IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 427 | OCTUBRE 2018

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Turbulencias financieras en las economías emergentes: ¿antesala de algo más?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Crisis financiera turca: en tiempo de descuento

ECONOMÍA ESPAÑOLA
La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?

ECONOMÍA PORTUGUESA
Recuperación del empleo y crecimiento de la economía portuguesa

DOSSIER: 10 AÑOS DESDE LEHMAN BROTHERS: LECCIONES DE UNA CRISIS

El papel de los desequilibrios globales 10 años después

De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal

Una regulación más adecuada a la naturaleza del sector bancario

Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 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:
30 de septiembre de 2018

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Turbulencias financieras en las economías emergentes: ¿antesala de algo más?*

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

17 *Crisis financiera turca: en tiempo de descuento*

21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

23 *La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?*

27 ECONOMÍA PORTUGUESA

29 *Recuperación del empleo y crecimiento de la economía portuguesa*

32 DOSSIER: 10 AÑOS DESDE LEHMAN BROTHERS: LECCIONES DE UNA CRISIS

32 *El papel de los desequilibrios globales 10 años después*
Clàudia Canals

34 *De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal*
Ricard Murillo Gili

36 *Una regulación más adecuada a la naturaleza del sector bancario*
Gerard Arqué

38 *Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman*
Adrià Morron Salmeron

La próxima gran crisis

El décimo aniversario de la quiebra de Lehman Brothers, el hito que marcó en el imaginario colectivo el comienzo de la mayor crisis financiera mundial desde 1929, ha servido para hacer un repaso a las causas de la crisis y a los remedios que se han implementado para tratar de evitar su repetición.

Sobre las causas, existe un amplio consenso en que varios factores jugaron un papel relevante. Entre ellos, una política monetaria demasiado laxa que alimentó la burbuja inmobiliaria de EE. UU., la poca capacidad de la banca para absorber pérdidas (falta de capital), un exceso de endeudamiento a corto plazo, problemas de gobernanza corporativa, errores de supervisión bancaria y la creación de productos financieros altamente complejos que enmascaraban su riesgo real.

En cuanto a los remedios, también existe un amplio acuerdo en que se ha hecho mucho para corregir las deficiencias identificadas. En particular, los bancos deben satisfacer unos mayores requisitos de capital, liquidez y transparencia, y se ha reforzado el papel de los órganos de administración y de los supervisores. También se han introducido nuevas exigencias (planes de resolución) que deben facilitar la reestructuración de bancos con problemas y minimizar los riesgos para el conjunto del sistema. Algunos aún piensan que no se ha hecho lo suficiente pero, quizás, están obviando que aspirar a un riesgo cero supondría un coste enorme (los requisitos de capital o el coste de cumplir con la regulación hacen más cara la intermediación financiera). Es necesario encontrar un equilibrio. Para juzgar si lo hemos alcanzado, debemos dar cierta estabilidad al nuevo marco regulatorio y darnos un tiempo para analizar su funcionamiento.

En cualquier caso, la próxima gran crisis –que esperemos que tarde mucho en llegar– será seguramente distinta de la anterior. De hecho, la crisis de la deuda soberana europea, que no fue tan grave como la Gran Recesión de 2009 pero provocó la recaída de la eurozona, tuvo causas bien distintas: unas políticas fiscales excesivamente laxas (en particular, en Grecia), las divergencias de competitividad entre países o las deficiencias institucionales de la eurozona. Europa también ha introducido grandes reformas para que no se repita una crisis igual, pero todavía falta bastante trabajo para terminar de apuntalar la Unión Económica y Monetaria (entre otras cosas, falta completar la Unión Bancaria y crear una capacidad fiscal a nivel europeo).

Mirando al futuro, ¿qué podría originar la próxima gran crisis? En el radar destacan dos focos de riesgo –aunque la probabilidad de que se materialicen es baja.

China es un sospechoso habitual por su elevada deuda, que prácticamente se ha duplicado en los últimos 10 años y ya se sitúa por encima de los niveles de la de EE. UU. antes de la crisis de 2008. Dado su peso en la economía mundial y sus amplias conexiones comerciales y financieras con el resto del mundo, una crisis en China se haría sentir en el conjunto de la economía global. Las buenas noticias son que las autoridades chinas tienen muy claros los riesgos y han comenzado a tomar medidas para reducir los niveles de deuda.

El otro candidato es el auge del populismo y sus consecuencias. Un ejemplo de ello lo tenemos bien cerca: Italia, donde una enorme deuda pública, un crecimiento económico anémico y un Gobierno populista conforman una terna de alto riesgo que puede alimentar las dudas acerca de la continuidad del país en la eurozona. La buena noticia es que la mayoría de la población desea mantener el euro. Lo que está por ver es si este deseo es compatible con la combinación anterior o se demuestra imprescindible cambiar algún elemento de la terna.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de septiembre de 2018

Cronología

SEPTIEMBRE 2018

24 EE. UU. hace efectiva una nueva subida arancelaria sobre 200.000 millones de dólares de importaciones chinas. China aplica una nueva subida arancelaria sobre 60.000 millones de dólares de importaciones estadounidenses.
26 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 2,00%-2,25%.
30 Canadá se incorpora al acuerdo comercial preliminar entre EE. UU. y México para reemplazar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA).

