, estrechando la diferencia entre ambos valores a mínimos no vistos desde 2009. ¿Es esto una anomalía técnica a la que no debemos prestar más atención? ¿O por el contrario es un signo de que las herramientas utilizadas por la Fed actualmente para regular su política monetaria están quedando obsoletas? Estas preguntas, que analizamos a continuación, arrojan luz sobre el futuro de la política monetaria estadounidense.

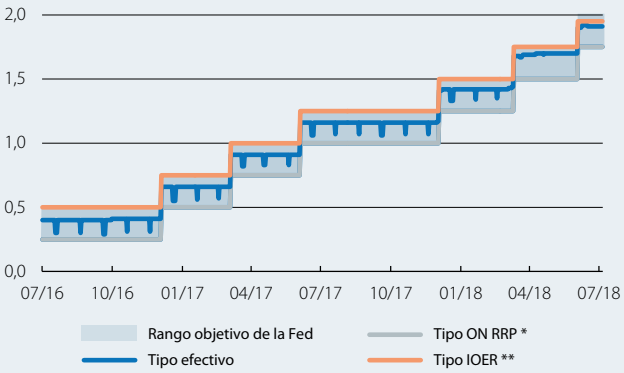
Para responder a estas cuestiones es necesario conocer cómo ha implementado la Fed su política monetaria en los últimos años y explorar si, ante el contexto actual de reducción del balance del banco central, los instrumentos que ha utilizado hasta la fecha continúan siendo eficaces. En los años previos a la crisis, la Fed establecía el tipo de interés deseado ajustando el volumen de reservas que los bancos mantenían en la Fed mediante la adquisición o venta de activos en el mercado secundario. Por ejemplo, si la Fed quería disminuir el tipo de interés, debía aumentar la oferta de reservas: adquiría valores en el mercado secundario, lo que aumentaba la liquidez en el mercado y ejercía presión a la baja sobre el tipo de interés. Este mecanismo era eficaz en los tiempos en los que la cantidad de reservas que mantenían los bancos en la Fed era relativamente pequeña, de modo que ligeros ajustes por parte de la Fed afectaban al equilibrio entre oferta y demanda en el mercado de fondos federales a muy corto plazo (donde las instituciones financieras se prestan reservas) e influenciaban el tipo de interés (el *effective federal funds rate*, EFFR) hasta su objetivo.

Sin embargo, la irrupción de las medidas de política monetaria no convencionales tras el estallido de la crisis financiera, concretamente la compra masiva de activos por parte de la Fed,[1] provocó un aumento nunca visto de la liquidez y, por lo tanto, del nivel de reservas bancarias, restando efectividad a la implementación tradicional de la política monetaria. Por ello la Fed tuvo que encontrar nuevas maneras de fijar el tipo de interés deseado. En concreto, los instrumentos con los que la Fed pasó a regular la política monetaria serían el *interest on excess reserves* (IOER), el tipo de interés con el cual la Fed remunera a los bancos por mantener sus reservas en el banco central, y el tipo de interés del *overnight reverse repurchase agreement* (ON RRP), un acuerdo entre la Fed y las entidades financieras no bancarias por el cual estas últimas reciben una compensación por prestar a un día sus fondos a la Fed.[2] Estos dos tipos de interés limitan el rango objetivo de la Fed en el mercado de fondos federales, donde los bancos financian sus reservas. Por un lado, los agentes que pueden acceder a las facilidades del ON RRP no tienen incentivos a prestar a un tipo de interés EFFR inferior al cual la Fed retribuye sus fondos (ON RRP). Por otro lado, los bancos con exceso de reservas en la Fed no tienen incentivo a tomar prestado a un tipo EFFR superior al que la Fed los remunera (IOER), aunque sí que desearían financiarse a un tipo inferior, ya sea para alcanzar el mínimo de liquidez que exige el banco central o bien para financiar un exceso de reservas con el que obtendrán un rendimiento superior al coste de financiación a través del IOER.[3] Así, en el mercado de fondos federales, los primeros (con acceso al ON RRP pero no al IOER) actúan como ofertantes y los segundos (con acceso al IOER pero no al ON RRP), como demandantes. En el primer gráfico podemos ver cómo, efectivamente, el EFFR se ha mantenido históricamente en el intervalo objetivo de la Fed. Sin embargo, desde finales de 2017 el EFFR se ha acercado con firmeza al límite superior. ¿Significa ello que han empezado a surgir desajustes en la implementación de la política monetaria de la Fed?

El EFFR se determina, como casi todos los bienes y servicios, por la oferta y la demanda. Así pues, si el tipo de inte-

EE. UU.: tipos de interés oficiales

(%)



Notas: ** ON RRP: acuerdo de compras reversas a un día.*
*** IOER: tipo de interés sobre el exceso de reservas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

1. En agosto de 2008 el tamaño del balance de la Fed era inferior a 0,9 billones de dólares, mientras que en su punto máximo superó los 4,5 billones de dólares.

2. Ejemplos de entidades financieras no bancarias son los *hedge funds*, fondos de inversión del mercado monetario o agencias hipotecarias públicas. Estas entidades tienen acceso a las facilidades del ON RRP, pero no pueden mantener sus reservas en la Fed y beneficiarse del IOER, mientras que lo inverso les sucede a las entidades bancarias. Para una descripción más detallada de estas herramientas, véase el Focus «Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed» del IM07/2015.
3. Referente a esta oportunidad de arbitraje, el ex presidente de la Fed, Ben Bernanke, argumenta en su artículo «The Fed's interest payment on banks» que la magnitud del mismo es muy pequeña dados los diversos costes de transacción que se asocian a estas operaciones.

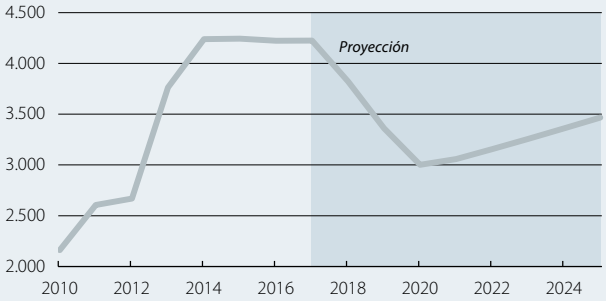
rés de este mercado se ha incrementado puede ser debido a un aumento de la demanda de esta financiación o bien a una reducción de la oferta de fondos. Existen argumentos sólidos[4] para pensar que es una disminución de la oferta la causante de este acercamiento del EFFR al límite superior del intervalo objetivo de la Fed. El estrechamiento entre el EFFR y el IOER se está produciendo en un contexto en el que la emisión de deuda soberana estadounidense (*treasuries*) está aumentando de la mano de la expansión fiscal llevada a cabo por parte de la Administración de los EE. UU. Este hecho, juntamente con la disminución de *treasuries* en manos de la Fed (por la reducción de su balance), ha provocado que la rentabilidad de estos bonos haya incrementado y, dada la relevancia que tiene este activo en el sistema financiero, se haya transmitido al resto de tipos de interés de la economía.

Asimismo, hay indicios que nos hacen pensar que desde el lado de la demanda también se está ejerciendo (y se ejercerá todavía más) presión al alza en el EFFR. La Fed está poniendo fin a las medidas no convencionales de política monetaria mediante la no renovación de los activos a su vencimiento, lo que implica una disminución de las reservas que los bancos mantienen en la Fed. Frente a esta situación, aquellos bancos con menor excedente de reservas tendrán más dificultades para cumplir con los requerimientos de liquidez mínimos que exige la Fed e intentarán financiarse en el mercado de fondos federales, aumentando la demanda y por ende el EFFR. Como podemos ver en el segundo gráfico, la reducción del balance por parte de la Fed ha sido testimonial hasta la fecha, pero se espera que en los próximos trimestres se acentúe. Así, aunque, en el actual contexto de exceso de liquidez, los bancos no se han tenido que preocupar por los requerimientos mínimos de reservas, a medida que la disminución del balance de la Fed drene el exceso de liquidez y las reservas disminuyan, aquellos bancos con menor exceso de reservas acudirán al mercado de fondos federales para financiar los requerimientos mínimos, aumentando la demanda de fondos federales y presionando el EFFR al alza. De hecho, según estimaciones de economistas de la Fed de Nueva York,[5] a lo largo de este proceso el tipo de interés de referencia incluso podría llegar a situarse por encima del IOER, hecho insólito desde la introducción de estas herramientas.

Por el momento, la Fed ha reaccionado a esta circunstancia situando desde junio el IOER 5 p. b. por debajo del límite superior de su objetivo, logrando así acercar el EFFR al centro del intervalo deseado. Sin embargo, como hemos visto, la retirada del exceso de liquidez seguirá presionando al alza el EFFR. Así, fruto de la interacción entre los distintos instrumentos de política monetaria que hemos analizado, la retirada de las medidas no convencionales abre la puerta a que en el futuro la autoridad monetaria estadounidense revise, de nuevo, las herramientas con las cuales implementa su política monetaria. Además, una vez más, la comunicación será clave para evitar que este reajuste de las herramientas pueda generar cierta sensación de descontrol sobre los tipos de interés de la Fed.

EE. UU.: expectativas sobre el tamaño del balance de la Fed

(Miles de millones de dólares)



Nota: *Hasta 2017 mostramos datos históricos a final de año. Desde 2018 se muestran los resultados de la encuesta que la Fed de Nueva York realizó a diversas instituciones financieras sobre el tamaño que estiman que tendrá la Fed en los próximos años. Se muestra el valor mediano de las respuestas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

4. En las actas de la reunión de junio de la Fed, el subdirector del sistema de mercado abierto de la Fed, Lorie k. Logan, afirmó que el repunte de los tipos de interés *repo* asociados a los *treasuries* estaban detrás del repunte del EFFR.
5. Afonso, G., Armenter, R. y Lester, B. (2018) «Size is not all: Distribution of Bank Reserves and Fed Funds Dynamics» Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

Tipos de interés (%)

	31-ago	29-jun	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	–0,32	0	1,0	1,0
Euríbor 12 meses	–0,17	–0,18	1	1,6	–0,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,62	–0,64	2	1,8	11,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,61	–0,67	6	1,7	11,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,33	0,30	3	–9,7	–3,1
Deuda pública a 10 años (España)	1,47	1,32	15	–9,7	–9,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,92	1,79	13	–2,3	–91,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,00	2,00	0	50,0	75,0
Líbor 3 meses	2,32	2,34	–2	62,6	100,2
Líbor 12 meses	2,84	2,76	8	73,3	112,7
Deuda pública a 1 año	2,45	2,31	14	71,8	123,3
Deuda pública a 2 años	2,63	2,53	10	74,7	130,5
Deuda pública a 10 años	2,86	2,86	0	45,5	74,3

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

	31-ago	29-jun	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	74	–6	23,5	12,8
Itraxx Financiero Sénior	85	90	–5	41,4	32,0
Itraxx Financiero Subordinado	177	180	–3	72,9	54,1

Tipos de cambio

	31-ago	29-jun	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD	1,160	1,168	–0,7	–3,4	–2,6
EUR/JPY	128,840	129,360	–0,4	–4,8	–1,6
EUR/GBP	0,896	0,885	1,2	0,8	–2,8
USD/JPY	111,030	110,760	0,2	–1,5	1,0

Materias primas

	31-ago	29-jun	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	411,4	439,1	–6,3	–4,8	–5,6
Brent ($/barril)	77,4	79,4	–2,5	15,8	47,8
Oro ($/onza)	1.201,4	1.253,2	–4,1	–7,8	–9,1

Renta variable

	31-ago	29-jun	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.901,5	2.718,4	6,7	8,5	17,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.392,9	3.395,6	–0,1	–3,2	–0,8
Ibex 35 (España)	9.399,1	9.622,7	–2,3	–6,4	–8,7
PSI 20 (Portugal)	5.422,6	5.528,5	–1,9	0,6	5,2
Nikkei 225 (Japón)	22.865,2	22.201,8	3,0	0,4	16,4
MSCI emergentes	1.056,0	1.069,5	–1,3	–8,8	–2,9

Los emergentes sufren mientras EE. UU. acelera el paso

Los indicadores económicos conocidos en los meses de verano confirman que el ritmo de avance de la actividad mundial se está reequilibrando: mientras crece la evidencia de que la persistente incertidumbre económica se está cobrando ya un peaje en el crecimiento de algunos emergentes, también se constata que los avanzados se mueven en otras coordenadas. Así, EE. UU. acelera notablemente su ritmo de avance gracias al impulso fiscal, mientras que la eurozona modera solo levemente su ritmo de actividad. En conjunto, el escenario de CaixaBank Research se ha ajustado a este paulatino debilitamiento con una revisión a la baja de las cifras de crecimiento emergente previsto para el año actual y el siguiente, que será de 4,9% y 4,8%, respectivamente (1 décima menos respecto a la previsión anterior). En consecuencia, el crecimiento mundial esperado también será algo menor en 2018 y 2019.

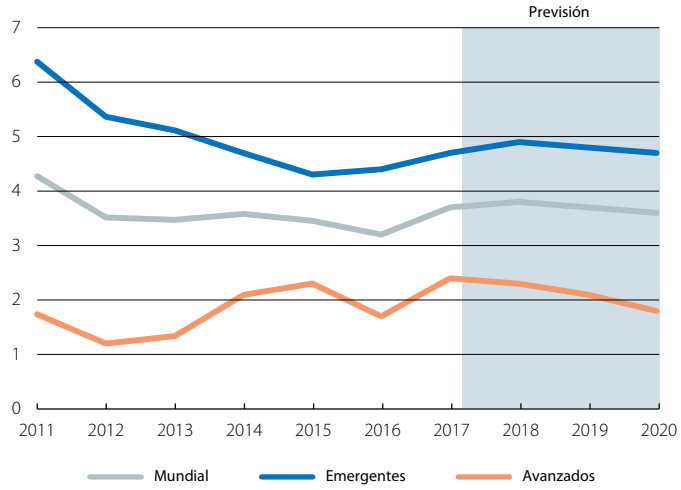
Los riesgos bajistas continúan siendo sustanciales. A pesar de la moderación de perspectivas acabada de presentar, el balance de riesgos sigue apuntando a un posible debilitamiento económico en el futuro. En dicho balance, el giro proteccionista de EE. UU. y sus posibles implicaciones globales siguen teniendo un protagonismo destacado. En las últimas semanas se han combinado noticias negativas y alentadoras en este ámbito. Así, EE. UU. ha completado la aplicación de lo que restaba del paquete de aumento arancelario sobre productos chinos por valor de 50.000 millones de dólares anunciado meses atrás. En contraste, y de forma algo inesperada, EE. UU. y México han cerrado un principio de acuerdo comercial bilateral que, una vez aprobado por el legislativo de ambos países, sustituirá al NAFTA (a la espera de que se les sume Canadá). Los términos de este futuro acuerdo han permitido equilibrar tanto las demandas que perseguía EE. UU. (con un endurecimiento de las reglas de origen y una elevación implícita de los salarios mínimos del sector automotriz) como las que importaban a México (con periodos de adecuación, permanencia y revisión del acuerdo dilatados, la defensa *de facto* contra la competencia asiática y sin afectar negativamente al sector primario). Más allá de los contenidos, el hecho de que, tras meses de complicadas negociaciones y de retórica exaltada, se haya alcanzado un acuerdo abre la esperanza a que, a medio plazo, el pragmatismo vaya impregnando la resolución de las tensiones comerciales.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense escapa a la tesitura de menor crecimiento de otras economías. Los datos de crecimiento del 2T 2018 (1,0% intertrimestral, 2,9% interanual) confirman que la economía se ha acelerado gracias al apoyo de factores temporales y cíclicos (como el estímulo fiscal y un mercado laboral que sobrepasa el pleno empleo). Concretamente, el detalle por componentes de demanda del PIB confirma que el grueso del dinamismo sigue proviniendo de la demanda interna, que deja atrás el bache relativo del 1T gracias al redoblado vigor del consumo privado. Asimismo, cabe destacar que la contribución de

PIB mundial

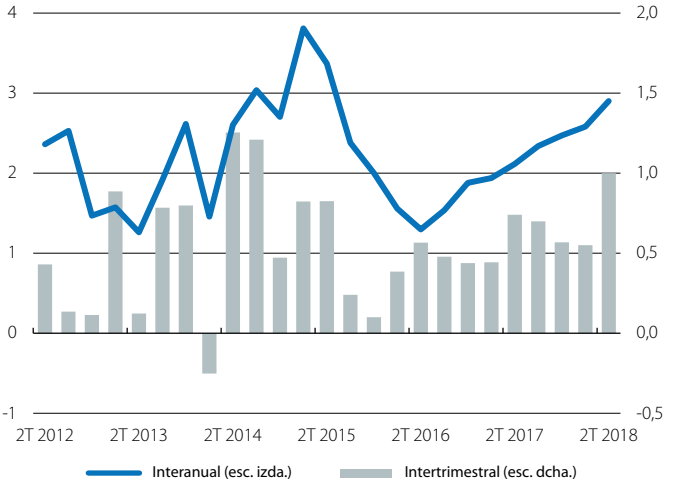
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

EE. UU.: PIB

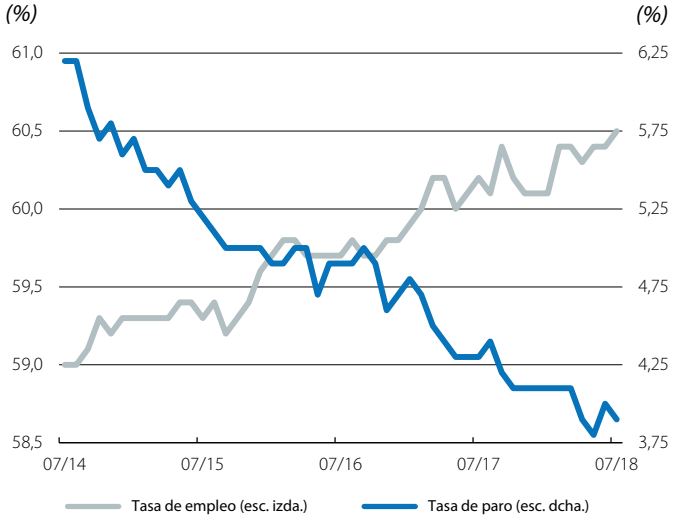
Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

EE. UU.: mercado laboral

(%) *(%)*



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

la demanda externa también ha acompañado la aceleración económica gracias a que el robusto comportamiento exportador se ha combinado con un descenso de las importaciones, inesperado y hasta cierto punto sorprendente vista la potencia de la demanda interna.