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.

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.

Agenda

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).

NOVIEMBRE 2018

5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
7 Portugal: empleo (3T).
7-8 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
13 Portugal: IPC (octubre).
14 España: IPC (octubre).
Portugal: avance del PIB (3T).
Japón: PIB (3T)
19 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
22 Portugal: créditos y depósitos (septiembre).
27 España: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
29 España: avance del IPC (noviembre).
Portugal: empleo y desempleo (octubre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).

Sobriedad a la vuelta del verano

La economía mundial opera en un entorno de riesgos bajistas. Los indicadores económicos de los últimos meses reflejan una ligera desaceleración del crecimiento global y, en particular, del bloque de países emergentes, que está acusando el paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales y el clima de mayor incertidumbre política y económica (acentuado, en el último mes, por la imposición de nuevos aranceles entre EE. UU. y China). Economías que ya hace tiempo que figuraban en la lista de frágiles, como Turquía y Argentina, empiezan a encarar un proceso de ajuste para corregir los elevados desequilibrios acumulados en los últimos años. En un segundo plano queda un grupo más amplio de países (entre los que encontramos a Malasia, Brasil, Rusia o India) a los que, en principio, unos fundamentos macroeconómicos generalmente sólidos deberían permitirles capear el cambio de entorno. No obstante, tienen fuentes de debilidad idiosincráticas (en unos casos es la sostenibilidad de las finanzas públicas, en otros la dependencia de la financiación exterior o la sensibilidad a las condiciones financieras globales, etc.) que las sitúan en el foco de atención de los inversores. Además, a todo ello hay que añadir el papel central de una economía china que, como corroboran los indicadores más recientes, continúa desacelerándose. En este contexto, en septiembre, los activos financieros de las economías emergentes empezaron el mes arrastrando el tono errático de agosto, cuando habían sufrido turbulencias significativas, aunque recuperaron algo de terreno con el paso de las semanas.

La Fed y el BCE refuerzan sus respectivas hojas de ruta. El tensionamiento de las condiciones financieras globales tiene como una de sus principales fuerzas motoras el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed). En efecto, en EE. UU. los indicadores dibujan una economía en pleno empleo (con una tasa de paro en un bajo 3,9%), con un crecimiento dinámico y tendencias inflacionistas firmes y en consonancia con el objetivo de la Fed. Así, en septiembre, la Fed realizó la tercera subida de tipos del año (en 25 p. b., hasta el intervalo 2,00%-2,25%) y reafirmó su intención de continuar con una senda de incrementos graduales de los tipos de interés de referencia en los próximos trimestres. Por su parte, en la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) realizó una lectura positiva del escenario macroeconómico en su reunión de septiembre y reiteró la intención de continuar con la suave retirada del estímulo monetario (fin de las compras netas de activos en diciembre de 2018 y sin cambios en los tipos de interés de referencia hasta pasado el verano de 2019). De hecho, la ralentización del crecimiento de la eurozona en lo que va de año se debe, en gran medida, a un menor dinamismo de la demanda exterior, mientras que el consumo y la inversión mantienen un buen tono. Así, es probable que, en los próximos trimestres, la expansión económica de la eurozona prosiga a un ritmo algo inferior al del año pasado, acusando un entorno exterior menos favorable, pero que siga bien respaldada en la demanda doméstica y con ritmos más en línea con el promedio histórico.

Suave desaceleración del crecimiento en España. La economía española está moderando su ritmo de crecimiento de manera paulatina, en una dinámica esperada y que refleja el desvanecimiento de aquellos factores que estimularon temporalmente la economía en los últimos años (como los bajos precios del petróleo, unos tipos de interés en mínimos históricos o la depreciación del euro). Ello queda bien reflejado en la revisión de la serie histórica del PIB que realiza el INE cada año, donde se observa que el crecimiento en 2015 fue del 3,6% (algo mayor a lo estimado inicialmente) y se desaceleró hasta el 3,2% en 2016 y el 3,0% en 2017 (en ambos casos 1 décima menor de lo publicado previamente). De todos modos, esta tendencia no empaña el buen desempeño que sigue exhibiendo la economía y que queda bien reflejado en los últimos datos del mercado laboral, donde la creación de empleo mantiene un ritmo vigoroso (2,9% interanual en agosto y septiembre). Así, en los próximos trimestres, esperamos que prosiga la suave desaceleración del crecimiento de la mano, sobre todo, de la desaceleración del sector exterior (lastrado por el menor vigor de la eurozona y la fortaleza de las importaciones). Respecto a la demanda interna, aunque esperamos que pierda algo de fuelle, todo apunta a que seguirá registrando un ritmo de avance robusto.

Visos de moderación en Portugal. La economía continúa creciendo a buen ritmo (0,6% intertrimestral y 2,4% interanual en el 2T, en ambos casos 1 décima por encima de lo estimado inicialmente), con una fuerte contribución del consumo privado y del sector exportador. No obstante, también en la economía lusa los indicadores mandan señales de un crecimiento más suave en los próximos trimestres, en una dinámica que, al igual que en el caso español, reflejará la pérdida de impulso de aquellos factores que beneficiaron temporalmente la economía en los últimos años (como en el caso de España, los bajos precios del petróleo, unos tipos de interés en mínimos históricos y la depreciación del euro).

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

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	3,20	3,15
Deuda pública 10 años	4,70	2,70	2,49	2,41	3,10	3,50	3,40
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 (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,19	1,23	1,24
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	132,09	129,15	131,44
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	96,09	116,06	113,02	111,00	105,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,89	0,87	0,86
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,75	0,71	0,69
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	73,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	61,34	56,10	53,23

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	1,9	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	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
España	3,8	–0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Japón	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,2	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*	*4,9*	*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	1,2	–0,2	1,5	1,8	2,1	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*	*2,2*	*2,1*	*1,9*
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	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	0,8	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,6	2,2	2,0
Países emergentes	*6,7*	*6,0*	*4,3*	*4,0*	*4,2*	*4,3*	*4,0*
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
India	4,5	9,0	4,9	3,3	4,3	4,3	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	2,8	2,5	2,4	2,2	2,2
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,0	1,9	1,8	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo	6,0	–4,1	2,9	4,8	6,0	3,8	2,8
Bienes de equipo	5,4	–0,2	5,2	5,7	7,0	4,4	2,8
Construcción	6,2	–7,0	1,1	4,6	6,2	3,5	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,4	2,9	3,0	2,2	2,0
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,4	5,2	5,2	2,9	3,7	3,9
Importación de bienes y servicios	7,1	–1,5	2,9	5,6	4,8	4,2	4,1
Producto interior bruto	**3,8**	**–0,4**	**3,2**	**3,0**	**2,5**	**2,1**	**2,0**
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	1,1	1,1	1,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,2	2,1	1,3	1,3	1,3
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	2,4	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,8	0,8	0,2	0,8	0,6	0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–4,2	2,4	9,2	4,2	4,7	4,5
Bienes de equipo	1,3	–1,0	7,6	13,7	6,6	6,5	5,5
Construcción	–1,6	–7,0	–1,3	8,3	4,6	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	2,1	3,1	2,4	2,2	2,1
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,4	4,4	7,8	6,8	5,2	4,3
Importación de bienes y servicios	3,6	1,2	4,7	8,1	7,1	6,0	4,5
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,6**	**1,9**	**2,8**	**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	–4,9	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	1,1	1,0	0,9
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.*

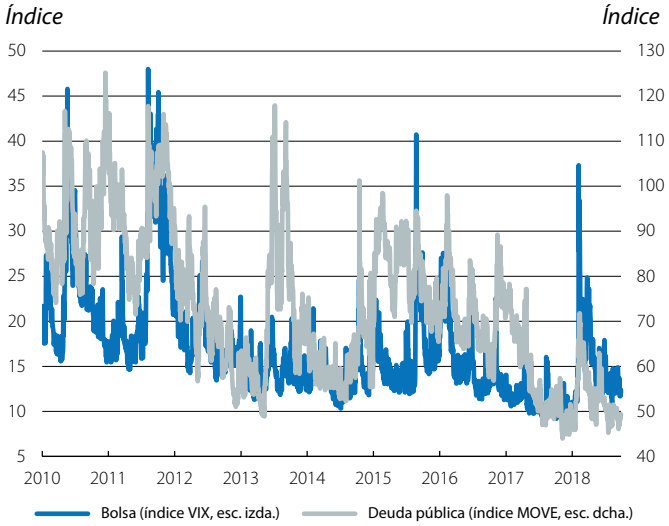
Previsiones

La inconstancia prevalece en los mercados financieros

La dinámica errática del verano perdura en los primeros compases del mes. Tras un verano marcado por las turbulencias financieras en las economías emergentes, los mercados financieros en estos países y en Europa mantuvieron el tono errático de agosto, aunque a medida que avanzaron las semanas consiguieron recuperar parte del terreno perdido. Por su parte, los índices bursátiles estadounidenses continuaron batiendo récords y alcanzando máximos históricos, aunque algunos indicadores cuestionan la sostenibilidad de estas altas valoraciones. El mes estuvo marcado también por las reuniones de los bancos centrales en la eurozona y en los EE. UU. Ambos mantuvieron las perspectivas positivas sobre el escenario macroeconómico de sus respectivas regiones y reiteraron las estrategias de política monetaria anunciadas en reuniones anteriores: subida de tipos gradual en los EE. UU. y retirada paulatina de los estímulos monetarios en la eurozona. Así, en los próximos trimestres, el entorno financiero seguirá marcado por un endurecimiento paulatino de las condiciones financieras globales, un factor de fondo que, junto con la incertidumbre sobre el alcance de la desaceleración de la economía de China y los temores a un repunte del proteccionismo a nivel global, viene erosionando el desempeño de las cotizaciones financieras, especialmente en las economías emergentes.