El mercado de trabajo sigue siendo un puntal sólido. La solidez de la demanda interna se debe, en gran medida, a que el mercado laboral continúa en una tónica positiva. Así, en julio, se crearon cerca de 160.000 empleos (una cifra algo menor que en meses anteriores, pero todavía elevada si se toma en consideración que los registros precedentes se han revisado al alza) mientras la tasa de paro se situaba en un bajo 3,9%. Los salarios, por su parte, avanzaron un 2,7% en términos interanuales.

La inflación sigue al alza y la Fed volverá a mover ficha pronto. En los últimos meses, la inflación ha ido recorriendo un camino de paulatino aumento, que la ha situado, en julio, en el 2,9% (índice general) y en el 2,4% (índice subyacente, esto es, sin incluir los elementos más volátiles de energía y alimentación). Se trata de otra señal de que la economía estadounidense circula por las fases maduras del ciclo económico. En este contexto, esperamos que la Fed continúe su senda de aumento del tipo de referencia (con dos subidas más en lo que resta del año hasta el 2,5%). Más allá, el escenario, tanto macroeconómico y, en consecuencia, el de política monetaria, se torna más incierto, toda vez que la fuerte inercia del ritmo de la actividad actual debería ser más contenida en 2019, cuando el efecto de la política fiscal se reduzca.

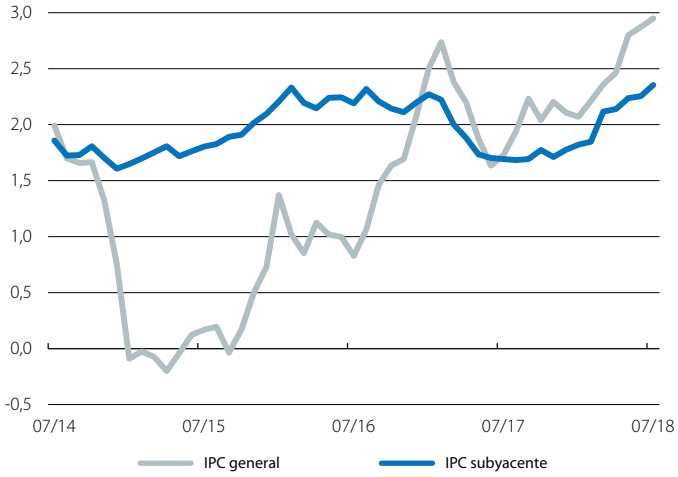
EUROPA

Desaceleración del crecimiento en la eurozona. El PIB de la eurozona avanzó en el 2T un 2,2% interanual (0,4% intertrimestral), un registro parecido al 2,5% del trimestre anterior pero inferior a los observados a finales de 2017. Por países, cabe destacar que Alemania mantuvo un ritmo de incremento semejante al del trimestre precedente (0,5% en términos intertrimestrales; 1,9% interanual), claramente superior al de países como Francia (que sorprendió a la baja con un aumento intertrimestral de solo un 0,2%) e Italia (también creció un 0,2%, pero en este caso el bajo avance era esperable y continuista con el pasado). Fuera de la eurozona, Polonia mantuvo un incremento muy dinámico y el Reino Unido recuperó un poco de dinamismo tras un inicio de año algo titubeante.

Crecimiento en la eurozona: ¿señal de alarma o simplemente un bache en el camino? La relativa decepción del 2T encendió algunas señales de alerta entre los analistas, pero a juicio de CaixaBank Research no debe hacerse una lectura alarmista, aunque tampoco entender que se trata de un dato aislado. Así, la práctica estabilidad del indicador PMI de agosto de la eurozona (de los 54,3 puntos de julio a los 54,4), junto con la suave disminución de otros indicadores de sentimiento económico, sugiere que el crecimiento se mantiene en cotas similares a las del 2T. En su conjunto, cabe interpretar que, a pesar de que se mantiene un grado de utilización de la capacidad productiva todavía relativamente baja, el fuerte repunte cíclico que experimentó la eurozona en 2017 se ha moderado algo más rápido de lo esperado. Por ello, es previsible que el ritmo de actividad del

EE. UU.: IPC

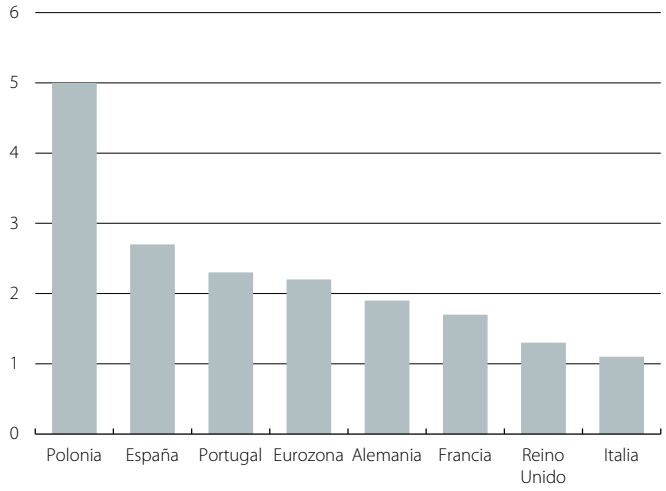
Variación interanual (%)



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

Unión Europea: PIB del 2T 2018

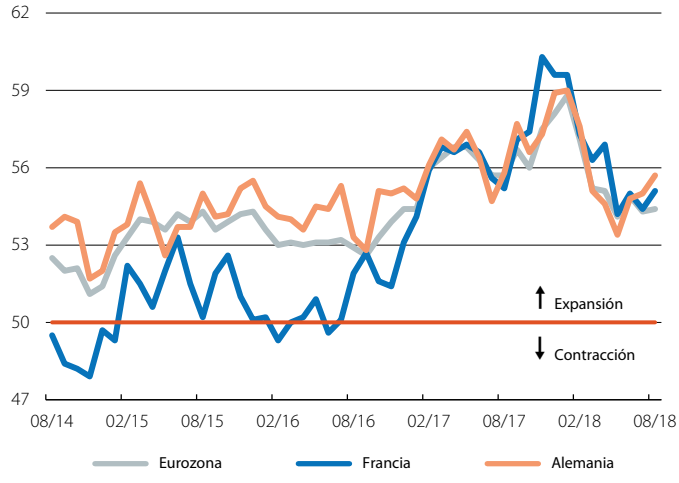
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

primer semestre sea representativo del crecimiento en los próximos trimestres. Finalmente, la inflación se ha mantenido en la misma tónica de meses pasados, con presiones en precios modestas más allá de la evolución volátil de la energía. Así, en agosto, la inflación de la eurozona fue del 2,0%, apenas 1 décima menos que en julio.

EMERGENTES

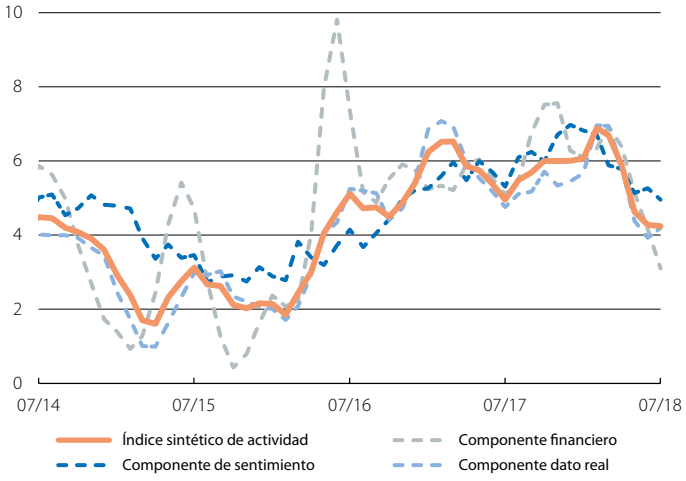
Las economías emergentes empiezan a acusar un contexto adverso. En las últimas semanas ha destacado un apreciable aumento de volatilidad financiera en los activos emergentes, que se ha saldado con depreciaciones abultadas de ciertas divisas, repuntes de los tipos de interés a largo plazo y ajustes significativos en las cotizaciones bursátiles. Más allá del protagonismo de países como Turquía en este proceso, existen aspectos no idiosincráticos que creemos que están lastrando el sentimiento inversor y que, de hecho, están afectando ya a los indicadores de actividad económica. Así, como es conocido, el contexto de fondo es el derivado del paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales, una dinámica que es resultado en gran medida del proceso de tensionamiento monetario de EE. UU. A esta tendencia, que afecta a muchos emergentes que en su día aprovecharon las laxas condiciones financieras para acumular deuda en dólares y otras divisas fuertes, se le ha sumado el aumento de la incertidumbre debido a la escalada proteccionista de EE. UU. (aunque el preacuerdo con México es una novedad positiva) y las dudas sobre el alcance de la desaceleración china. Como consecuencia, indicadores que tratan de capturar el crecimiento contemporáneo emergente, como el indicador sintético de actividad del Institute of International Finance, acumulan ya descensos notables y que se prolongan desde el final del 1T.

El PIB de China se desacelera y los datos de actividad sugieren más desaceleración venidera. El aumento del PIB en el 2T fue del 6,7% interanual, tras tres trimestres creciendo al 6,8%. Además, los indicadores de actividad (como la producción industrial) y de sentimiento del 3T apuntan a una ralentización de la actividad algo más elevada de lo que indican los datos oficiales de PIB. Esperamos que en la segunda mitad del año el crecimiento del país continúe desacelerándose de manera gradual, aunque, como se ha mencionado antes, es un proceso no exento de interrogantes y que ha afectado negativamente al sentimiento inversor global.

Turquía, en el centro del huracán financiero. Fruto de una acumulación de desequilibrios excesivos durante demasiado tiempo (el más palmario es la inflación, en el 15,8% en julio, aunque se le suma un déficit por cuenta corriente insostenible de más del 6% del PIB en el 2T) y una política económica poco creíble, la economía turca está sufriendo una parada súbita de entradas de capitales en el 3T. Se trata de una situación que conducirá, probablemente, a una desaceleración brusca de la actividad ante la restricción crediticia inevitable. Desafortunadamente, este ajuste macroeconómico brusco podría no representar el fin de las dificultades turcas si no se ve acompañado por un giro en la política económica que ataje los desequilibrios latentes.

Emergentes: indicador sintético de actividad

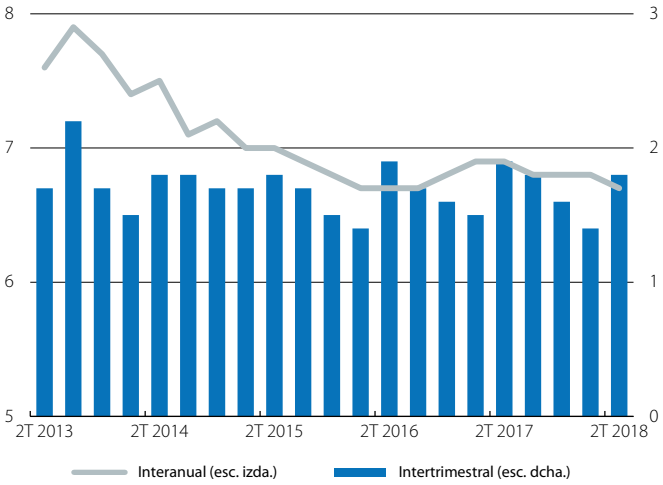
Variación intertrimestral anualizada (%)



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

China: PIB

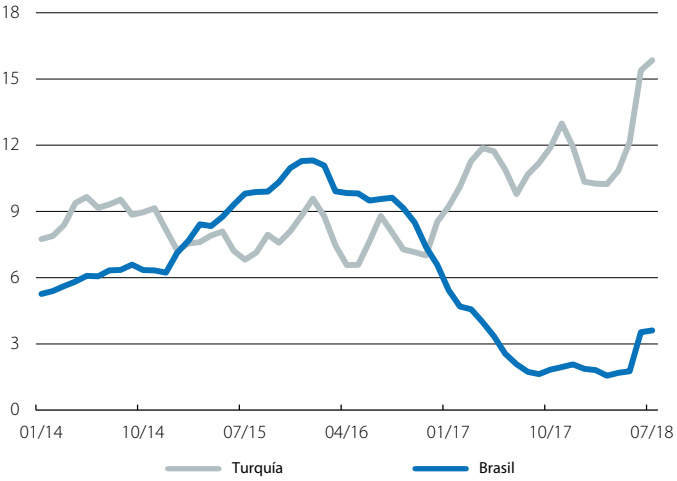
Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



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

Turquía y Brasil: IPC

Variación interanual (%)



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

Consejo Europeo: mucho ruido y pocas nueces

En los dos últimos años se ha abierto en Europa una ventana de oportunidad para avanzar en el proyecto europeo y poder así afrontar mejor los retos presentes y futuros de la Unión. Esta ventana de oportunidad ha surgido por una confluencia de factores. En clave interna, la UE ha logrado consensuar una respuesta común para hacer frente al desafío existencial que supone el *brexit*. También se ha abierto un escenario más positivo tras la derrota de partidos populistas eurófobos en las elecciones holandesas, la elección de un candidato profundamente europeísta en las francesas y la formación de un gobierno de coalición en Alemania no menos europeísta que el anterior. En clave externa, han surgido desafíos que subrayan la importancia de una mayor coordinación e integración europea en materia de política exterior, defensa y seguridad. Entre ellos, destacan la elección de Trump como presidente de EE. UU., la estrategia desafiante de Rusia o la crisis de refugiados. En este contexto, es preciso preguntarnos cómo está aprovechando Europa esta oportunidad.

Desde la crisis de deuda soberana, ha habido continuas manifestaciones por parte de los principales líderes políticos europeos a favor de seguir avanzando en el proyecto de construcción europea y la necesidad de reforzar la arquitectura de la Unión Monetaria. De hecho, en el último año y medio, la reflexión se ha intensificado y se han publicado diferentes documentos de discusión del proyecto europeo, con iniciativas concretas.[1] En este contexto, Francia y Alemania acordaron en junio una serie de propuestas para fortalecer la moneda única ante futuras crisis. Este acuerdo, conocido como la declaración de Meseberg, recogía una visión compartida por ambos países, ponía sobre la mesa el *momentum* de reforma y sentaba las bases para un acuerdo relativamente ambicioso con el resto de los países.[2] Así pues, se llegaba al Consejo Europeo de junio con todos los elementos necesarios para avanzar en la reforma de la UE y la eurozona.

No obstante, en el Consejo de junio, la UE no dio un paso firme al frente, sino un pequeño paso adelante. Concretamente, en materia de reformas de la eurozona, a pesar de que se esperaban decisiones en consonancia con el acuerdo entre Alemania y Francia, no se cumplieron las expectativas y se aplazaron para futuros consejos avances en este frente. En cambio, se volvió a poner sobre la mesa avanzar en la Unión Bancaria, algo que pocos países consideraban hace solo unos meses. Concretamente, se acordó que el Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) –el fondo de rescate de la eurozona– ejerza como prestamista de última instancia *(backstop)* para el Fondo Único de Resolución, en caso de que este se quede sin recursos para resolver entidades bancarias. A pesar de que todavía no se ha detallado su funcionamiento, y de que su dotación[3] puede generar dudas en torno a su capacidad real para afrontar futuras crisis sistémicas, dicho *backstop* constituye un importante elemento estabilizador del sistema bancario de la eurozona y, por ello, representa un paso más hacia la plena Unión Bancaria Europea. También destaca el compromiso, aunque algo débil, de diálogo político para avanzar hacia un seguro de garantía de depósitos común (EDIS), el tercer pilar de la Unión Bancaria Europea.

Por otra parte, la política migratoria fue la gran protagonista por las tensiones políticas en algunos países miembros. Así, los 27 acordaron avanzar hacia una mayor cooperación con países de origen y tránsito, y medidas para limitar la movilidad interna de inmigrantes, como la instalación voluntaria de centros de control (en territorio europeo) para procesar aplicaciones de asilo –aunque ningún país parece estar dispuesto a instalar dichos centros por el momento. En este contexto, y a pesar de ser algo impreciso, el acuerdo del Consejo sirvió para aliviar tensiones, reconocer que la inmigración es un reto «para el conjunto de la UE» y relanzar el debate sobre la necesidad de coordinar de manera efectiva una política migratoria. En este sentido, podemos pensar que las propuestas acordadas suponen un primer paso (aunque lejano) para llegar a consensuar una política común.

En definitiva, parece que la UE avanza, aunque a un ritmo mucho más lento del que debería. De cara a los próximos meses, convendría aprovechar la oportunidad presente y el impulso reformista para seguir avanzando hacia una UE más integrada y una unión monetaria más robusta. En esto último, el foco debería centrarse en terminar de romper el *doom loop* entre bancos y gobiernos nacionales,[4] la implementación de políticas anticíclicas y la mejora del funcionamiento del marco fiscal. Al fin y al cabo, la ventana de oportunidad no permanecerá siempre abierta y las elecciones al Parlamento Europeo de mayo de 2019 ya asoman la cabeza.