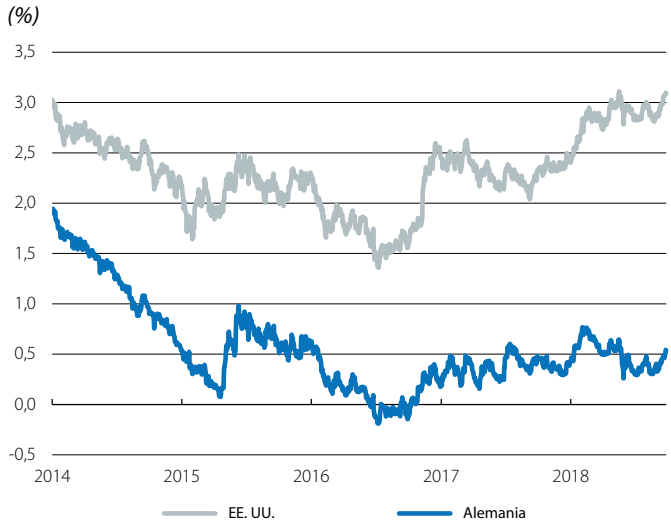
Los principales bancos centrales continúan con las sendas marcadas. En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo una visión positiva del escenario macroeconómico en su reunión del 13 de septiembre, con la que reiteró la intención de continuar con la hoja de ruta anunciada el pasado junio (reducción de las compras netas de activos a 15.000 millones de euros mensuales a partir de este octubre, cese de las mismas en diciembre y sin cambios en los tipos de referencia al menos hasta pasado el verano). Por su parte, en la reunión celebrada el 25 y 26 de septiembre, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) incrementó los tipos de interés por tercera vez en lo que va de año (en 25 p. b., hasta el intervalo 2,00%-2,25%) en una decisión anticipada por inversores y analistas, y que se sustenta en el dinamismo de la economía que reflejan los datos de actividad, mercado laboral e inflación estadounidenses. En las semanas previas a la reunión, distintos miembros de la Fed endurecieron el tono de los discursos y apuntaron a un ritmo de subidas de tipos firme, lo que provocó una revisión al alza de las expectativas de los inversores, que ahora descuentan dos subidas de tipos en 2019 (en consonancia con nuestro escenario). Este movimiento se transmitió a los tipos de interés soberanos y el tipo a 10 años aumentó más de 20 p. b., hasta situarse por encima del 3%. En esta misma línea, el tipo sobre el *bund* alemán repuntó hasta llegar a superar el 0,5% (nivel no alcanzado desde mayo), mientras que, en lo que a la periferia europea respecta, la prima de riesgo italiana consiguió disminuir más de 60 p. b. desde los altos niveles alcanzados en agosto. No obstante, a finales de mes, la prima de riesgo transalpina repuntó

Volatilidad implícita en los mercados financieros



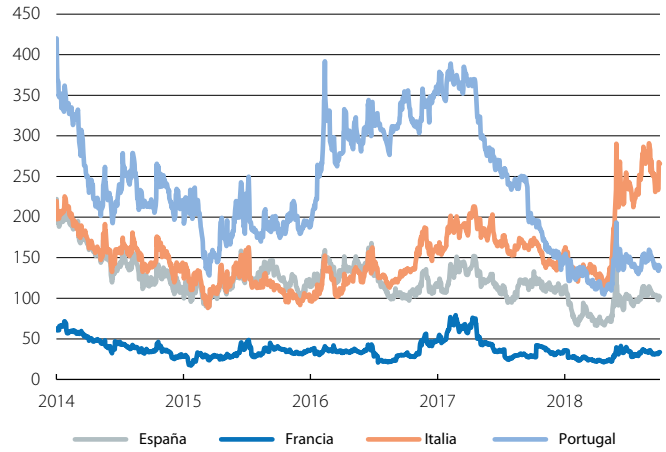
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

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



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

más de 35 p. b. tras la publicación de noticias que apuntaban a que el Gobierno italiano fijará un objetivo de déficit fiscal para el próximo año sustancialmente superior al acordado inicialmente con la Comisión Europea.

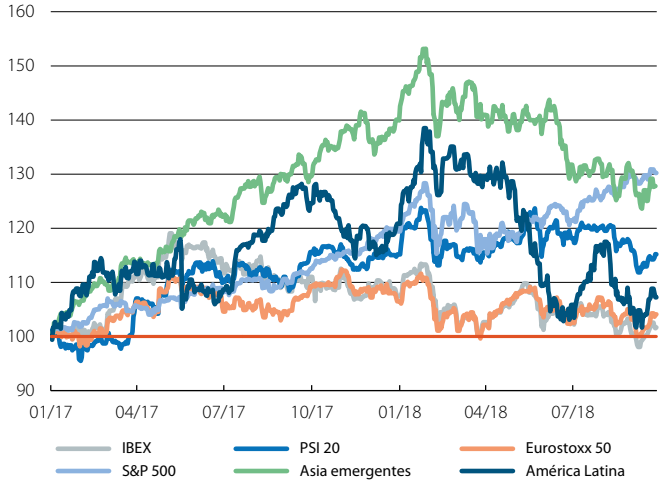
Las bolsas europeas vuelven dubitativas del verano, mientras que en EE. UU. continúan en máximos históricos. En un entorno marcado por los temores a una escalada del proteccionismo a nivel global, las bolsas de la eurozona iniciaron el mes de septiembre con el mismo tono errático que habían mostrado en el periodo vacacional. Sin embargo, tras este mal inicio, las bolsas europeas empezaron a recuperarse y la mayoría de índices lograron cerrar el mes en niveles similares a los de las primeras sesiones de septiembre. Por otro lado, la bolsa estadounidense continuó con su tendencia alcista y superó el máximo histórico alcanzado en agosto. De este modo, las elevadas valoraciones de la renta variable estadounidense siguen situando algunos indicadores de sobrevaloración, como las ratios CAPE y PER, en niveles elevados, lo cual cuestiona su sostenibilidad, especialmente en un entorno de mayores tipos de interés.

Los mercados financieros de las economías emergentes se recuperan de las turbulencias sufridas en verano, aunque permanecen volátiles. En los primeros compases del mes, tanto las divisas como los principales índices bursátiles de las economías emergentes continuaron con la tendencia negativa del verano y las caídas fueron generalizadas. Sin embargo, a medida que avanzaron las semanas, estos activos se vieron beneficiados por la buena dinámica de los mercados financieros globales y pudieron recuperar parte del terreno perdido en los días anteriores. Así, en el acumulado del mes, el índice bursátil para el conjunto de economías emergentes asiáticas recuperó parte de las pérdidas, pero no consiguió cerrar en positivo, mientras que en América Latina los avances en la bolsa brasileña empujaron el índice MSCI de esta región hasta el terreno positivo. No obstante, los motivos de fondo de estas turbulencias financieras permanecen latentes: las dudas alrededor de la robustez del crecimiento en China, el endurecimiento de las condiciones financieras globales, el aumento de las tensiones comerciales de los EE. UU. con diversas regiones, el aumento del precio del petróleo o las idiosincrasias de algunos países y el posible efecto contagio que puedan tener sobre el resto de economías emergentes son factores que pueden continuar acechando a los activos emergentes.

El petróleo supera los 80 dólares. Tras la relativa estabilidad que mostró en verano, en septiembre el precio del barril de Brent flexionó al alza hasta superar los 80 dólares. Son diversas las causas que se encuentran detrás de este repunte, y la mayoría se refieren a factores que lastran la oferta global de crudo. Por un lado, la entrada en vigor en noviembre de las sanciones impuestas por los EE. UU. a Irán está menguando las exportaciones petroleras de este país. Por otro lado, distintos países están sobrecumpliendo los recortes de la producción de crudo acordados por la OPEP y sus socios, sin que aquellos con mayor capacidad productiva (como Arabia Saudí) alcancen a compensarlo. Asimismo, la producción de *shale* en los EE. UU. está siendo menor de lo esperado debido a la existencia de cuellos de botella.

Principales bolsas internacionales

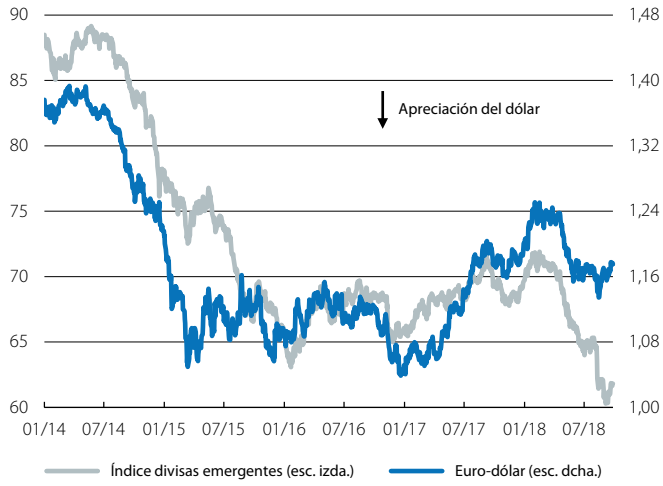
Índice (100 = enero 2017)



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.*

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)

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

Turbulencias financieras en las economías emergentes: ¿antesala de algo más?

Este 2018 no está siendo un buen año para los activos financieros de las economías emergentes. Tras un 2017 en el que ofrecieron retornos elevados, en 2018 la volatilidad ha vuelto de la mano de pérdidas bursátiles, mayores primas de riesgo y depreciación de las divisas en magnitudes nada despreciables: en lo que va de año, el índice bursátil MSCI para el conjunto de los emergentes acumula unas pérdidas de alrededor del 10%, el índice de bonos emergentes EMBI muestra un repunte de los diferenciales de crédito de más de 50 p. b. y los índices de divisas emergentes reflejan una depreciación algo superior al 10% (que es mucho más fuerte en las divisas de países como Turquía o Argentina, con un 37% y 55%, respectivamente).