1. Entre estos, destaca el «Libro Blanco sobre el Futuro de Europa» (2017) de la Comisión Europea, donde se presentan cinco posibles escenarios de evolución de la Unión.
2. En el acuerdo figuraba, entre otros, la creación de un presupuesto para la eurozona, distinto del de la UE, enfocado a convergencia e inversión; la posibilidad de introducir un seguro de desempleo a nivel europeo, y la transformación del MEDE en un Fondo Monetario Europeo.
3. A falta de más detalle, todo parece indicar que su dotación máxima no podrá superar los 55.000 millones de euros.
4. Para más detalles sobre este vínculo, véase el Focus «El largo camino hacia un activo seguro europeo» en el IM05/2018.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18
Actividad							
PIB real	1,6	2,2	2,3	2,5	2,6	2,9	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,1	4,1	5,3	4,4	5,1	5,6
Confianza del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	120,3	126,0	127,1	127,2	127,9
Producción industrial	–1,9	1,6	1,3	3,0	3,4	3,6	4,2
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	58,7	59,7	58,7	58,1
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.177	1.208	1.172	1.259	1.317	1.254	1.168
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	189	200	200	205	209	211	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	3,9
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,7	60,1	60,2	60,1	60,3	60,4	60,5
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	...
Precios							
Precios de consumo	1,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,7	2,9
Precios de consumo subyacente	2,2	1,8	1,7	1,8	1,9	2,2	2,4

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	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18
Actividad							
PIB real	1,0	1,7	2,0	2,0	1,1	1,0	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,8	44,5	44,4	43,7	43,5
Producción industrial	–0,2	4,5	4,4	4,1	2,5	2,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	22,0	25,0	24,0	21,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5
Precios							
Precios de consumo	–0,1	0,5	0,6	0,6	1,3	0,6	0,9
Precios de consumo subyacente	0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	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	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18
Actividad							
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7	–
Ventas al por menor	10,4	10,2	10,3	9,9	9,9	0,0	8,8
Producción industrial	6,1	6,6	6,3	6,2	6,6	6,6	6,0
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,8	51,7	51,0	51,6	51,2
Sector exterior							
Balanza comercial [1] *(valor)*	512	435	435	435	420	395	376
Exportaciones	–8,4	8,5	6,9	10,1	13,6	11,3	11,3
Importaciones	–5,7	16,1	14,7	13,2	19,2	20,1	27,6
Precios							
Precios de consumo	2,0	1,6	1,6	1,8	2,2	1,8	2,1
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	6,7	6,6	6,4	6,4	6,7

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.*

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

UNIÓN EUROPEA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,0	1,6	1,4	1,2	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,6	3,0	4,1	4,2	3,1	2,2	2,5	...	...
Confianza del consumidor	–7,8	–2,5	–1,5	–0,2	0,5	0,0	–0,6	–0,5	–1,9
Sentimiento económico	104,2	110,8	111,8	114,3	114,0	112,5	112,3	112,1	111,6
PMI manufacturas	52,5	57,4	57,4	59,7	58,3	55,5	54,9	55,1	54,6
PMI servicios	53,1	55,6	55,3	55,9	56,4	54,6	55,2	54,2	54,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4	...	–	–	...
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,0	8,7	8,6	8,3	8,2	8,2	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,1	9,2	9,1	9,1	9,2	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,3	11,0	11,0	10,8	10,8	10,4	...
España *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	16,8	16,6	16,2	15,4	15,2	15,1	...

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	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Saldo corriente: eurozona	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	**3,8**	**3,8**	**...**	**...**
Alemania	8,5	7,9	7,9	7,9	7,9	8,1	8,1	...	...
Francia	–0,8	–0,6	–0,6	–0,6	–0,4	–0,4	–0,4	...	...
Italia	2,6	2,8	2,7	2,8	2,7	2,8	2,8	...	...
España	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,4	1,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**97,9**	**99,2**	**...**

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	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	1,8	2,5	2,4	3,0	3,3	3,7	4,1	4,1	...
Crédito a hogares [1, 2]	1,7	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,6	10,1	9,2	8,1	8,2	7,5	...
Otros depósitos a corto plazo	–1,9	–2,7	–3,0	–2,4	–2,1	–1,5	–0,9	–1,1	...
Instrumentos negociables	2,7	1,1	–0,4	–1,6	–5,8	–2,9	–2,0	–3,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	...

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.*

La economía entra en una fase más madura del ciclo

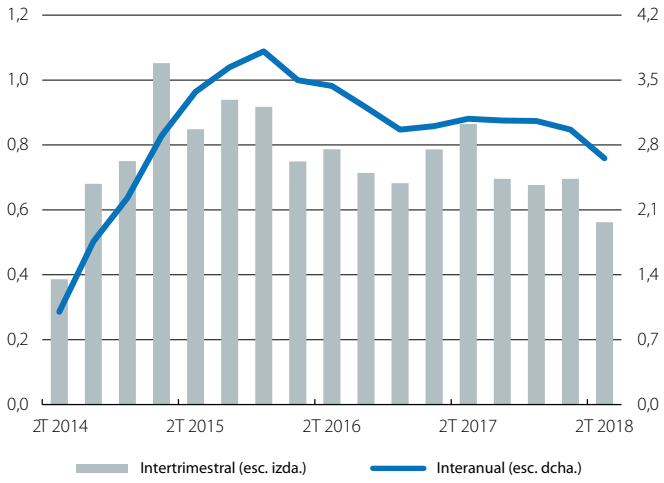
El ritmo de crecimiento se modera. Tras crecer por encima del 3% por tres años consecutivos, los últimos datos del PIB confirman que la economía española mantiene un ritmo de avance robusto aunque algo más moderado que el de los últimos trimestres. Así, en el 2T, el PIB creció un 0,6% intertrimestral (2,7% interanual), 1 décima por debajo del registro del trimestre anterior. De este modo, se va materializando la entrada de la economía en una fase más madura del ciclo económico, de acuerdo con el escenario contemplado por CaixaBank Research. Si bien, en la nueva fase, el crecimiento se mantendrá en cotas elevadas, estas serán más moderadas debido tanto al desvanecimiento de los vientos de cola de los que se ha beneficiado estos últimos años como al hecho de que el crecimiento más suave de los principales socios comerciales limitará la capacidad de crecimiento de las exportaciones. Asimismo, la baja tasa de ahorro que presentan los hogares (5,6% en el acumulado de los últimos cuatro trimestres) sugiere que el recorrido que presenta el consumo privado para espolear el crecimiento de la demanda interna será más limitado que en el pasado trienio. De resultas de todo ello, desde CaixaBank Research prevemos que la actividad crezca un sólido 2,7% este año y un 2,3% en 2019.

La demanda interna se mantiene como el principal motor de crecimiento, aunque sorprende su composición. Gracias a un cambio en el formato de publicación por parte del INE, la primera estimación del PIB del 2T también ha incluido su desglose por componentes. Entre ellos, destaca la aportación al crecimiento de la demanda interna de 2,9 p. p., aunque sorprendió la baja contribución del consumo privado, que tan solo creció un 0,2% intertrimestral (en 2017, su crecimiento intertrimestral promedio fue del 0,6%). Sin embargo, la fortaleza que sigue mostrando el mercado laboral y la continuidad de un buen clima de confianza seguirán alimentando el dinamismo del consumo privado en los próximos trimestres. Además, el menor crecimiento del consumo privado fue compensado por un fuerte repunte en la inversión, que creció un 2,6% intertrimestral (0,8% en el 1T) aupada, casi en su totalidad, por la inversión en bienes de equipo (5,5% intertrimestral, la tasa más alta de crecimiento desde el 3T 2013). Por su parte, la demanda externa sustrajo 0,2 p. p. al crecimiento del PIB, con una caída intertrimestral de las exportaciones superior a la de las importaciones (–1,0% y –0,3%, respectivamente). En los próximos trimestres, cabe esperar que la demanda externa tenga una aportación neta pequeña debido al mayor precio del petróleo y el menor ritmo de crecimiento de la eurozona.

El mercado de trabajo prosigue con su dinamismo. En el 2T, el aumento del número de ocupados (469.900 personas) fue muy superior a lo esperado por CaixaBank Research (350.000), con el mayor incremento trimestral observado en la serie histórica de la EPA. Asimismo, las buenas perspectivas laborales han conllevado un aumento de la población activa (+163.900 personas en el 2T) con el que la tasa de actividad se situó en el 58,8%

España: crecimiento del PIB

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



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

España: PIB

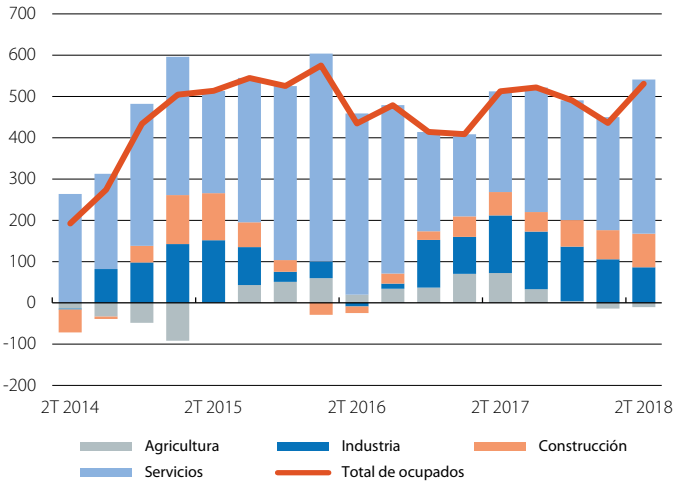
Variación intertrimestral (%)

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

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

España: ocupación por sectores

Variación interanual (miles)



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

(+0,3 p. p.). Además, la tasa de desempleo cayó marcadamente hasta el 15,3%, lo que supone una reducción de 1,9 p. p. en el último año. Cabe resaltar que este descenso de la tasa de desempleo suele ser habitual en el 2T a causa del inicio de la temporada turística. Reflejo de ello es el buen desempeño del sector servicios, que generó 371.400 empleos, un aumento incluso superior al observado en el 2T 2017 (272.400). De cara a los próximos trimestres, se prevé que la buena evolución del mercado laboral perdure, aunque con algo menos de intensidad (de acuerdo con la suavización del ritmo de crecimiento de la economía española).

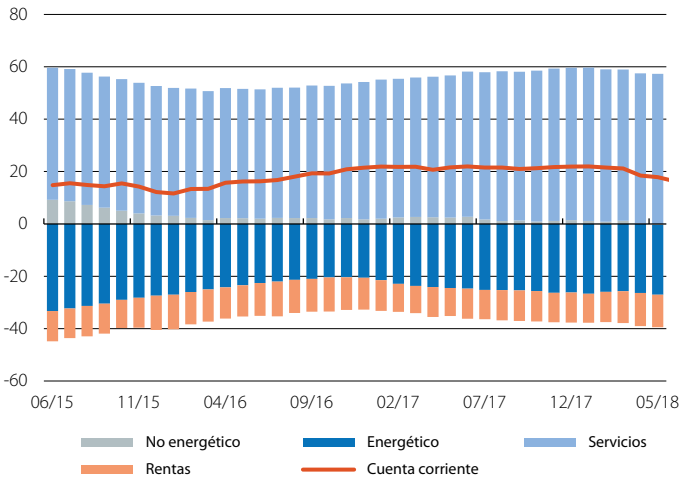
El comercio en bienes no energéticos lastra la mejora del sector exterior. En junio, el superávit por cuenta corriente ascendió a 16.246 millones de euros (+1,4% del PIB, en el acumulado de 12 meses), un registro netamente inferior al superávit de 21.962 millones registrado en junio de 2017 (en concreto, –0,5 p. p. de PIB). Esta peor evolución es atribuible, en su mayor parte, al deterioro del saldo en bienes no energéticos en un contexto de menor crecimiento de la eurozona. Asimismo, el superávit de servicios se redujo 1 décima en términos de PIB, especialmente por la caída de las exportaciones de servicios no turísticos. Con todo, la evolución positiva del sector turístico empujará para que el sector exterior acabe el año con un superávit por cuenta corriente.

El déficit público continúa ajustándose de forma paulatina. Con datos hasta mayo, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 1,3% del PIB, 3 décimas por debajo del registro de mayo de 2017. Aunque la buena marcha de la economía sigue propulsando la partida de los ingresos (crecimiento del 6,2% en el acumulado hasta mayo), el mayor crecimiento de los gastos (4,1%), especialmente por el incremento en las prestaciones sociales (3,0%) y la formación bruta de capital (32,4%), ha resultado en una menor mejora de las cuentas públicas.

La concesión de crédito avanza a buen ritmo. La Comisión Europea publicó en julio el informe de seguimiento de la economía española que elabora tras la asistencia financiera que se llevó a cabo en 2014. El informe destaca la resistencia que mostró el sector financiero durante el 2017 y principios de 2018 tras la resolución del Banco Popular, los sucesos en Cataluña y el repunte de volatilidad en los mercados debido a la formación del nuevo Gobierno en Italia. Asimismo, también resalta que la reestructuración del sector bancario ha abarcado la totalidad del sector y no solo a los bancos que recibieron ayudas públicas. De resultas de ello, el sector ha optimizado su modelo de negocio, reducido sus costes y está mejor preparado para canalizar los flujos de crédito al resto de la economía, tal y como demuestran los últimos datos de nueva concesión de crédito. Así, en el acumulado del año hasta julio, tanto el crédito a la vivienda como al consumo crecieron por encima del 15%. En el caso de las sociedades no financieras, destaca el crédito a las grandes empresas, que subió un 11,4%, muy por encima del registro de 2017 (1,6%). De cara a los próximos trimestres, prevemos que la nueva concesión de crédito mantenga una tendencia al alza apoyada en el entorno de condiciones financieras favorables que sustenta la política monetaria acomodaticia del BCE.

España: saldo de la balanza por cuenta corriente

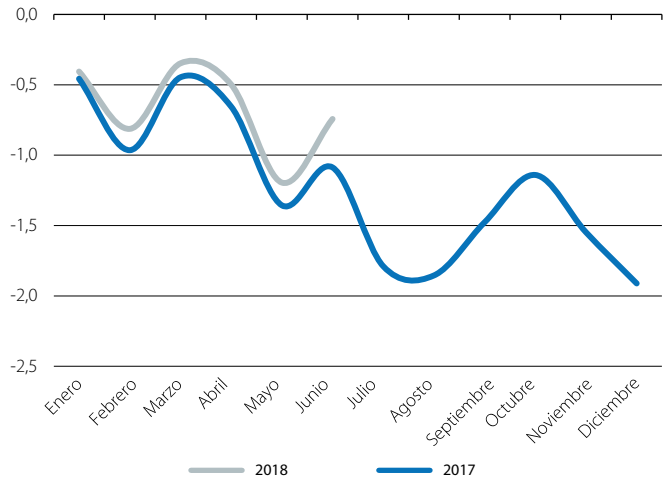
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

España: saldo del Estado

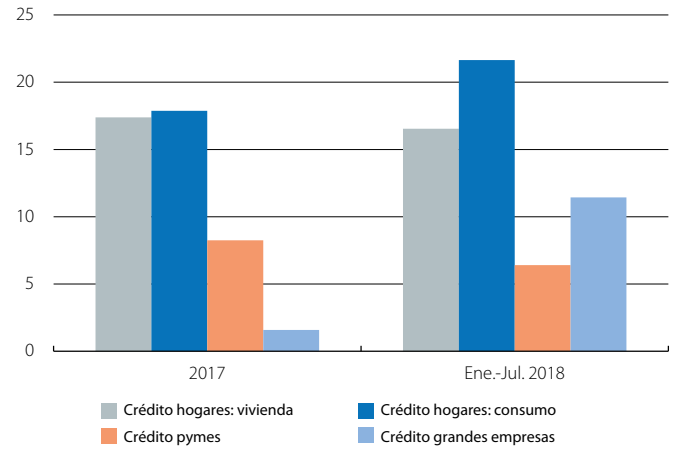
(% del PIB)



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

España: nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



Nota: *Crédito a hogares excluyen refinanciaciones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

España ¿vuelve a importar tanto?

España acumula un superávit comercial de bienes y servicios desde inicios de 2012 que está ayudando a reducir el elevado déficit de la posición inversora internacional neta. Pero esto no siempre ha sido así. Antes de la crisis de 2008, España acumulaba déficits comerciales año tras año. A partir de la crisis, la debilidad de la demanda interna, que trajo menos importaciones, y las ganancias de competitividad, que favorecieron el aumento de las exportaciones, propiciaron una rápida mejora del saldo comercial de bienes y servicios que alcanzó un superávit del 3,3% del PIB en noviembre de 2013, el máximo desde el inicio de la serie en 1995. A diferencia de recuperaciones pasadas, la balanza de bienes y servicios se ha mantenido en superávit pese a la recuperación de la demanda interna y la lógica recuperación de las importaciones aunque, eso sí, el superávit se ha moderado hasta el 2,6% (mayo de 2018).

A medio plazo, sin embargo, hay dudas de que la buena marcha de las exportaciones pueda seguir compensando el crecimiento importador, especialmente intenso desde 2015. Concretamente, en 2013 y 2014, las importaciones de bienes y servicios crecieron a un ritmo anualizado del 5,8%, pero entre 2015 y 2017 su tasa de crecimiento se ha acelerado hasta el 6,9%.[1] ¿Hasta qué punto es preocupante este aumento del ritmo importador? Por un lado, las importaciones merman el superávit comercial y pueden reflejar un déficit competitivo que obliga a ir a comprar al extranjero. Pero este cambio también podría ser resultado de la mayor integración de la economía española en las cadenas de valor globales: las empresas españolas compran al exterior productos competitivos a precios ventajosos que, a su vez, integran en productos para la exportación.

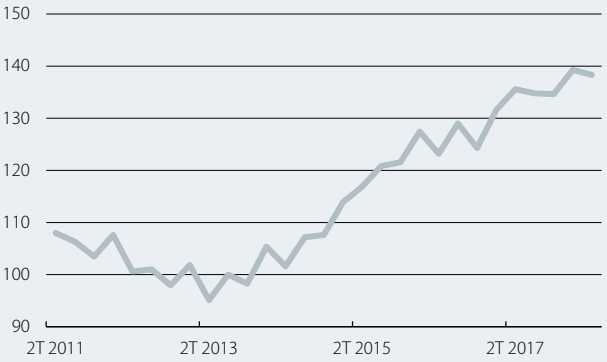
Para valorar la importancia relativa de cada argumento nos fijamos en la intensidad importadora de la economía española, esto es, el nivel de importaciones que se necesitan para poder llevar a cabo un determinado nivel de actividad económica.[2] Así, las importaciones pueden crecer por un efecto composición, a través del cual los componentes de demanda de mayor intensidad importadora aumentan su peso en la demanda total, o bien porque aumenta la intensidad importadora de cada componente, que sería más preocupante. El primer factor, el efecto composición, ha contribuido a un mayor crecimiento de las importaciones, ya que la formación bruta de capital y las exportaciones, de mayor intensidad importadora que el consumo público y privado, son precisamente los componentes de demanda que más han crecido desde el inicio de la recuperación (de junio de 2013 a marzo de 2018, el PIB nominal acumuló un crecimiento del 16,3% frente al 33,9% y 22,7% de la formación bruta de capital fijo y las exportaciones, respectivamente).

Respecto al segundo factor, desgraciadamente no tenemos series temporales de la intensidad importadora de los distintos componentes de la demanda, sino que los datos más recientes de los que disponemos corresponden a la intensidad importadora estimada en 2007.[3] Entonces, la foto no era muy halagüeña: España tenía, componente a componente, una intensidad importadora superior a la de Francia y Alemania. ¿Cómo han cambiado las cosas desde entonces?

Para contestar a esta pregunta, podemos estimar si el crecimiento de las importaciones ha sido superior o inferior al que cabría esperar si la intensidad importadora de los distintos componentes se hubiera mantenido constante. Con este fin, construimos un indicador de la «sorpresa impor-

*España: evolución de las importaciones no energéticas **

Índice (100 = 2T 2013)



Nota: ** Datos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.*

*Intensidad importadora por componentes de la demanda final **

(%)

	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital	Exportaciones
Alemania	25,8	9,4	40,0	47,4
España	29,0	13,3	35,8	39,0
Francia	26,6	9,8	29,8	34,4
Italia	23,5	7,8	31,3	29,1

Nota: ** Información basada en las Tablas* Input-Output *de 2007 para Alemania, Francia y España, y de 2005 para Italia. La intensidad importadora es la suma del contenido importador en los bienes intermedios (es decir, el porcentaje de* inputs *incorporados que proviene de las importaciones) y de las importaciones de productos finales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España, del INE y Eurostat.*

1. Se excluyen las importaciones energéticas, muy ligadas a la volatilidad del precio del petróleo.
2. Más en detalle, la intensidad importadora es la suma del contenido importador en los bienes intermedios (es decir, el porcentaje de *inputs* incorporados que proviene de las importaciones) y de las importaciones de productos finales.
3. Banco de España (2012), «El contenido importador de las ramas de actividad en España», Boletín Económico.

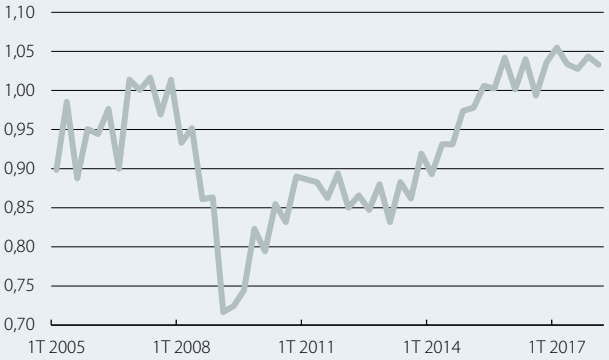
tadora».[4] Según este indicador, una sorpresa importadora de 1 indicaría que, en promedio, se mantienen los coeficientes de intensidad importadora de 2007, una sorpresa importadora superior a 1 indica que la intensidad importadora de los distintos componentes de demanda ha subido en promedio y, por último, una sorpresa importadora inferior a 1 indica que la intensidad importadora ha bajado.

La evolución de la sorpresa importadora muestra cuatro etapas diferenciadas. En primer lugar, tenemos un periodo precrisis (2005-2008) donde predominó la estabilidad con valores cercanos a 1, es decir, que prevalecían los coeficientes de 2007. A esto siguió el hiato de la crisis que, con la parálisis del comercio, trajo una abrupta caída de las importaciones y, consecuentemente, una disminución de la sorpresa importadora (las importaciones bajaron más de lo que cabría esperar dada la contracción de la actividad económica). La tercera etapa es la primera fase de recuperación, años 2013 y 2014, donde la sorpresa importadora se estabiliza temporalmente en valores inferiores a 1, es decir, que la intensidad importadora es, en promedio, inferior a la del periodo precrisis. La cuarta etapa empieza en 2015 y es la segunda fase de la recuperación, caracterizada por una rápida vuelta de la sorpresa importadora a los valores anteriores a la crisis, cercanos a 1.

¿Qué podemos concluir dada esta evolución de la intensidad importadora? La menor intensidad importadora de la primera fase de la recuperación podría atribuirse a las ganancias de competitividad de la economía española, con una mayor preferencia por los bienes y servicios domésticos frente a los foráneos. Visto así, la recuperación de la intensidad importadora hasta los valores precrisis sería un hecho negativo, pero hay que recordar que el buen tono de las exportaciones ha posibilitado que se mantenga el superávit comercial pese al auge importador, lo que apunta a que las exportaciones conservan su competitividad. De hecho, concluimos apuntando tres factores que pueden explicar por qué la recuperación de la intensidad importadora no señala una pérdida de competitividad. El primero es la distinta sensibilidad cíclica de los subcomponentes que comprenden el consumo, la inversión y las exportaciones. Así, el reciente aumento de la intensidad importadora podría reflejar el hecho de que, por la propia sensibilidad al ciclo económico, están empezando a crecer más aquellos subcomponentes (como los bienes duraderos, dentro del consumo privado) que tendrían una mayor intensidad importadora.[5] El segundo es la integración: podría ser que el crecimiento importador se debiera a una creciente integración de las empresas españolas en las cadenas globales de suministros derivada de las ganancias de competitividad y de la recuperación de cadenas de valor que habían sido rotas durante la crisis.[6] El tercer factor es la pausa en la tendencia de terciarización de la economía española que venía operando desde los años noventa. Así, desde 2013, la industria deja de perder peso en el conjunto del valor añadido bruto del total de la economía, supuestamente apoyada por las ganancias de competitividad que han ayudado a impulsar las exportaciones de bienes. Dado que la industria tiene un contenido importador superior a los servicios,[7] también esto podría contribuir a la mayor intensidad importadora observada en el conjunto de la economía.[8]

España: sorpresa importadora *

Índice (1 = promedio 2007)



Nota: ** Ratio entre las importaciones observadas y las predichas si se hubiera mantenido constante la intensidad importadora de 2007.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas, del INE y del Banco de España*

España: peso de la industria en el valor añadido bruto (VAB)

VAB de la industria (% del VAB total)

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

4. En concreto, calculamos el cociente entre las importaciones de bienes y servicios nominales observadas (excluyendo la energía) y las importaciones predichas por la intensidad importadora estimada en 2007 de los distintos componentes de demanda y el crecimiento observado de estos componentes. El indicador se normaliza para que tome un valor igual a 1 en el promedio de 2007.
5. Para contrastar esta hipótesis, es necesario disponer de información de la intensidad importadora de los componentes de la demanda a un nivel más desagregado que nos permita distinguir, por ejemplo, entre el consumo de bienes duraderos y no duraderos.
6. Una conclusión más clara al respecto requeriría de un análisis más granular por sectores económicos identificando las ramas industriales de contenido tecnológico alto y medio-alto, y la comparación con Francia y Alemania.
7. La industria es el sector con el contenido importador más elevado, con un 38,2%. Véase el Focus «Hacia un modelo productivo menos dependiente de las importaciones» en el IM10/2015.
8. Aquí habría que ver la evolución de la intensidad importadora de las diferentes ramas de servicios, que en los últimos años han tenido una contribución positiva al superávit comercial, en comparación con las industriales.

El crédito al consumo: ¿exceso o normalización?

En los últimos meses ha surgido cierta preocupación en torno al fuerte crecimiento del crédito al consumo y su posible riesgo para la estabilidad financiera. El Banco de España, en el último Informe de Estabilidad Financiera, alerta de la necesidad de vigilar de cerca su evolución para asegurar que la exposición de los bancos a este segmento de crédito se mantiene en cotas razonables.

En efecto, la financiación al consumo ha crecido un 40% entre diciembre de 2014 y junio de 2018, y ya se sitúa en los 85.000 millones de euros (el 79% del máximo alcanzado en 2008). Parte de este fuerte crecimiento se explica por los bajos niveles de partida, ya que durante la crisis se contrajo cerca del 50%. Cuando se analiza en detalle, se observa, además, que el principal impulsor es el consumo de bienes duraderos,[1] cuya financiación ha crecido un 57% desde finales de 2014 y explica el 75% del avance del crédito al consumo.

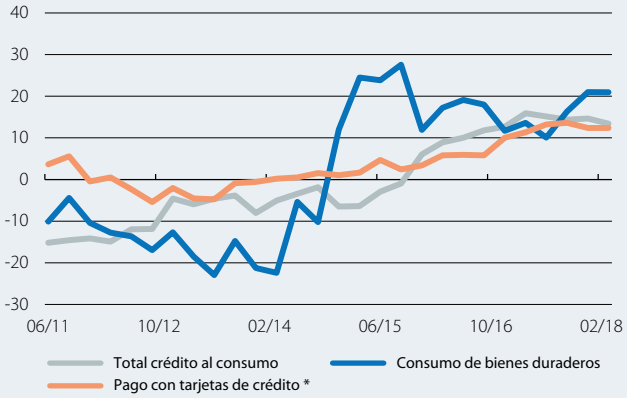
El consumo de bienes duraderos representa más del 50% del consumo financiado por la banca por su elevado desembolso inicial[2] y se caracteriza por ser especialmente sensible al ciclo económico. Así, este mayor dinamismo se apoya en una demanda que, tras mantenerse contenida a lo largo de la crisis, actualmente está aflorando gracias a unas mejores perspectivas económicas, la creación de empleo y unas buenas condiciones de financiación para las familias. En un informe reciente,[3] el BCE destaca que la fuerte caída del consumo de bienes duraderos durante la crisis (–28% en términos reales en España) ha resultado en un declive del *stock* efectivo de estos bienes y en un aumento de la edad media. Es decir, hemos alargado más de lo habitual la vida útil de nuestros coches y frigoríficos durante la crisis y ahora, con una recuperación afianzada, estamos renovándolos. Por ello, el vigoroso ritmo de crecimiento que observamos actualmente tiene un fuerte componente cíclico, y por tanto temporal, y tenderá a desacelerarse hacia tasas más equilibradas cuando esta demanda embalsada se haya materializado.

¿Este mayor dinamismo del crédito al consumo puede ser un riesgo para la banca? Por ahora, la exposición de la banca española a este segmento de crédito sigue siendo acotada, con un peso pequeño respecto a la cartera crediticia, del 6,9%. Este peso es similar al de la banca en el conjunto de la eurozona, situado en el 6,6%. En términos de PIB, el peso de la cartera de crédito al consumo en España se sitúa ligeramente por encima del de la eurozona (6,9% frente al 5,9%, respectivamente), pero todavía lejos de las primeras posiciones. En cuanto a la calidad del crédito, además, las cifras del Banco de España corroboran que esta ha mejorado, con una tasa de morosidad que se redujo hasta el 5,2% en diciembre de 2017 (7,7% en diciembre de 2014) y con una contracción del crédito dudoso del 7,5%.

En definitiva, el origen del fuerte crecimiento del crédito al consumo está apoyado en la normalización de la demanda, que se mantuvo contenida durante la crisis. Además, este mayor dinamismo no ha incrementado en exceso la exposición de la banca española a este segmento, ya que permanece en niveles similares a los de la eurozona, a la vez que la calidad de este segmento ha mejorado y se mantiene en cotas confortables. Por ahora, por tanto, el fuerte tirón del crédito al consumo parece tener más que ver con una normalización que con un exceso. Como advierte el supervisor, será importante procurar que siga siendo así.

España: crédito al consumo

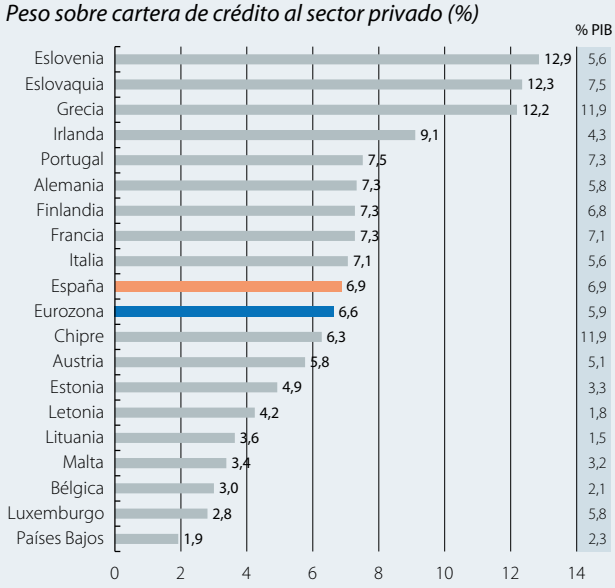
Variación interanual (%)



Nota: ** Excluye tarjetas* revolving *y descubiertos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

Eurozona: crédito al consumo por países

Peso sobre cartera de crédito al sector privado (%)



Nota: *Datos del 1T 2018.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y Eurostat.*

1. En esta categoría se incluyen muebles, equipamientos para el hogar, vehículos, etc. El resto de consumo financiado incluye desde pagos aplazados con tarjetas de crédito hasta bienes y servicios no duraderos, como servicios médicos o viajes.
2. Al financiar su compra se consigue que su pago esté más repartido a lo largo de la vida útil del bien y, por tanto, más acorde a su uso.
3. BCE (2018), «Consumption of durable goods in the ongoing economic expansion», Economic Bulletin, Issue 1 - Boxes.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Industria									
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,8	5,2	2,7	1,0	0,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–2,3	1,0	–0,1	4,3	2,8	1,2	–0,5	–1,3	–3,5
PMI de manufacturas (*valor*)	53,2	54,8	53,6	55,9	55,3	53,7	53,4	52,9	...
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	43,7	22,9	23,5	25,1	25,1	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	13,1	13,8	13,3	14,4	15,0	15,2	13,5	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	2,7	3,1	2,7	...	–	–	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	8,2	10,0	10,4	9,2	8,2	5,3	4,3	...	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	56,4	56,8	54,5	56,8	55,8	55,4	52,6	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	0,8	0,5	1,8	0,0	–0,1	–0,4	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	6,7	10,8	11,8	9,2	8,0	19,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–3,8	–0,7	0,2	–1,5	–0,6	0,5	1,8	0,6	–2,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	2,7	2,6	2,8	2,6	2,4	2,8	–	–	...
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	16,4	16,5	16,7	15,3	–	–	...
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,0	3,6	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,0	...
PIB	**3,3**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,7**	**–**	**–**	**...**

Precios

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
General	–0,2	2,0	1,7	1,4	1,0	1,8	2,3	2,2	2,2
Subyacente	0,8	1,1	1,3	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	...

Sector exterior

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,7	8,9	7,6	8,9	5,8	5,2	5,2	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–0,4	10,5	9,0	10,5	6,6	6,9	6,9	...	...
Saldo corriente	**21,5**	**21,9**	**21,0**	**21,9**	**21,1**	**16,2**	**16,2**	**...**	**...**
Bienes y servicios	33,7	33,4	32,7	33,4	33,3	28,6	28,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	–12,2	–11,5	–11,7	–11,5	–12,2	–12,4	–12,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**24,2**	**24,6**	**23,5**	**24,6**	**24,0**	**19,0**	**19,0**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	06/18	07/18	08/18
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	2,3	3,2	2,5	3,0	4,3	3,5	...
A la vista y ahorro	16,0	17,6	17,2	15,9	12,2	11,0	11,9	10,4	...
A plazo y preaviso	–16,0	–24,2	–25,1	–24,6	–23,1	–20,8	–19,4	–19,2	...
Depósitos de AA. PP.	–14,2	–8,7	6,8	13,1	16,7	17,6	20,9	12,4	...
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**2,6**	**3,7**	**3,2**	**3,8**	**5,2**	**4,0**	**...**
Saldo vivo de crédito			...	...	...	...			
Sector privado	–3,6	–2,2	–2,3	–1,9	–2,2	–2,8	–2,1	–2,4	...
Empresas no financieras	–5,3	–3,6	–3,9	–3,3	–4,4	–6,4	–5,1	–5,8	...
Hogares - viviendas	–3,7	–2,8	–2,7	–2,6	–2,4	–2,0	–1,8	–1,7	...
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	3,3	4,5	4,9	5,0	4,9	5,2	...
Administraciones públicas	–2,9	–9,7	–11,6	–11,4	–12,5	–9,4	–8,8	–9,1	...
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,2**	**–2,6**	**–2,8**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**9,1**	**7,8**	**8,3**	**7,8**	**6,8**	**6,4**	**6,4**	**...**	**...**

Notas: *1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Vuelta a la actividad tras un buen primer semestre

La economía consolida su dinamismo. Los datos más recientes confirman que el crecimiento económico se mantiene robusto gracias al buen tono de la demanda interna y las exportaciones. Precisamente, el dinamismo de la demanda doméstica (dentro de la que destacan la recuperación del consumo de bienes duraderos y la inversión), sumado al mayor precio del petróleo y el alto contenido importador de algunas exportaciones (como los combustibles y los automóviles), están alimentando un avance significativo de las importaciones. Ello, junto con la caída de las exportaciones a Angola y Reino Unido, explica una de las sombras del cuadro macroeconómico portugués: eso es, una menor contribución neta al crecimiento por parte del sector exterior. Sin embargo, en su conjunto, el escenario de la economía lusa es positivo y se espera que, en los próximos trimestres, mantenga el dinamismo de los primeros seis meses del año, con un ritmo de avance ligeramente superior al 2%. A ello contribuirán tanto el buen desempeño del mercado laboral, donde la creación de empleo y la reducción del número de desempleados siguen sorprendiendo en positivo, como la evolución positiva del mercado inmobiliario, que se beneficia de la demanda extranjera y el crecimiento del turismo. Sin embargo, los factores de riesgo, especialmente los relacionados con las tensiones comerciales, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las turbulencias de las economías emergentes siguen presentes y pueden condicionar el escenario.

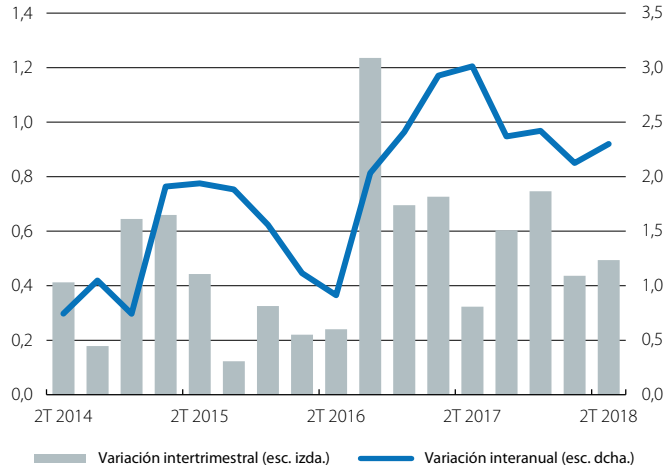
La actividad mantuvo un avance sólido en el 2T. En concreto, el crecimiento del PIB se aceleró hasta el 2,3% interanual (0,5% intertrimestral) en el 2T, 0,2 p. p. por encima del registro del 1T. El desglose por componentes publicado por el INE muestra que la demanda interna tuvo un papel destacado, con una contribución al crecimiento de 2,9 p. p. (2,6 p. p. en el 1T) que estuvo aupada por el fuerte empuje del consumo privado (2,6% interanual) y la inversión (6,4%). Por su parte, la demanda exterior tuvo una contribución negativa por cuarto trimestre consecutivo (–0,7 p. p.) pese a la aceleración de las exportaciones (6,8% frente al 4,7% del 1T), dado que las importaciones aceleraron todavía más (7,9% frente al 5,6%).