Esta inestabilidad no ha sido fruto del azar. En la última década, el crecimiento de las economías emergentes se ha visto favorecido tanto por unas condiciones monetarias globales laxas (con las que obtenían financiación barata y abundante procedente del exterior) como por la expansión del comercio internacional, apoyada en un creciente rol central de China. Pero el panorama ha virado y los mercados empiezan a operar en un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras (con aumentos de tipos de interés en EE. UU. y un dólar más fuerte) y mayores tensiones comerciales e incertidumbre (tanto política como alrededor de la desaceleración de la economía china). Estas palancas, sumadas a las elevadas vulnerabilidades idiosincráticas que presentan algunos países, como Turquía o Argentina, han desencadenado una mayor aversión al riesgo hacia las economías emergentes: ¿será la antesala de algo más?

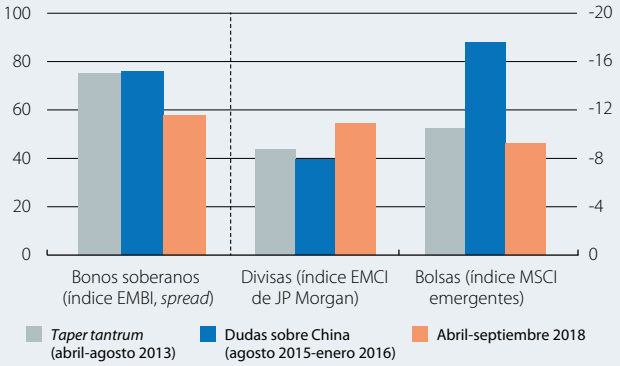
Características de las turbulencias recientes

El mal desempeño de los activos financieros emergentes fue particularmente acusado a partir de abril de 2018, cuando la erosión de la incertidumbre política, las tensiones comerciales (especialmente entre EE. UU. y China) y el endurecimiento monetario de EE. UU. empezó a palparse en el sentimiento inversor hacia las economías emergentes. Desde entonces, aunque la mayor parte de los países emergentes se han visto afectados por la inestabilidad, se ha producido una cierta discriminación entre economías con fundamentos macroeconómicos más y menos sólidos. De hecho, como se observa en el segundo gráfico, hay un fuerte paralelismo entre la depreciación del tipo de cambio que ha sufrido cada país y la percepción del riesgo de impago de su deuda soberana.

Así, las divisas que más han sufrido han sido las de economías con importantes vulnerabilidades externas (con mayores necesidades de financiación exterior, pocas reservas de divisas internacionales y/o elevada participación de inversores no residentes en el mercado local de bonos),

Turbulencias en economías emergentes: reacción de los mercados

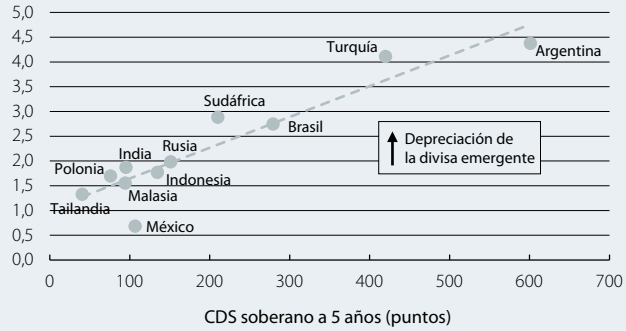
Variación (p. b.) — *Depreciación de las divisas y pérdidas bursátiles (%)*



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

Divisas emergentes: depreciación y riesgo de impago soberano

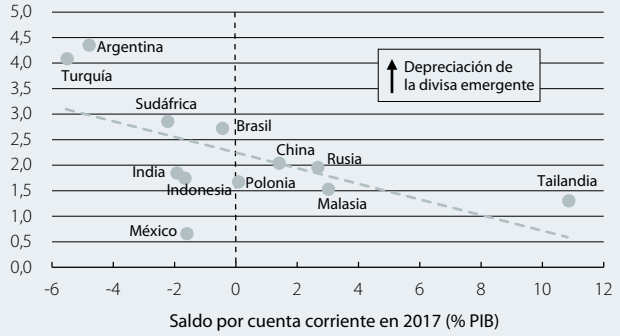
Variación del tipo de cambio (escala logarítmica)



Nota: *Cada punto representa la depreciación frente al dólar estadounidense acumulada entre finales de abril y principios de septiembre de 2018 de una divisa emergente. Dadas las fuertes depreciaciones en Argentina y Turquía, utilizamos una transformación logarítmica.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Divisas emergentes: depreciación y desequilibrios exteriores

Variación del tipo de cambio (escala logarítmica)



Nota: *Depreciación frente al dólar estadounidense acumulada entre finales de abril y principios de septiembre de 2018. Dadas las fuertes depreciaciones en Argentina y Turquía, utilizamos una transformación logarítmica.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y el FMI.*

como queda ilustrado en el tercer gráfico, mientras que las cotizaciones bursátiles de las economías asiáticas, muy integradas en el comercio internacional y, en particular, en la cadena comercial de China, se han visto especialmente penalizadas. Por último, y en la misma línea, a lo largo de este periodo se han desacelerado las entradas de capital por cartera e incluso se han producido salidas de fondos de inversión, que han afectado especialmente a economías asiáticas como Indonesia y Malasia.[1]

En conjunto, la magnitud de las turbulencias no ha sido muy inferior a la de otros episodios pasados, como el llamado *taper tantrum* de 2013 o las correcciones de la bolsa china en 2015 (véase el primer gráfico). Sin embargo, hasta el momento, hay una diferencia básica: los inversores muestran un mayor grado de discriminación y apuntan a dudas sobre algunos emergentes (los conocidos como frágiles) pero no sobre muchos otros.

¿Cuál es la salud macroeconómica de los emergentes?

Como hemos visto, esta discriminación parece actuar sobre los desequilibrios externos de las economías emergentes. Pero el endurecimiento de las condiciones financieras globales, las tensiones comerciales y la desaceleración económica de China hacen que los inversores puedan llegar a cuestionar las propias fuentes de crecimiento de los emergentes en la última década.

Por sus desequilibrios macroeconómicos, en otros ejercicios[2] ya hemos identificado las economías emergentes más vulnerables ante cambios en el sentimiento inversor global (Argentina, Turquía y Sudáfrica), así como a un grupo secundario (Brasil, Colombia, Hungría, Indonesia, Malasia y Polonia) donde los focos de riesgo son menos generalizados y se concentran en la acumulación de deuda (principalmente corporativa, pero también pública, como en el caso de Brasil). Es al primer grupo al que ha castigado principalmente el actual episodio de estrés financiero, mientras que algunos del segundo se han visto afectados más puntualmente y con menor intensidad.

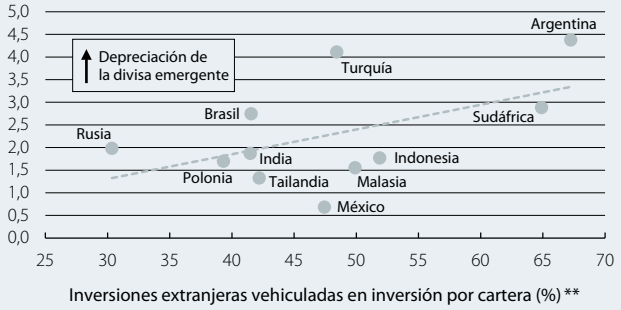
Los casos de Turquía (analizado en el Focus «Crisis financiera turca: en tiempo de descuento» en este mismo *Informe Mensual*) y Argentina se explican por la mala combinación entre una posición externa delicada, la presencia de desequilibrios internos (como la elevada inflación) y errores de política económica. Sin embargo, la debilidad de las cotizaciones financieras en otros casos como Rusia, India o Brasil, especialmente relevantes por su mayor papel sistémico, es menos fácil de caracterizar. En este sentido, debemos ir más allá de la expresión convencional de los desequilibrios, que puede ser demasiado agregada.

Por un lado, respecto a las necesidades de financiación exterior, no solo importa su magnitud sino también su composición. En particular, como han constatado diversos autores,[3] la deuda por cartera y los créditos y los depósitos de bancos extranjeros son especialmente sensibles a puntas de volatilidad global. De hecho, el análisis del episodio actual parece confirmar que las divisas de aquellos países con mayor proporción de inversión extranjera vehiculada a través de flujos de cartera (y menor proporción de inversión extranjera directa) están sufriendo mayores presiones depreciatorias (véase el cuarto gráfico). Eso ayuda a explicar, al menos parcialmente, por qué economías como la India, que tienen un déficit por cuenta corriente en apariencia no excesivo, se ven puestas en cuestión.

Por otro lado, las vulnerabilidades externas no agotan los riesgos existentes. Aunque el vínculo directo que se está poniendo de manifiesto es entre crisis cambiarias y dudas, en sentido amplio, sobre la financiación exterior, en una situación de deuda global en máximos históricos, el endeudamiento agregado también exige atención. Si recapitulamos, vemos que gran parte de la discusión anterior

Divisas emergentes: depreciación y composición de la inversión extranjera

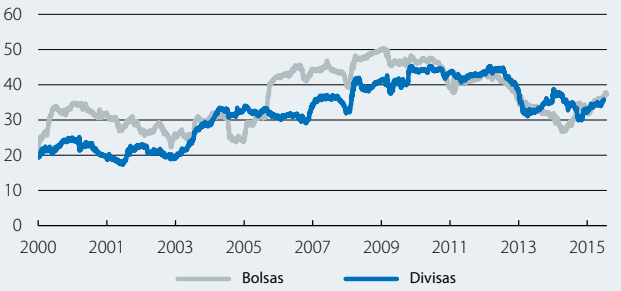
*Variación del tipo de cambio (escala logarítmica)**



Notas: ** Depreciación frente al dólar estadounidense acumulada entre finales de abril y principios de septiembre de 2018. Dadas las fuertes depreciaciones en Argentina y Turquía, utilizamos una transformación logarítmica. ** Fracción respecto a la suma de inversiones extranjeras directas y por cartera (pasivos de la posición inversora internacional). Datos referentes a 2017.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y el FMI.*

Externalidades financieras: impacto de los emergentes sobre los avanzados

(p. p.)