El mercado de trabajo sigue sorprendiendo en positivo e impulsa al consumo. En el 2T, la tasa de desempleo se situó en el 6,7%, con una reducción de 2,1 p. p. respecto al nivel registrado en el 2T de 2017. Esta disminución se debió, en gran parte, a la reducción del número de desempleados de larga duración, lo que representa una señal especialmente positiva porque este grupo tiene, típicamente, más dificultades para reincorporarse al mercado laboral. Además, la creación de empleo también mantuvo un buen ritmo de avance (2,4% interanual), con una importante contribución del sector servicios y, especialmente, de los asociados a la Administración pública.

La inflación se desaceleró en agosto. Tras avanzar hasta el 2,2% en julio, impulsada por el aumento de los precios energé-

Portugal: PIB

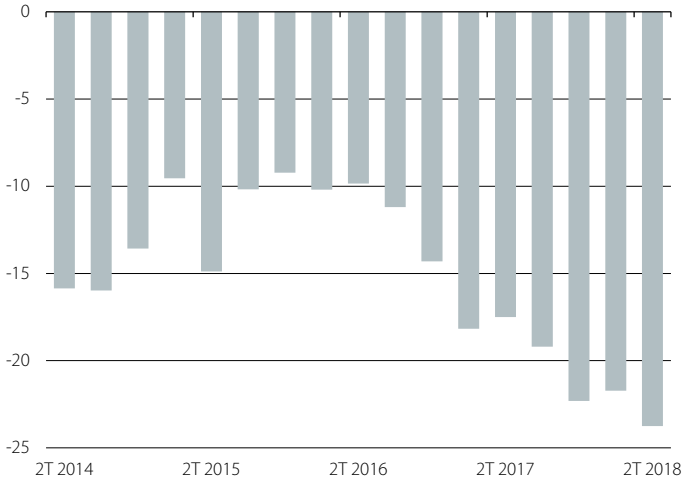
Variación intertrimestral (%) *Variación interanual (%)*



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

Portugal: desempleo

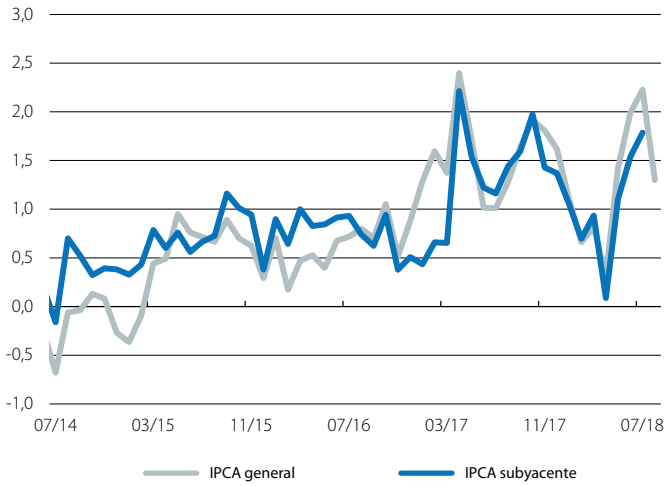
Variación interanual (%)



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

Portugal: IPCA

Variación interanual (%)



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

ticos (7,9% interanual), en agosto la inflación general se situó en el 1,4%. A falta de conocer el detalle por componentes, la desaceleración se debería, en gran parte, al componente subyacente (que excluye la evolución de los precios de la energía y los alimentos no procesados, especialmente volátiles), que en julio había repuntado hasta el 1,8%.

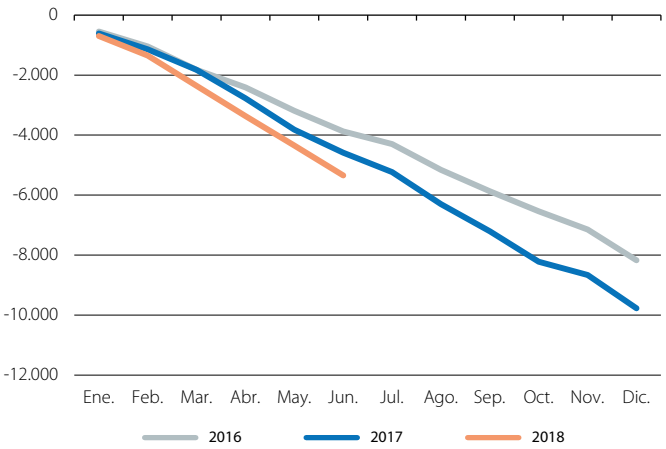
En el sector exterior, se modera el saldo de la cuenta corriente. A pesar del superávit sostenido de la balanza de servicios y la buena marcha de algunos segmentos de exportación de bienes (como los automóviles), a lo largo del primer semestre de 2018 el saldo de la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado paulatinamente y ha empeorado 0,4 p. p. frente al mismo periodo del año anterior, hasta situarse en el 0% del PIB el pasado junio (acumulado de 12 meses). Ello se debe tanto al mayor precio del petróleo de los últimos trimestres como a la recuperación del consumo de bienes duraderos y el dinamismo de la inversión, con un elevado contenido importador. No obstante, el superávit exterior en términos de servicios, con el turismo a la cabeza, sigue ofreciendo un factor de compensación caudal. Por último, cabe destacar que también ha disminuido el déficit de la balanza de rentas primarias, tanto por la reducción de los ingresos recibidos como por el aumento de los pagos al exterior.

Las cuentas públicas siguen beneficiándose del contexto económico positivo y de la evolución favorable del mercado laboral. Con datos acumulados hasta julio, el déficit presupuestario se sitúa en los 2.624 millones de euros (–2,2% del PIB), lo que supone una reducción del déficit de 1.110 millones de euros respecto al mismo periodo del año anterior. La recaudación fiscal y contributiva continuó creciendo a un ritmo superior al previsto por el Gobierno y representó el 77% del aumento de la recaudación efectiva hasta julio. Sin embargo, en comparación con el año pasado, una parte sustancial del aumento registrado en los ingresos del impuesto de sociedades en lo que va de 2018 se debe al aplazamiento del pago de los reembolsos del Estado a las empresas, por lo que su efecto debería difuminarse en los próximos meses. Al mismo tiempo, las aportaciones a la Seguridad Social siguen beneficiándose del buen momento del mercado laboral, mientras que los gastos siguen creciendo por debajo de lo presupuestado (destaca la menor ejecución de la inversión, con un 39% hasta julio, frente al 49% hasta julio de 2017).

La concesión de crédito bancario avanza de la mano de la actividad económica. La concesión de crédito a particulares ha avanzado de forma robusta en la primera mitad del año, en consonancia con la aceleración del consumo privado. Así, los dos principales segmentos (crédito a la vivienda y al consumo) han avanzado el 25,5% y el 14,9% interanual hasta junio (nuevas operaciones y acumulado anual). La concesión de crédito a las empresas ha mantenido también una dinámica positiva, tanto para las pymes (el 2,5% interanual) como para las grandes empresas (18,5%). No obstante, el crédito al sector privado no financiero ha seguido bajando (un –1,6% interanual).

Portugal: saldo de la balanza comercial de bienes (excl. energía)

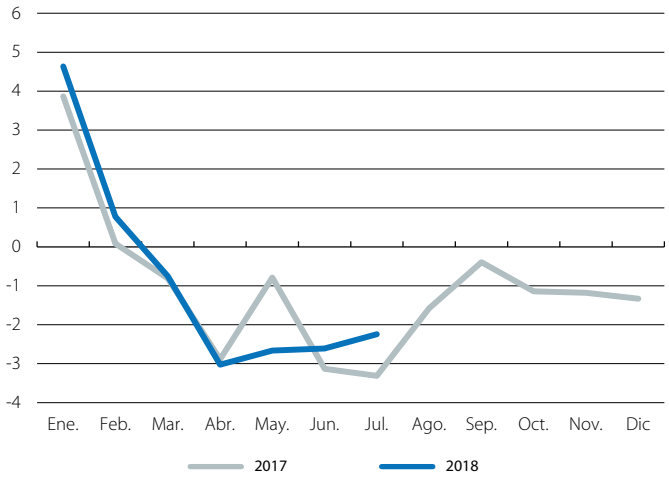
Acumulado anual (millones de euros)



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

Portugal: saldo del Estado

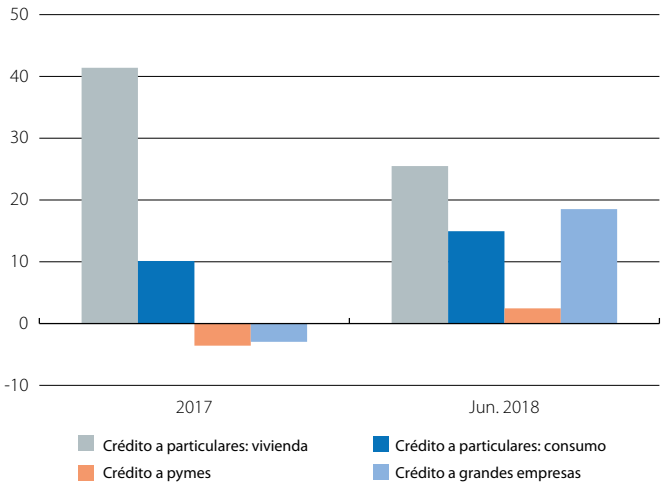
(% PIB)



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

Portugal: nuevas operaciones de crédito

Variación interanual del acumulado anual (%)



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

Portugal: evaluando el país a través del turismo

En 2017, el sector del turismo alcanzó nuevas cifras récord y acentuó aún más la tendencia creciente de los últimos años: el número de turistas extranjeros, el de establecimientos hoteleros y, en definitiva, los ingresos generados por el sector se encuentran en máximos históricos. Además, la importancia que ha ganado el turismo lo ha convertido en una oportunidad atractiva para inversiones de pequeña y gran dimensión: desde el alquiler de habitaciones y pequeños pisos hasta la construcción de nuevos establecimientos hoteleros, pasando por la restauración y el transporte.

La economía lusa ha sabido aprovechar el auge del turismo internacional, ya que Europa continúa estando entre las zonas más preferidas por los turistas internacionales. En este sentido, Portugal tiene características que encajan en las preferencias de quien busca sol, playa, atractivos culturales, diversión y bellos paisajes, además de otros elementos atrayentes, como un menor nivel de precios, unos buenos medios de transporte o la seguridad.

En este contexto, en 2017 las pernoctaciones turísticas alcanzaron los 57,6 millones (+7,6% interanual), con el Reino Unido y España como primer y segundo emisores de turistas y con un significativo aumento de los visitantes procedentes de Brasil y EE. UU. Además, el ingreso medio por habitación disponible (RevPAR, por sus siglas en inglés) aumentó hasta los 50,3 euros, un +16,3% con relación a 2016 y nuevo máximo histórico. Así, el turismo se ha convertido en el principal producto de exportación de Portugal y representa el 17,8% de las exportaciones totales.

Evolución en 2018 y perspectivas

En 2018 se espera que el sector del turismo siga registrando nuevos máximos históricos. De hecho, las cifras del primer semestre apuntan en esa dirección: las pernoctaciones totales aumentaron un 0,5% interanual, el número de turistas extranjeros un 1,9% , los ingresos del sector crecieron un 8,9% y el RevPAR se situó en los 44,2 euros, un 7,7% más que en el primer semestre de 2017.

A pesar de estos nuevos máximos, las cifras sugieren una desaceleración del crecimiento de los turistas extranjeros. De hecho, se ha producido una reducción en la entrada de turistas europeos: entre enero y junio de 2018, las llegadas procedentes de importantes emisores como Reino Unido y Alemania disminuyeron en un 6,4% y un 1,1% interanual, respectivamente, y se observaron registros parecidos con países de menor peso, como los Países Bajos y Polonia. En cualquier caso, no hay que exagerar la lectura de estas cifras, dado que el sector suele mostrarse más dinámico en el segundo semestre del año y podría llegar a corregir esta evolución menos boyante.

Además, paralelamente, el turismo interno de los residentes ha ganado en importancia (muestra de la firmeza de la recuperación de la demanda doméstica), aunque su peso es inferior al de los no residentes.[1]

Retos a futuro

Considerada un área económica estratégica, el Gobierno ha creado el Plan Estratégico Nacional del Turismo con el horizonte temporal 2017-2027. Con él, ha identificado cinco grandes retos para la consolidación del sector: i) combatir la estacionalidad, ii) poner en valor el patrimonio y la cultura, iii) descentralizar la demanda, iv) mejorar la cualificación laboral y v) estimular la innovación. Todo ello con un objetivo: alcanzar 80 millones de pernoctaciones y 26.000 millones de euros en ingresos (+7,0% de crecimiento promedio anual) en 2027.

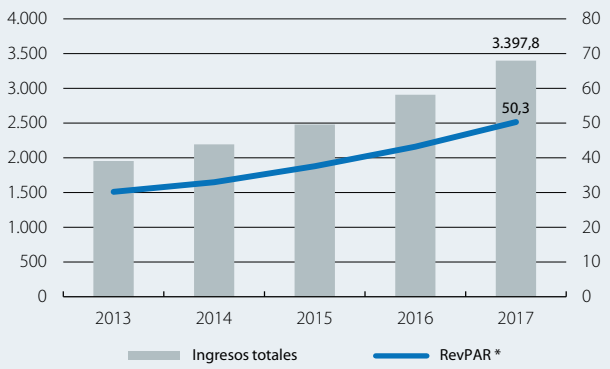
Portugal: principales cifras del sector turístico

	Unidad	2005	2011	2017[1]
Turistas	10^3	11.469,3	13.992,8	20.691,3
Residentes	10^3	5.513,6	6.580,6	7.979,8
No residentes	10^3	5.955,7	7.412,2	12.711,5
% del total	%	51,9%	53,0%	61,4%
Pernoctaciones totales[2]	10^3	35.520,6	39.440,3	57.622,9
Ingresos totales[2]	10^6	1.589,2	1.906,0	3.397,8
Exportaciones turísticas[3]	10^6	6.198,6	8.145,6	14.969,1
% del PIB	%	3,9%	4,6%	7,8%
% de las exportaciones totales	%	14,5%	13,2%	17,8%
Saldo de la balanza turística[3]	10^6	3.744,4	5.172,0	10.668,9
% del saldo de la bal. de servicios	%	82,3%	64,6%	68,3%
Número de establecimientos	unid.	2.012	2.019	5.840
Empleo[4]	10^3	–	286,5	323,3
% del total de la pob. empleada	%	–	6,0%	6,8%

Notas: *1. El número total de turistas en 2017 fue de 24.077,1 millares si se incluyen la hostelería, el turismo rural y el alojamiento local (dato adicional del INE). 2. En establecimientos hoteleros y otros alojamientos. 3. Euros a precios corrientes. 4. Empleo en las actividades de alojamiento, restauración y similares.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y del Banco de Portugal.*

Portugal: ingresos de la hostelería y otros alojamientos

(Millones de euros) *(Euros)*



Nota: ** Ingreso medio por habitación disponible.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

1. La contribución de los no residentes es algo superior al 60%.

Portugal: un mercado inmobiliario en ebullición

El mercado inmobiliario vive un momento de gran dinamismo, bien reflejado en el crecimiento de los precios y las transacciones, así como en una amplia batería de otros indicadores (véase la tabla anexa). ¿Qué elementos están estimulando la demanda y la oferta? ¿Qué tendencia seguirán? Lo analizamos a continuación.

A diferencia de ciclos económicos anteriores, actualmente el crédito doméstico no parece ser el principal motor de esta dinámica. En particular, los datos más recientes (referentes al 1T 2018) muestran que el nuevo crédito hipotecario representa una fracción relativamente pequeña del valor total de las transacciones realizadas en el mercado (en concreto, un 37%, lejos del casi 65% registrado antes de 2010). Por otro lado, a pesar del fuerte aumento de las nuevas operaciones de crédito hipotecario, el *stock* de crédito a la vivienda se está reduciendo, puesto que la amortización de hipotecas todavía supera las nuevas operaciones.[1]

En el ciclo actual, en cambio, la entrada de inversores extranjeros ha tenido un papel clave en la revitalización del mercado inmobiliario portugués. Destacan, especialmente, dos factores: la pujanza de la actividad turística, que ha contribuido al aumento de la actividad de rehabilitación inmobiliaria, y la adopción de medidas para captar inversión extranjera, a través de la atribución de beneficios fiscales muy atractivos y de la concesión de permisos de residencia. Por ejemplo, desde que entró en vigor el programa Golden Visa[2] en octubre de 2012, la compra de viviendas por parte de no residentes ha ascendido a 3.500 millones de euros, aproximadamente el 5% de las transacciones totales realizadas hasta la actualidad en el sector.[3]

Los indicadores referentes a los precios, tras cinco años con tasas de crecimiento positivas, también reflejan un sector en clara expansión. En este caso, la difícil tarea de evaluar la sostenibilidad de los aumentos de precios se ve dificultada por el importante papel que está jugando la inversión extranjera, pero algunos indicadores se han situado recientemente en niveles que podrían sugerir una sobrevaloración de los precios. Por ejemplo, la ratio entre el precio de la vivienda y la renta disponible de las familias o el índice de sobrevaloración del mercado inmobiliario elaborado por el propio Banco Central Europeo[4] han aumentado sostenidamente. Sin embargo, otros indicadores son menos negativos: por ejemplo, el porcentaje de familias para las que el coste total de la vivienda representa más del 40% de la renta disponible se sitúa por debajo del 10% (mientras que el promedio de la eurozona supera este nivel).

Por último, cabe recordar que, a lo largo de la última década, la disminución del número de nuevas viviendas construidas ha creado una brecha entre oferta y demanda que también empuja al alza los precios del sector. Entre 2009 y 2014, el número de viviendas terminadas apenas superó un promedio de 24.000 por año, en comparación a las 60.000 que se finalizaron en 2008. A partir de 2015 se inició una cierta recuperación, pero, en los últimos 12 meses, con datos disponibles hasta marzo de 2018, la cifra de viviendas acabadas todavía se sitúa por debajo de las 10.000. El aumento de las solicitudes para nueva construcción (superando las 15.000) apunta a un incremento adicional en los próximos años. Así, esta dinámica irá reduciendo el desequilibrio existente entre oferta y demanda, lo que debería favorecer una desaceleración moderada del ritmo de crecimiento de los precios a medio plazo. De hecho, esta es la visión que predomina en el sector: una reciente encuesta muestra que los profesionales del sector inmobiliario consideran que los precios continuarán subiendo en los próximos 12 meses a un ritmo fuerte, pero que el ritmo de crecimiento tenderá a estabilizarse alrededor del 5% en los próximos cinco años.[5]

Portugal: indicadores del mercado inmobiliario

	2008	Promedio 2009-2014	Promedio 2015-2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
Indicadores del sector							
Construcción (% del PIB)	13,0%	9,8%	7,6%	8,0%	7,9%	8,1%	8,2%
Const. residencial (% del PIB)	4,7%	3,1%	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%	2,6%
Solicitudes para nueva construcción/viviendas terminadas	77%	65,8%	125,4%	147%	158%	135%	164%
N.º de viviendas comercializadas	–	97.398	117.204	153.292	38.783	42.445	40.716
Valor de las transacciones, millones de euros	–	10.969	13.642	19.338	4.861	5.579	5.423
Precio de la vivienda (nominal, variación interanual)	–6,3%	–1,4%	5,6%	9,2%	10,4%	10,5%	12,2%
Precio de la vivienda (real, variación interanual)	–8,9%	–2,1%	4,1%	7,9%	9,2%	9,2%	–
Medida sobrevaloración de los precios*	–3,5	–10,7	–10,4	–2,3	0,3	–0,3	3,5
Índice de confianza	–	–25,8	32,9	37,3	36,1	33,7	38,2
Indicadores familias							
Tasa de recargo en el coste de la vivienda**	7,6%	7,2%	8,3%	6,7%	–	–	–
Precio de la vivienda/renta disponible (índice)	101,2	97,5	96,9	103,8	106,4	105,8	–
Indicadores de crédito							
Crédito a la vivienda (*stock*), variación interanual	4,1%	–1,4%	–3,6%	–1,8%	–3,0%	–1,8%	–1,7%
Nuevas op. de crédito a la vivienda, variación interanual	–31,9%	–19,4%	51,7%	41,4%	42,8%	46,4%	22,8%
Nuevas op. de crédito/valor de las transacciones	–	46%	33%	38%	39%	38%	37%

Notas: ** Índice elaborado por el BCE en el que valores positivos sugieren sobrevaloración.*
*** Fracción de la población que vive en familias donde el total de costes de la vivienda representa más del 40% de la renta disponible.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Banco de Portugal, INE de Portugal, BCE y Eurostat.*

1. El volumen de amortizaciones aumentó notablemente en 2017 y, según datos del Banco de Portugal, el 50% de ellas correspondieron a reembolsos anticipados que, en la mayor parte, no estaban asociados a la adquisición de una nueva vivienda.
2. Permiso de residencia concedido a no residentes que realicen una actividad de inversión. En el caso de la inversión inmobiliaria, el valor mínimo es de 500.000 euros.
3. El propio Banco de Portugal ha señalado la importancia de la entrada de no residentes en el mercado inmobiliario, especialmente en lo que respecta al incremento en la venta de inmuebles de la cartera del sector bancario y la reducción del crédito improductivo. Véase el Informe de Estabilidad Financiera de junio de 2018 del Banco de Portugal.
4. El índice, calculado a partir de la ratio entre el precio de la vivienda y la renta bruta disponible per cápita, apunta a una ligera sobrevaloración desde finales de 2017.
5. Véase «Portuguese Housing Market Survey», Confidencial Imobiliário.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	04/18	05/18	06/18	07/18	08/18
Índice coincidente de actividad	1,5	2,7	2,8	2,5	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8	...
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	2,5	2,3	0,5	4,4	–2,7	–0,2	–1,7	...
Índicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,7	2,3	3,5	2,1	0,0	0,1	–0,5	0,5	0,9	1,6
Construcción										
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	7,9	19,8	15,6	8,8	10,3	...	...	10,3	...	...
Compraventa de viviendas	18,8	20,5	23,6	15,7	...	...	...	...	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m^2 - tasación*)	3,8	5,0	4,5	5,4	...	...	...	...	...	...
Servicios										
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	10,9	12,1	11,8	10,9	7,5	8,5	7,7	6,2		
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	7,3	13,8	14,8	13,2	14,4	10,5	13,7	18,9	18,3	14,5
Consumo										
Ventas comercio minorista	2,7	4,1	4,1	5,9	2,6	–1,1	5,6	3,2	2,3	...
Matriculaciones de automóviles	1,7	2,4	2,5	2,4	2,1	2,2	2,1	1,9	1,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–11,1	0,5	2,3	2,0	2,8	3,0	4,1	1,3	–1,4	–1,3
Mercado de trabajo										
Población ocupada [1]	1,2	3,3	3,5	3,2	2,4	2,6	2,5	2,8	2,1	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	11,1	8,9	8,1	7,9	6,7	7,1	7,0	6,7	6,8	...
PIB	**1,6**	**2,7**	**2,4**	**2,1**	**2,3**	**...**	**...**	**2,3**	**...**	**...**

Precios

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	04/18	05/18	06/18	07/18	08/18
General	0,6	1,6	1,8	0,9	1,2	0,3	1,4	2,0	2,2	1,3
Subyacente	0,8	1,3	1,6	0,9	0,9	0,1	1,1	1,5	1,8	...

Sector exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	04/18	05/18	06/18	07/18	08/18
Comercio de bienes										
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	0,8	10,1	10,1	6,5	7,3	7,9	7,1	7,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,5	12,6	12,6	10,4	9,8	10,6	8,8	9,8	...	...
Saldo corriente	**1,1**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,0**	**0,4**	**0,6**	**0,0**	**...**	**...**
Bienes y servicios	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,2	3,6	3,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	–2,7	–2,6	–2,6	–2,3	–3,1	–2,8	–3,0	–3,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,7**	**1,9**	**2,1**	**2,3**	**1,9**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [2]

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	04/18	05/18	06/18	07/18	08/18
Depósitos										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	2,1	2,6	4,3	3,5	4,3	4,9	...	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	2,1	2,6	4,3	14,2	15,4	16,2	...	...
A plazo y preaviso	–3,2	–5,8	–4,4	–4,1	–2,9	–3,3	–2,9	–2,5	...	...
Depósitos de AA. PP.	–17,9	1,3	12,1	1,9	–0,8	–5,5	–9,7	12,8	...	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**2,6**	**2,6**	**4,0**	**3,1**	**3,5**	**5,4**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito										
Sector privado	–3,9	–4,0	–3,4	–1,8	–1,8	–1,9	–1,7	–1,6	...	...
Empresas no financieras	–5,6	–6,5	–6,0	–3,1	–3,7	–3,8	–3,6	–3,6	...	...
Hogares - viviendas	–3,3	–3,1	–2,1	–1,9	–1,6	–1,7	–1,6	–1,4	...	...
Hogares - otras finalidades	–0,5	0,9	0,2	3,0	4,1	3,6	4,3	4,5	...	...
Administraciones públicas	–9,4	9,3	22,9	19,0	14,8	16,3	17,4	10,6	...	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–2,4**	**–1,0**	**–1,1**	**–1,2**	**–1,0**	**–1,2**	**...**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**13,3**	**13,0**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

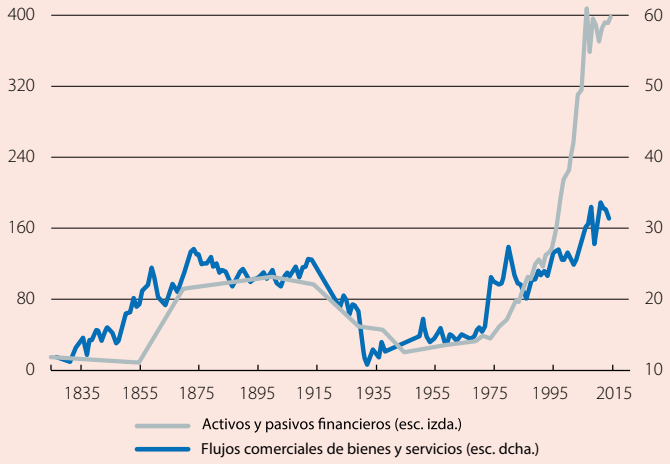
Notas: *1. Estimación INE. 2. Datos agregados del sector bancario portugués y residentes en Portugal. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal, Comisión Europea y Asociación Europea de Productores de Automóviles.*

La globalización en una encrucijada histórica: ¿desglobalización o reglobalización?

La globalización, definida como la integración a nivel mundial de los mercados de bienes, servicios, capitales y personas, es un fenómeno que viene de muy lejos y que tiene todavía mucho margen de recorrido. La mayoría de estudios coinciden en que nos encontramos en las postrimerías de la llamada segunda oleada de globalización y que, en caso de que se produzca un nuevo impulso globalizador, podríamos entrar en la tercera oleada dentro de poco tiempo. Cada oleada se asocia a un proceso de cambio tecnológico concreto: la primera discurrió entre 1870 y la Gran Depresión, y se asocia a la Revolución Industrial; la segunda abarcó desde el fin de la Segunda Guerra Mundial hasta la actualidad y se asocia a la revolución de las TIC, y la tercera, si se produce, estará profundamente condicionada por la revolución digital. Cabe destacar que la globalización se halla actualmente en un punto de inflexión crucial, dado que se enfrenta a retos muy importantes de los cuales dependerá su evolución en los próximos años. Así, debemos tener presente que nos hallamos en una coyuntura bastante inestable y que es perentorio que se acometan los desafíos a los que se enfrenta si queremos transitar hacia una globalización fortalecida.

La globalización ha alcanzado en la actualidad cotas jamás vistas: el índice de la globalización elaborado por el Instituto Económico Suizo está en máximos históricos y tres de sus cuatro patas (bienes, capitales y personas, no así los servicios) también reflejan la magnitud del proceso globalizador. Así, los flujos comerciales totales en porcentaje del PIB superaron en los años setenta el máximo histórico de la primera oleada globalizadora en 1913 de la mano de la liberalización del comercio de bienes y, a pesar de una ralentización en estos últimos años atribuida a factores cíclicos (la Gran Recesión) y estructurales (fragmentación de algunas cadenas de valor global), continúan exhibiendo niveles considerables. En cambio, los servicios continúan siendo la gran asignatura pendiente: a pesar de que su porcentaje sobre el total de las exportaciones ha pasado de un 9% en 1970 al 25% actual, las trabas regulatorias siguen siendo elevadas en muchos sectores (como los servicios financieros y las telecomunicaciones). Muchos economistas han sugerido[1] que se establezcan tratados de libre comercio más ambiciosos para impulsar el comercio en servicios, lo cual sería especialmente deseable toda vez que el cambio tecnológico está facilitando a muchos servicios exportarse e importarse con mayor facilidad. En cuanto a la pata financiera, esta muestra unos niveles muy elevados de integración, a pesar de una ligera ralentización tras la crisis financiera que ha retraído los flujos de capital bancario.

Globalización comercial y financiera



Nota: *Los flujos comerciales no cubren todos los países del mundo, ya que corresponden a una muestra fija de países de los cuales hay datos desde 1825.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Pagos Internacionales.*

La globalización en el ámbito de las personas también es clave y ha adquirido una gran importancia en el debate público tanto por su impacto económico como por el drama humano de las crisis de refugiados (33.000 migrantes perdieron la vida entre el 2000 y 2017 en el Mediterráneo para llegar a Europa según Naciones Unidas). Aunque el porcentaje de migrantes sobre la población total se ha mantenido estable alrededor del 3% en los últimos 100 años, en términos absolutos los migrantes han crecido hasta los 244 millones actuales, de los cuales el 19% residen en EE. UU. y el 23% en la UE. La mayor parte de los flujos han sido desde países emergentes hacia países desarrollados y el 40% de los migrantes poseen estudios universitarios, en un contexto de competición por el talento global que ha provocado una fuga de cerebros notable entre las economías emergentes.

Realizado este somero repaso por los distintos componentes de la globalización, es preciso analizar cuáles son los retos a los que se enfrenta hoy en día. Un primer reto es fortalecer las grandes instituciones globales (el FMI, el Banco de Pagos Internacionales o BPI y la OMC) que se crearon tras la Segunda Guerra Mundial y que han apoyado la actual oleada globalizadora. El FMI, por ejemplo, debería modernizar sus mecanismos de gobernanza corporativa para dar un mayor peso a las economías emergentes, las cuales han crecido de forma espectacular gracias, precisamente, a la globalización. En este sentido, es difícilmente justificable que los países de la OCDE tengan un poder decisorio del 64% en el Fondo, cuando solo representan el 46% del PIB mundial, y que China tenga una cuota de solamente el 6% cuando su peso en la economía global es ya del 19%. En cuanto al BPI, la mayor interconexión del ciclo financiero a nivel global sugiere un papel más activo de este y otros organismos financieros en favor de una

1. Véase Staiger, R. y Sykes, A. (2016), «The Economic Structure of International Trade-in-Services Agreements», NBER Working Paper.

mayor coordinación en política monetaria y macrofinanciera. Finalmente, la OMC debería jugar un papel más relevante a la hora de promover una integración más armónica de China en el comercio mundial.

Un segundo reto es lograr una mejor distribución de los beneficios globales. Es importante recalcar que la globalización de las últimas décadas ha tenido un efecto agregado positivo: ha permitido salir de la pobreza a millones de personas en los países emergentes y en las economías avanzadas ha generado ganancias de bienestar sustantivas gracias a que los consumidores han podido disfrutar de una cesta más variada de bienes de consumo y a precios más asequibles. Sin embargo, es de justicia añadir que, a pesar de estos beneficios, la globalización también ha perjudicado a algunos sectores concretos: según los economistas del MIT Acemoglu y Autor,[2] el 10% de la destrucción de puestos de trabajo en el sector manufacturero estadounidense entre 1999 y 2011 (hablamos de 560.000 puestos de trabajo) se debió a la mayor competencia comercial con China. De todos modos, uno debe preguntarse por qué el debate sobre un modelo de globalización más inclusivo que logre compensar a los perdedores y evitar su exclusión de la nueva economía está hoy más candente que nunca. La respuesta es que, cuando una economía está poco globalizada, el beneficio de una mayor integración es elevado, dado que el incremento de la renta real agregada de la economía es muy pronunciado. En cambio, cuando la globalización ya está en un estado más avanzado, el margen para aumentar el tamaño de la tarta es más pequeño y, en cambio, la importancia relativa de las pérdidas de los sectores perjudicados aumenta. De ahí la importancia creciente de impulsar medidas como políticas activas en el mercado laboral o de protección de rentas durante el desempleo a los perjudicados por el proceso de cambio.

Finalmente, un tercer reto de la globalización pasa inextricablemente por adoptar mecanismos que contribuyan a que el proceso de cambio tecnológico que estamos presenciando sea exitoso e inclusivo. Claramente, la revolución digital obligará a reformular el actual proceso globalizador y operarán fuerzas en direcciones dispares: por un lado, la robotización puede reducir dramáticamente el ritmo de las deslocalizaciones (según Deloitte, se espera que el coste de un robot represente el 10% del coste de un empleado *onshore* frente al 35% de un empleado *offshore*), pero, por el otro, la mayor escalabilidad de la producción a nivel global puede generar la aparición de superempresas globales con potenciales efectos negativos sobre la competencia y también sobre el ritmo de innovación.

Si la globalización y sus instituciones no acometen estos retos con premura, podrían coger más fuerza opciones políticas populistas que abogan por dar marcha atrás a la globalización. Diversos estudios[3] muestran que ya han empezado a recoger los primeros frutos: tanto en EE. UU. como en la UE, en aquellas áreas más perjudicadas por el aumento de las importaciones provenientes de China, el apoyo a los partidos populistas ha aumentado con mucha más fuerza. Tanto es así que algunos politólogos ya se aventuran a afirmar que el debate político tradicionalmente centrado en el eje izquierda-derecha se trasladará a una pugna encarnizada entre globalistas y populistas.

Antes de concluir, es importante analizar cómo descarriló la primera oleada de la globalización para ver si podemos extraer algunas enseñanzas. La involución empezó a finales del siglo XIX cuando los gobernantes del momento decidieron ceder ante las presiones de algunos sectores muy concretos (como los *lobbies* agrícolas) que exigían un aumento de los aranceles. En paralelo, países como EE. UU., Canadá, Australia y Argentina no supieron gestionar con acierto las migraciones masivas provenientes de Europa, lo que les acabó llevando a cerrar sus fronteras en la segunda década del siglo XX. Algunos autores[4] consideran que el sentimiento antiglobalización de muchos sectores de la población fue uno de los factores que condujo a la Primera Guerra Mundial entre 1914 y 1918. Finalmente, la Gran Depresión le dio la estocada final a la primera oleada: los países reaccionaron implementando políticas proteccionistas a gran escala, lo que provocó un agravamiento sustancial de la crisis económica de 1929, con amplias repercusiones globales. No en vano, según el economista Jakob Madsen,[5] los volúmenes de comercio real a nivel global se contrajeron un 33% entre 1929 y 1932, de los cuales casi dos terceras partes fueron causadas por las políticas proteccionistas que se implementaron.

En definitiva, en este artículo hemos constatado que la globalización se enfrenta a una encrucijada histórica y que es ahora el momento de acometer los retos pendientes que la han puesto en entredicho. Lo cierto es que somos moderadamente optimistas: el actual sistema de gobernanza global dispone de un amplio abanico de instrumentos para forjar una globalización más moderna e inclusiva. Pero si no se avanza por esa senda, corremos el riesgo de que la sombra del pasado se convierta en la pesadilla del presente. De todos depende no tropezar dos veces con la misma piedra.

Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

2. Véase Acemoglu, D. *et al.*, (2016), «Import competition and the great US employment sag of the 2000s», Journal of Labor Economics.
3. Véase Colantone, I. y Stanig, P. (2017), «The Trade Origins of Economic Nationalism: Import Competition and Voting Behavior in Western Europe», American Journal of Political Science.
4. Véase Bordo, M. (2017), «The Second Era of Globalization is Not Yet Over: An Historical Perspective», NBER Woking Papers.
5. Véase Madsen, J. (2001), «Trade barriers and the collapse of world trade during the Great Depression», Southern Economic Journal.

Los beneficios y los costes de la globalización

Cuando Marco Polo llegó a China en el siglo XIII a través de la Ruta de la Seda, encontró una tierra próspera donde la agricultura y la industria florecían de la mano del comercio, apoyado a su vez en un vasto entramado de carreteras, puentes y canales. La riqueza per cápita de los chinos excedía con creces la de los europeos, como ilustra el hecho de que la producción de acero de China fuera cinco veces superior a la de Europa. Sin embargo, a principios del siglo XV, en el zénit de su prosperidad, la dinastía Ming dio un giro radical a la política económica del país aislándolo del exterior y oprimiendo, con ello, su capacidad de innovación. Cuatro siglos después, China se había quedado atrás y Europa, más abierta, rica y poderosa, iniciaba su etapa colonialista del país asiático.

En tiempos como los actuales, en los que han surgido voces que claman a favor de un mayor proteccionismo, es más necesario que nunca entender los beneficios y los costes de la globalización.

Beneficios de la globalización sobre el crecimiento económico

La literatura económica identifica varios canales a través de los cuales el fenómeno de la globalización afecta al crecimiento económico y, con ello, a nuestro bienestar. El primer canal se conoce como «difusión del conocimiento» (*knowledge spillover* en inglés) y alude a los beneficios de que el conocimiento adquirido en un país pueda ser usado en otros países.[1] Los flujos globalizadores (como las transacciones comerciales o los movimientos migratorios) permiten la difusión de nuevas ideas, que, a su vez, favorecen mejoras de productividad en los países receptores de dichos flujos y también en países terceros y, en consecuencia, mejoras del bienestar global. Una característica que hace que este canal sea especialmente relevante es que el conocimiento es un factor de producción que puede ser usado simultáneamente por distintas personas en diferentes países (es un factor no rival, en términos económicos).

En segundo lugar tenemos el «efecto escala», que se deriva del mayor tamaño de mercado que representa un mundo más global. En concreto, la globalización concede un mayor campo de juego a las empresas para explotar sus ideas. Así a los beneficios procedentes de las ventas locales se añaden los de las ventas al exterior. Este mayor tamaño de mercado incentiva a las empresas a crecer y a adquirir mayores conocimientos, lo cual aumenta la productividad del país y, con ello, el crecimiento económico. Este efecto, no obstante, tiene una contrapartida directa y es que, a nivel local, en esta economía más globalizada, el mayor beneficio que pueden obtener las empresas fruto de una mayor demanda puede ser contrarrestado por la pérdida de cuota de mercado ante la competencia de las empresas extranjeras. Ello da lugar al «efecto competencia» de la globalización, y, contrariamente al efecto escala, puede desincentivar la obtención de mayores conocimientos por parte de algunas empresas. Esto ocurre, por ejemplo, cuando las empresas locales, al perder cuota de mercado y por tanto obtener menores beneficios, tienen menos fondos para invertir en I+D. En la misma línea, a nivel mundial, una mayor globalización también puede acabar conllevando una mayor concentración de empresas y, en consecuencia, menores tasas de inversión.

Por otro lado, un entorno más global aumenta la variedad de productos disponibles para los consumidores, puesto que ahora tienen acceso a los productos extranjeros, lo que incrementa su bienestar («ganancias de la variedad»). Finalmente, los economistas han identificado un último canal, conocido como «difusión tecnológica». El vínculo que relaciona globalización, tecnología y crecimiento se articula de la siguiente forma: en una economía globalizada, las empresas están obligadas a utilizar una tecnología igual o superior a la de sus competidoras globales. Así, la mayor competencia comporta que solo aquellas empresas que operan con un nivel tecnológico puntero sobrevivan; la confluencia de estos elementos conlleva que los nuevos entrantes del mundo más global sean más avanzados desde el punto de vista tecnológico que los provenientes de un mundo con solo competencia a nivel local, lo cual implica un mayor bienestar en un mundo globalizado.

Aunque hayamos identificado los distintos canales que vinculan globalización y crecimiento económico, no podemos asegurar que el impacto de la primera sobre el segundo sea positivo, puesto que aunque la mayoría de efectos van en esa dirección, el «efecto competencia» va en detrimento de una mejora del bienestar. Asimismo, la relevancia de esta relación también debe ser testeada: podría suceder que, aun encontrando un efecto positivo, fuera poco relevante desde el punto de vista económico.

Pues bien, numerosos estudios empíricos que tienen en cuenta los distintos canales que hemos desgranado muestran que el efecto total sobre el crecimiento económico es positivo y de una magnitud relativamente elevada. En concreto, en un estudio de referencia, y con información de 150 países, Frankel y Romer demuestran cómo incrementos en los flujos comerciales de las economías conducen a aumentos importantes de la renta real per cápita de dichas economías. En concreto, un incremento del comercio internacional en porcentaje del PIB de 1 p. p. se traduce en un incremento de la renta per cápita del 0,9%, impacto que en España supondría un aumento de 225 euros en el PIB per cápita y, en Portugal, un aumento de 170 euros.[2] Weinstein y Broda, por su parte, identifican que la variedad de las importaciones de

1. Véase Grossman, G. M. y Helpman, E. (1990), «Trade, Innovation, and Growth», The American Economic Review 80, n.º 2: 86-91. Y, también, Grossman, G. M. y Helpman, E. (1991), «Trade, Knowledge Spillovers, and Growth», European Economic Review 35, n.º 2-3: 517-526.
2. El comercio internacional se aproxima con la ratio de importaciones más exportaciones sobre el PIB. Véase Frankel, J. A. y Romer, D. H. (1999), «Does Trade Cause Growth», American Economic Review 89, n.º 3: 379-399.

EE. UU. se multiplicó por cuatro entre 1972 y 2001, y que esta mayor variedad comportó una mejora notable en el bienestar de los ciudadanos estadounidenses.[3]

Los perdedores de la globalización en los países avanzados

A pesar de las probadas mejoras sobre el bienestar que se derivan del fenómeno de la globalización, puede ocurrir y, de hecho, ocurre, que este mayor bienestar no se distribuya de manera equitativa entre todos los individuos: algunos no solo no se benefician sino que salen perjudicados. Son los perdedores de la globalización.

Numerosos estudios han analizado los efectos nocivos de este fenómeno. En particular, se han investigado de manera muy extensa los efectos de la globalización sobre el mercado laboral y, en concreto, los efectos adversos que acarrea sobre algunos grupos de trabajadores de los países avanzados.

En este caso, también podemos identificar distintas vías de afectación. La principal surge del aumento de la competencia directa que sufren ciertos grupos de trabajadores (en general, poco cualificados) ante la posibilidad para las empresas de los países desarrollados de deslocalizar parte de su producción en los países emergentes (con unos costes laborales mucho menores). Ello puede comportar la reducción de la demanda de trabajadores locales y, por ende, de su salario.

Existe un efecto que ejerce cierto contrapeso, no obstante, a esta situación desfavorable: la empresa que se decanta por la opción del *offshoring* (ya sea vía deslocalización, ya sea vía contratación externa) podrá disminuir sus costes y aumentar así su productividad. Ante esta situación, los incentivos de la empresa para expandirse crecerán, lo cual puede incrementar la demanda de trabajadores (tanto cualificados como no cualificados) en el país de origen y, con ello, su remuneración. Por último, esta disminución de costes de las empresas que optan por el *offhsoring* conduce a una disminución de los precios de los bienes y servicios finales producidos por dichas empresas, lo cual supone un aumento de los salarios reales de todos los trabajadores locales.

Llegados a este punto, y para valorar la relevancia de tales costes, de nuevo recurrimos a lo que nos muestran los análisis empíricos, entre los que destacan los desarrollados por el economista del MIT David Autor. En uno de sus artículos más notorios, «El síndrome de China», advierte de un notable impacto negativo sobre algunos grupos de trabajadores estadounidenses por el fuerte aumento de las importaciones procedentes del país asiático con posterioridad a su entrada a la Organización Mundial del Comercio en 2001.[4] Así, los trabajadores de regiones de EE. UU. que producían un elevado porcentaje de bienes directamente expuestos a la competencia china (como bienes electrónicos o textiles) sufrieron importantes disminuciones salariales y un aumento del paro. A modo ilustrativo, el empleo manufacturero (en porcentaje del total de la población) disminuyó en 5 p. p. entre 1991 y 2007, y sus estimaciones indican que la mayor exposición a las importaciones chinas fue responsable de la mitad de este deterioro. En la misma línea, estudios parecidos muestran rebajas salariales reales de hasta el 12% ante una mayor exposición al comercio internacional en EE. UU.[5]

Más allá de los costes en el ámbito laboral, algunos estudios se han centrado en las consecuencias negativas sobre el estado de salud de los trabajadores. La pérdida de empleo o la reducción de los salarios pueden derivar en situaciones de depresión. Asimismo, para aquellos trabajadores que no han sufrido la pérdida de su empleo e incluso han podido mantener su remuneración intacta, la nueva situación de mayor competencia que sufren sus empresas puede afectar de manera sustancial a su jornada laboral (tanto en términos de tareas como en términos de horarios) y desembocar en situaciones de estrés laboral.[6]

En definitiva, la globalización es capaz de mejorar el bienestar del conjunto de los países a través de mejoras de productividad, disminución de precios y aumentando la variedad de productos de los que podemos disfrutar. Sin embargo, genera costes de ajuste importantes sobre aquellos trabajadores que más sufren la competencia directa de los nuevos flujos globalizadores.

Sus acérrimos detractores se han centrado en remarcar estos últimos costes, mientras que sus claros defensores a veces solo han subrayado sus beneficios. Ninguno de ellos miente, pero tampoco cuenta toda la verdad. Y las verdades parciales no valen ante un fenómeno que no ha parado de crecer en las últimas décadas y que nos afecta de manera directa. Conocer los beneficios y los costes que acarrea la globalización es esencial para decidir qué globalización queremos de hoy en adelante.

Clàudia Canals
CaixaBank Research

3. Véase Broda, C. y Weinstein, D. E. (2006), «Globalization and the Gains from Variety», The Quarterly Journal of Economics 121.2: 541-585.
4. Véase Autor, D. H., Dorn, D. y Hanson, G. H. (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States», American Economic Review 103, n.º 6: 2121-68.
5. Véase Ebenstein, A., Harrison, A., McMillan, M. y Phillips, S. (2014), «Estimating the Impact of Trade and Offshoring on American Workers using the Current Population Surveys», The Review of Economics and Statistics 96(4).
6. Véase Italo, C., Crinò, R. y Ogliari, L. (2015), «The Hidden Cost of Globalization: Import Competition and Mental Distress». Y, también, Autor *et al*. (2013), referenciado en la nota 4.

El envite del *America first* a la globalización: ¿amenaza u oportunidad?

Es harto improbable que los nombres de Reed Smoot y Willis C. Hawley le resulten familiares al lector contemporáneo. Y, sin embargo, la ley que lleva su nombre representó en 1929 la introducción masiva, en unos 20.000 productos importados, de aranceles en EE. UU. Mientras el mundo asistía atónito a cómo un *crash* bursátil daba paso a una caída inesperada del ritmo de actividad económica, la reacción de la mayoría de países al arancel Smoot-Hawley fue responder con sus propias medidas arancelarias, lo que contribuyó a que una recesión que podría haber sido «normal» se convirtiese en otra extraordinariamente lesiva. Pocos años después, la Segunda Guerra Mundial daba el golpe de gracia al sistema internacional.

Sobre sus cenizas, y bajo el liderazgo incontestable de EE. UU., se erigió la actual arquitectura de gobernanza mundial, lo que se conoce como el orden internacional liberal: un conjunto de reglas y valores materializados en una serie de instituciones cuyo fin último era garantizar la estabilidad macroeconómica a nivel global. Así, tras la Segunda Guerra Mundial, se crearon un conjunto de organismos económicos y financieros (el FMI; el Banco Mundial; el GATT, antecesor de la actual Organización Mundial del Comercio, o el embrión de la futura OCDE), se reconvirtieron otros (Banco de Pagos Internacionales) o se auspiciaron nuevos proyectos (como la CEE, que daría lugar a la actual UE) que configuraron un marco común de valores compartidos. Dicho marco incluía, por ejemplo, creencias como que la posibilidad de exportar, importar e invertir no debía derivar del poder político de los países, que el crecimiento de otros países no era un juego de suma cero y que los derechos de propiedad (incluido el de propiedad intelectual, condición necesaria esta para la difusión internacional del conocimiento) debían ser protegidos. Materializar estos valores en buenas prácticas implicaba, por citar los elementos más básicos, que el sistema proporcionase mecanismos comunes para realizar las transacciones comerciales y financieras internacionales, que existiera un sistema de conversión de divisas prácticamente universal o que se definieran mecanismos para establecer, calcular y controlar los aranceles y las reglas aduaneras. Pero el sistema también definía órganos e instancias donde resolver las diferencias entre los socios (en particular, las comerciales), establecía mecanismos de armonización técnica y ofrecía esquemas de protección frente a ciertos riesgos (naturales, macroeconómicos y financieros), desde la ayuda humanitaria de emergencia hasta la provisión extraordinaria de liquidez entre bancos centrales.

Pues bien, toda esta arquitectura institucional está siendo cuestionada. ¿Y por quién? Paradójicamente, por el socio fundador, EE. UU. Bajo el lema de *America first*, la actual Administración estadounidense ha emprendido lo que parece ser un profundo replanteamiento del orden liberal mundial: si, hasta la fecha, el enfoque estratégico internacional de EE. UU. era multilateral y se basaba en el cumplimiento de reglas, ahora parece pretender establecer una filosofía bilateral, que analiza cada caso bajo una perspectiva coste-beneficio (económica, pero también política).

Repasemos lo que se ha puesto sobre la mesa hasta la fecha, aunque este es un ámbito en constante evolución y quizás cuando el lector lea este artículo pueden haberse anunciado nuevas medidas. Desde el mismo arranque de la nueva Administración, EE. UU. ha abandonado el Acuerdo Transpacífico (TPP, por sus siglas en inglés), se ha autoexcluido del Acuerdo de París sobre el cambio climático, no ha renovado su participación en el Tratado de no proliferación nuclear con Irán (recuperando el esquema de sanciones), ha iniciado una ambiciosa (aunque poco realista) revisión del NAFTA y ha puesto en duda, si no la propia OTAN, sí su compromiso militar y financiero con la alianza. Además, ha cuestionado la Organización Mundial del Comercio y ha abandonado el Consejo de Derechos Humanos de las Naciones Unidas.

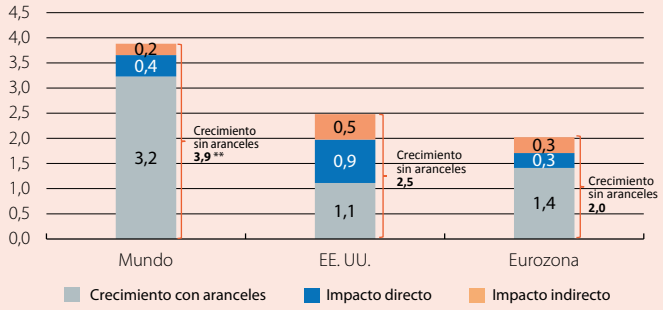
Esta retahíla de decisiones se ha visto acompañada por una progresiva amenaza (y, en algunos casos, por la aplicación efectiva) de imponer aranceles a los bienes importados. En enero de 2018, EE. UU. aplicó aranceles a las lavadoras y a los paneles solares importados. Poco después, en marzo, anunció su intención de aplicar aranceles sobre las compras de acero y aluminio, y sobre una amplia variedad de productos chinos. Además, ha amenazado, en diferentes momentos, con aplicar aranceles sobre los automóviles o, incluso, sobre la totalidad de las importaciones chinas. Si se llegasen a aplicar estas dos medidas (aranceles sobre los automóviles y sobre la totalidad de importaciones chinas), una tesitura que se nos antoja poco probable (aunque nada puede descartarse con rotundidad), el arancel promedio de EE. UU. pasaría de un 1,7% a un 6,5%, un nivel no visto desde principios de los años setenta. En la actualidad, y como respuesta a los aranceles efectivamente aplicados, los socios comerciales de EE. UU. han empezado a mover ficha estableciendo medidas similares: desde principios de julio, Canadá, México, la UE y China ya aplican aranceles sobre algunas de sus importaciones de EE. UU. para compensar, parcialmente por el momento, los nuevos aranceles estadounidenses.

¿Podrían mutar estas escaramuzas (llamarles guerra comercial todavía es discutible) en algo más serio y acabar penalizando al crecimiento mundial? Los canales por los que operaría un *shock* de estas características son dos, uno directo y el otro indirecto. El directo se materializaría a través de la reducción de los flujos comerciales, la disrupción de las cadenas globales de suministro y el aumento de los precios de los bienes importados. El indirecto operaría mediante el empeoramiento de la confianza empresarial y del consumidor, y el endurecimiento de las condiciones financieras.

Los ejercicios cuantitativos que se han llevado a cabo tienden a confirmar que, si el proteccionismo se mantiene en los niveles actuales, o incluso en cotas algo superiores, su impacto sobre el crecimiento mundial debería ser contenido. Pero la situación cambiaría si el nivel de protección arancelaria aumentase de forma apreciable (situándose en la zona alta de las amenazas de la Administración estadounidense). Así, según cálculos de CaixaBank Research, que utilizan como punto de partida estimaciones proporcionadas por el Banco de Inglaterra, un incremento mutuo de 10 p. p. de los aranceles entre EE. UU. y sus socios comerciales que durase tres años (2018-2020), reduciría el crecimiento mundial, en ese mismo periodo, del 3,9% de media anual previsto al 3,2%. Esta merma, de magnitud relativamente elevada, se debería en mayor medida al efecto directo, cuyo impacto sería aproximadamente el doble que el del canal indirecto. Con todo, no hay que perder de vista que el impacto indirecto puede tomar formas diversas, algunas de ellas potencialmente muy lesivas para el crecimiento. Siendo este el impacto global, EE. UU. quedaría especialmente mal parado en este escenario, ya que su 2,5% de crecimiento anual promedio esperado en la actualidad para el periodo 2018-2020 se reduciría a un magro 1,1%. La eurozona, por su parte, sufriría algo menos, creciendo un 1,4% en caso de *shock* comercial, frente al 2,0% esperado en la actualidad.

Impacto de un giro proteccionista sobre el crecimiento anual promedio del PIB en 2018-2020 *

(%)



Notas: ** El impacto directo se obtiene a partir de un incremento mutuo de 10 p. p. en los aranceles entre EE. UU. y sus socios comerciales durante tres años. El impacto indirecto procede de unas condiciones financieras más restrictivas y de un aumento de la incertidumbre. Se asume que la política monetaria global se mantiene sin cambios en los próximos cinco años. Estimaciones basadas en simulaciones del Banco de Inglaterra.*

*** La diferencia entre el total y la suma de los componentes se debe al redondeo del segundo decimal.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Inglaterra y el FMI.*

Se trata, reiterémoslo, de un escenario adverso para la economía global. Los niveles de aranceles resultantes del mencionado aumento de 10 p. p. implicarían una situación que se acercaría a la de principios de los años cincuenta del siglo pasado, cuando el GATT apenas había empezado sus rondas de desarmamiento arancelario. Pero incluso si la situación no escala este nivel de gravedad y el impacto a corto plazo acaba siendo relativamente poco lesivo, ello no implica que las consecuencias a medio y largo plazo para la arquitectura institucional global no vayan a ser significativas. Una forma de explorar esta *terra incognita* es construir escenarios que integren algunas de las características esenciales del sistema internacional, y de sus actores, que están en flujo en la actualidad. Adentrémonos en el futuro apropiándonos, como pequeña licencia, del lema de la Administración estadounidense y ofrezcamos tres visiones de lo que podría estar por venir.

Globalization first. Imaginémonos que se leen adecuadamente los riesgos que entraña la situación actual y se reacciona en consonancia. Ahora movámonos una década hacia delante, ¿qué veríamos? Una posibilidad es que nos estuviéramos adentrando de forma decidida en lo que los historiadores del futuro denominarían la tercera oleada de la globalización (tras la primera, que sucumbió en la década de 1930, y la que hipotéticamente se cerró con el *America first*). La renovación de la globalización habría venido de la mano de cambios profundos en el funcionamiento institucional, que darían mayor voz a los nuevos poderes globales (China, pero también otros poderes medianos como Rusia, India y Brasil) y que habrían abierto la agenda a nuevos ámbitos de globalización, con el desarrollo del ámbito agrario (demanda largamente desatendida de África y otras regiones exportadoras), un reajuste de la dimensión de la globalización financiera (que mejora la coordinación internacional) y una intensificación del comercio de servicios (reclamado por los países avanzados). La reforma institucional también debería permitir recuperar su papel de foro de resolución de competencias y aplicar de forma efectiva la defensa de la propiedad intelectual. Esta globalización potenciada también habría reforzado su sostenibilidad mediante el acomodo de los focos de inestabilidad de años anteriores gracias a fórmulas creativas de compensación de los que se percibían como los «perdedores» de la globalización, bien fuesen ciudadanos o países. Todo ello debería permitir que la agenda populista perdiese garra. El orden mundial, en este escenario, seguiría bajo el liderazgo político y económico de EE. UU., pero la unipolaridad que siguió a la Caída del Muro quedaría muy lejos.

America first, America out. Aquí nos vamos alejando de escenarios *win-win*, en los que todos ganan. Un posible relato sería como sigue. Fruto del *America first* y de la estrategia que antes hemos denominado de bilateralismo coste-beneficio, EE. UU. habrá ido intensificando su giro aislacionista, una tentación permanente en la política exterior norteamericana desde el siglo XIX. Pero el resto del mundo no avanzaría por la misma senda: cuando los países se relacionasen con EE. UU. no tendrían más remedio que entrar en la lógica bilateral, pero para el resto de casos continuaría operando la globalización, cuyas raíces económicas seguirían siendo profundas. En su estadio final, este escenario implica que, a una escala menor, operaría una versión modificada de la globalización actual. Para que esta sea un éxito, los problemas antes mencionados (institucionales y redistributivos, en esencia) deberían ser solventados, probablemente con soluciones que remiten al primer escenario presentado. Dado que el aislacionismo de EE. UU. implicaría una más que probable disminución de la prosperidad y, por extensión, del peso económico del país estadounidense, bajo este escenario el sistema bascularía hacia una multipolaridad más acusada, con una multiplicidad de actores, con China posiblemente a la cabeza, y probablemente secundada por la UE como defensor de la nueva globalización y por una miríada de poderes medianos. La principal complejidad de este escenario es la transición de la actual situación hacia el nuevo equilibrio; al fin y al cabo, en materia de relaciones internacionales la historia nos recuerda que querer y poder no es en absoluto lo mismo. En la década de 1930, el único país con capacidad de ejercer un liderazgo estabilizador era precisamente el que no deseaba hacerlo, mientras que el que lo intentó no tenía capacidad efectiva (el lector habrá adivinado que hablamos de EE. UU. y Reino Unido, respectivamente). Lo complicado de la transición se vería intensificado por la necesidad de acometer un cambio profundo del funcionamiento económico de la actual globalización, desde la reconfiguración de las cadenas globales de producción a una escala diferente hasta la capacidad de suplir el papel fundamental de EE. UU. en materia de globalización financiera.

America first, Europe first, China first. En esta hipótesis, el elemento central es la fragmentación efectiva del funcionamiento económico y político mundial. A fin de proporcionar una imagen que condense la esencia del escenario, podemos pensar en una globalización mercantilista, en la cual cada centro (EE. UU., Europa y China) se integraría con su *hinterland* natural, acompañado de ciertos campeones regionales, como podrían ser Brasil o India. Aunque pueda parecer una opción subóptima pero no desastrosa, lo cierto es que implicaría una economía claramente menos eficiente, con una escala más pequeña y con un proceso de transición incluso más complejo que el del escenario anterior. Además, como sucedió con el mercantilismo histórico de los siglos XVII y XVIII, sería un sistema poco estable y tendente a la confrontación entre bloques.

¿Suenan estos escenarios lejanos poco plausibles, quizás dramáticos en exceso? Por supuesto, así tiene que ser. Todos nosotros somos hijos de una etapa larga de prosperidad y paz, y pensar en sacrificar uno de los instrumentos clave de este resultado, el orden institucional liberal, se nos antoja incomprensible. Por el bien común hay que confiar en que las amenazas que ahora se ciernen sobre la globalización se conviertan en un proceso constructivo que acabe conduciendo a una versión potenciada y sostenible de sí misma. No en vano, y en esto el consenso de los economistas es prácticamente unánime, el libre comercio es el instrumento de creación de prosperidad global más poderoso que existe. Su defensa, que no implica santificarlo sino extraer de él todo su potencial, requiere la reforma del sistema institucional que le da cobertura y mejorar los equilibrios entre los ganadores y los perdedores de la globalización, incluso si esto comporta dar satisfacción mínima a demandas no siempre bien formuladas. Pero reformar el edificio es muy distinto de demolerlo, como recuerda la aciaga historia de la Gran Depresión. En 1930 eran conscientes de que el arancel Smoot-Hawley iba a torpedear la prosperidad futura: en mayo de aquel año, 1.028 economistas americanos firmaron una declaración pidiendo su veto. De nada sirvió. Repetir el pasado es triste, pero cuando se trata de reincidir en errores del calado de los que aquí mencionamos es imperdonable. No debería suceder.

Àlex Ruiz
CaixaBank Research

Los retos de la globalización financiera

Desde los años ochenta, el mundo ha sido testigo de un proceso de globalización financiera sin precedentes como ilustra, por ejemplo, el importante aumento de los flujos de capital que se ha producido tanto en los países avanzados como en los emergentes. En los últimos años, además, junto a la aceleración de los flujos financieros se han producido una serie de cambios notables que obligan a pensar cuáles son los retos que esta nueva etapa de globalización financiera comporta. A fin de ordenar una cuestión amplia y compleja, en el presente artículo se presentan, en primer lugar, dichos cambios, para después proporcionar una visión de conjunto de las consecuencias económicas y financieras que pueden conllevar.

Un punto de partida natural es plantearse cuáles son los beneficios que comporta una mayor integración financiera global. En general, la globalización financiera conlleva importantes beneficios para la actividad económica.[1] Concretamente, la apertura financiera, además de apoyar el comercio internacional, contribuye a que la asignación global del capital sea más eficiente, a la vez que proporciona oportunidades para diversificar los riesgos y obtener mayores retornos.[2] El aumento del comercio internacional que se ha producido en los últimos años, por tanto, ha seguido favoreciendo que la globalización financiera también prosiguiera. Sin embargo, ello ha ido acompañado por un cambio muy notable, y que la ha impulsado todavía más: la creciente interconexión de la política monetaria a nivel mundial, y que ha dado renovado protagonismo a las entidades financieras globales. Todo ello introduce complejidad en la forma que opera la globalización financiera.

Así, y por lo que se refiere al primero de estos desarrollos, se constata que, a raíz de los cambios que ha experimentado la política monetaria en el contexto de la respuesta de los países avanzados ante la Gran Recesión (con la extensión de la expansión monetaria a cotas con escasos precedentes históricos), los *spillovers* entre los bancos centrales principales y los de la periferia se han incrementado.[3] Una de las consecuencias de esta dinámica es que limita la capacidad de las autoridades monetarias de las economías más pequeñas a llevar a cabo una política monetaria acorde con las necesidades domésticas. De este modo, cuando las condiciones financieras globales se vuelven más acomodaticias, por ejemplo tras una reducción del tipo de interés por parte de la Fed de EE. UU., se suelen producir fuertes entradas de capital en aquellas economías con una política monetaria más restrictiva. Estas entradas de capital pueden acabar relajando las condiciones financieras del país más allá de lo deseable y, así, sobrecalentar la economía y generar desequilibrios macrofinancieros.

El temor, expresado en numerosas ocasiones por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), es que este mecanismo de transmisión sea especialmente relevante en la coyuntura actual, dado que las medidas de política monetaria no convencionales llevadas a cabo por los bancos centrales de las principales economías avanzadas desde la crisis financiera han generado una importante abundancia de liquidez a nivel global, la cual se ha dirigido hacia otras economías en búsqueda de mayores retornos. Ahora que el tono de la política monetaria de los principales bancos centrales está empezando a cambiar, con el proceso de normalización monetaria en marcha en EE. UU. y Europa, algunas economías emergentes podrían verse en apuros si este proceso no se lleva a cabo de forma muy gradual.[4]

El mayor protagonismo de las entidades financieras globales es el segundo de los desarrollos destacados de la actual etapa de globalización financiera. Estas instituciones financieras globales operan en muchos países del mundo a través de sucursales y filiales y, a través de esta presencia internacional, pueden obtener recursos en los principales centros financieros mundiales con unas condiciones crediticias más favorables –dado que pueden conseguir financiación directamente del banco central y emitir instrumentos financieros a inversores privados a menor coste– y distribuir estos recursos en otras economías u ofrecer liquidez a otros bancos a través del mercado interbancario. Así, la política monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales incide sobre la oferta de crédito y, puesto que estas instituciones realizan en ocasiones una toma de riesgo global, todo ello contribuye a que las condiciones financieras de las principales economías avanzadas se transmitan al resto de países.

Las consecuencias de estos cambios institucionales son múltiples, pero las dos principales se refieren al mayor grado de sincronización de los movimientos de capitales y a la expansión del uso de «monedas fuertes». Por lo que se refiere al primero, deriva directamente del cambio de la política monetaria y la mayor importancia de sus *spillovers* globales. Así, en los últimos años, ha aumentado la importancia de lo que se denomina, en la literatura, el ciclo financiero global. Aunque la estimación empírica del alcance del fenómeno no es sencilla, existe evidencia de que el factor común, o global, que determina la evolución de los flujos

1. Banco de Pagos Internacionales (2017), «Understanding Globalization», 87th Annual Report.
2. El desarrollo de la globalización también se debe a otros motivos, en especial, los cambios políticos que la permiten (vía cambios normativos y de regulación) y la tecnología que proporciona la base instrumental para mover los capitales de forma rápida y a bajo coste.
3. Sobre la cuestión, véase el Dossier «La globalización de la política monetaria» en el IM09/2016.
4. Véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018.

globales de capitales es importante y de que también alcanza aspectos como la dinámica de los retornos de activos de riesgo globales.[5]

Una segunda consecuencia es el cambio en el uso de divisas globales –en particular el dólar americano–[6] como medio de pago en todo del mundo y como fuente de financiación. Se trata, en gran medida, del resultado de los incentivos que ofrece para los prestatarios el acceso a financiación internacional abundante y en condiciones financieras atractivas (en particular, un tipo de interés bajo). Esta dinámica contribuye a que las «monedas fuertes» jueguen un papel central en la determinación de las condiciones financieras de otros países. Y, puesto que las autoridades monetarias, incluyendo las que emiten estas monedas, tienden a centrarse en las condiciones domésticas a la hora de implementar sus políticas, pueden acabar favoreciendo un aumento de los desequilibrios macrofinancieros más allá de las fronteras de su país si los ciclos económicos entre unas economías y las otras no coinciden.

Así, cuando en un país se producen fuertes aumentos de deuda mediante financiación en moneda extranjera fuerte –con unas condiciones financieras más favorables–, lo cierto es que esta práctica lleva al prestatario a asumir un riesgo de tipo de cambio del que difícilmente puede cubrirse. De hecho, en los últimos años, en un contexto de políticas monetarias ultraacomodaticias en los países avanzados, esta exposición parece haber aumentado considerablemente. En concreto, el crédito denominado en dólares del sector no financiero en los mercados emergentes se ha duplicado en apenas ocho años.[7] Asimismo, según datos del BPI, el crédito denominado en euros a no residentes ha aumentado un 34% en los últimos cuatro años, hasta alcanzar los 3,1 billones de euros. No es de extrañar, por tanto, que ahora que los principales bancos centrales han empezado a cambiar el tono de su política monetaria y que las divisas emergentes se han depreciado notablemente, el riesgo de tipo de cambio sea uno de los principales riesgos a los que se enfrentan muchos países emergentes.

Dados los cambios institucionales, y sus potenciales consecuencias, parece claro que para poder aprovechar los beneficios de la globalización financiera es importante contar con las herramientas necesarias que permitan mitigar los riesgos que hemos ido desgranando. Para ello, es imprescindible la implementación de políticas domésticas que mejoren la capacidad de absorber *shocks* de la economía, la hagan menos susceptible a factores globales y eviten la acumulación de desequilibrios macrofinancieros.

Entre estas políticas, destacan las prudenciales,[8] que pueden ayudar a salvaguardar la estabilidad financiera al aumentar la robustez del sector financiero y reducir la prociclicidad de los flujos de crédito.

También resulta esencial una cooperación internacional efectiva que complemente las políticas domésticas y ayude a gestionar los riesgos asociados a una mayor interconexión financiera a nivel global. Para ello, es necesario consolidar un marco regulatorio y de supervisión macrofinanciera global que contribuya a la prevención de futuras crisis. Asimismo, resulta cada vez más necesario mejorar la coordinación internacional de la política económica y, especialmente, monetaria.

Desde la crisis financiera de 2008, se han hecho esfuerzos considerables en ambas direcciones. En particular, por ejemplo, se han introducido reformas regulatorias centradas en aumentar la resiliencia de los bancos que operan a nivel internacional, y que son una pieza clave de la intermediación financiera global.[9] También se ha intentado mejorar la cooperación de la política macroeconómica y financiera a nivel global en respuesta a la crisis financiera.[10]

De todas formas, existe un amplio recorrido para seguir avanzando en la discusión y evaluación de los efectos de las políticas monetarias y macrofinancieras de los principales centros financieros mundiales en otros países. Ello podría hacerse a través de una institución como el FMI o el BPI, que podría facilitar una mayor coordinación entre los principales bancos centrales.

En definitiva, la globalización financiera se ha convertido en un pilar importante en el desarrollo de la economía global, pero debe ser apoyada por un marco regulatorio y por unas políticas que ayuden a contener los riesgos inherentes a esta mayor interconexión.

Roser Ferrer
CaixaBank Research

5. Al respecto, véase, por ejemplo, Miranda-Agrippino, S. y Rey, H. (2015). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle», NBER Working Paper 21722, y Cerutti, E., Claessens, S. y Rose, A. (2017), «How important is the Global Financial Cycle? Evidence from capital flows», BIS Working Paper 661.
6. De hecho, según datos del Banco de Pagos Internacionales, el dólar se utiliza para denominar cerca de la mitad de las reclamaciones bancarias transfronterizas y figura en el 90% de las transacciones en divisa extranjera.
7. Concretamente, el crédito total (préstamos y títulos de deuda) denominado en dólares al sector no financiero en mercados emergentes alcanzó los 3,68 billones de dólares (3,68 trillones americanos) en el 1T 2018, frente a los 1,82 billones de principios de 2010. Datos del Banco de Pagos Internacionales, *global liquidity indicators*.
8. Las políticas prudenciales comprenden medidas que promueven las buenas prácticas y contribuyen a que los agentes actúen con precaución frente a riesgos potenciales. Ejemplos incluyen la imposición de requisitos de capital adicionales a entidades financieras frente a *shocks*, o de restricciones en las actividades de las entidades financieras.
9. Por ejemplo, se han introducido estándares más estrictos de capital bancario y liquidez, se han introducido test de estrés regulares y una mayor supervisión bancaria externa.
10. En particular, los países del G-20 coordinaron su respuesta a la crisis a través del Financial Stability Board y el FMI reforzó sus mecanismos de supervisión multilateral.

DATOS RELEVANTES

GRUPO CAIXABANK
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** *

* De los cuales 10 están destinados a Portugal.

BPI
31 de marzo de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	32.708
Crédito a la clientela, bruto	22.697
Resultado atribuido, acumulado en el año	210
Resultado atribuido de actividades en Portugal, acumulado en el año	118
Clientes (millones)	1,9
Empleados	4.896
Oficinas	503
Número de cajeros	1.350

PUBLICACIONES

A través de sus publicaciones, CaixaBank Research estimula el debate y el intercambio de experiencias entre todos los sectores de la sociedad y favorece la divulgación de los grandes temas del entorno socioeconómico de nuestro tiempo.
Todas las publicaciones están disponibles en: **www.caixabankresearch.com**

IM INFORME MENSUAL

Análisis de la coyuntura económica española, portuguesa, europea e internacional, así como de la evolución de los mercados financieros, con artículos especializados sobre temas clave de la actualidad.

PULSO ECONÓMICO

Informe que analiza e interpreta los indicadores económicos más relevantes publicados durante los últimos siete días.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Colección que reúne la investigación científica en curso a cargo de los economistas de CaixaBank Research.

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA

Monografías que analizan a fondo aspectos específicos de la economía y del sector financiero.

ECONOMIC PAPERS

Monografías sobre aspectos relevantes de la economía mundial, para estimular la discusión y propiciar el intercambio de experiencias entre los diferentes agentes económicos.

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Diagnóstico estratégico que pretende contribuir a un mejor conocimiento de la compleja realidad económico-territorial de España.

CÁTEDRA "LA CAIXA" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

Clases magistrales y conferencias para promover la reflexión y el debate sobre los principales retos económicos y sociales.

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2018
© Banco BPI, 2018

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

TEMAS CLAVE

Consulta en nuestra web los nuevos artículos sobre temas clave de la actualidad económica y financiera

Este mes destacamos:

Expansión económica en los emergentes: ¿antesala de una etapa de bonanza duradera?

- Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros
- Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida

El precio del petróleo: en busca del equilibrio

- ¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?
- Producción de *shale*: ¿el fin de la edad de oro?

Política, economía y finanzas en China: un trinomio inseparable

- Las políticas económicas de China: endurecimiento *ma non troppo*
- El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro

La inflación que no fue: factores que explican el aplanamiento de la curva de Phillips

- La importancia de las presiones salariales en la determinación de los precios
- La inflación se irá recuperando en la eurozona

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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