Nota: *Las externalidades financieras se definen como la fracción del error de previsión a 12 días de las cotizaciones financieras de las economías receptoras de la externalidad que se puede explicar por la evolución de las cotizaciones financieras de la economía emisora de la externalidad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Informe de estabilidad financiera global del FMI de abril de 2016.*

1. Para más detalles, véase FMI (2018), «External sector report».
2. Véase el Focus «Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros», en el IM06/2018.
3. Véase, por ejemplo, Hoggarth, G. *et al.* (2017), «Assessing the riskiness of capital inflows based on lender and currency», VoxEU.org.

deriva de un aumento del coste de la financiación exterior por el impacto combinado de una apreciación del dólar y de mayores tipos de interés en EE. UU. Pero el impacto de unas condiciones financieras menos acomodaticias en el centro del sistema también se traslada a los tipos de interés en moneda local de los países emergentes: en cierto modo, genera una externalidad. Y, de hecho, diferentes análisis constatan que dichas externalidades varían sensiblemente en función de los países, pero tienden a coincidir que, con base en datos históricos, es intenso en algunos de los emergentes que se han visto afectados por el actual episodio de estrés financiero, como Brasil, México, Indonesia, Hungría, Sudáfrica o Turquía.

En definitiva, el episodio actual parece validar tres premisas básicas. La primera, que la situación entre los emergentes es claramente distinta y que la crisis cambiaria está afectando primordialmente a los llamados «auténticos frágiles». Contrapartida lógica de la primera, una segunda premisa es que muchos otros emergentes tienen unos fundamentales razonablemente satisfactorios. Por último, la tercera premisa es que los inversores están apuntando a vulnerabilidades de muy diversa naturaleza y que esto puede considerarse una pista de qué puede esperarse en el futuro (¡atención a la deuda!) y, en especial, a la pregunta de si la tesitura actual de contagio moderado tiene visos de mantenerse en los próximos tiempos o no.

Contagio moderado... pero con riesgos

La conclusión de que muchos emergentes se asientan sobre unos fundamentos económicos razonablemente sólidos podría ofrecer una buena explicación para el hecho de que el contagio observado hasta el momento haya sido limitado. Sin embargo, hay elementos que sugieren cautela.

En primer lugar, distintos autores han alertado de un aumento de la influencia de las cotizaciones de las economías emergentes sobre el resto de mercados financieros internacionales, fruto de su mayor integración en el comercio mundial y los mercados de capital internacionales.[4] Por ejemplo, esta tendencia, bien reflejada en el quinto y sexto gráfico, hizo que, en 2016, las fluctuaciones en determinados activos financieros emergentes explicaran alrededor del 30% de la variabilidad de los retornos de las bolsas y las divisas de las economías avanzadas, y del 40% para las otras emergentes. En segundo lugar, y relacionado con el punto anterior, se ha documentado que hay mayor probabilidad de contagio cuando juegan un papel importante sectores con elevada dependencia de la financiación exterior y empresas con menor liquidez y mayor apalancamiento.

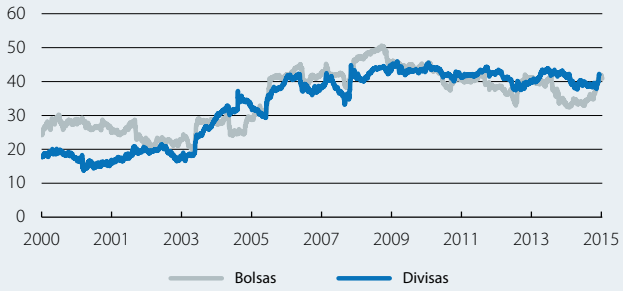
En tercer lugar, el fuerte crecimiento de intermediarios globales para vehicular los flujos de capital hace que la estructura financiera se haya vuelto más propensa a generar contagio: al operar en distintas jurisdicciones, los ajustes de la cartera de una economía que hagan estos intermediarios probablemente desencadenen reajustes en las carteras que poseen en otras economías. Por último, y en ese mismo sentido, en las últimas décadas los fondos de inversión gestionados pasivamente (entre los que destacan los llamados ETF[5]) han crecido con fuerza y han alcanzado una cuota de mercado significativa como canalizadores de inversiones en activos de economías emergentes.[6] Según distintos autores,[7] esta importancia creciente de los instrumentos de inversión pasiva como vehículos para canalizar las entradas de capital a las economías emergentes tiene consecuencias sobre su capacidad de resistir turbulencias y sobre el contagio que estas pueden generar. En particular, el análisis empírico muestra indicios de que los fondos de inversión pasiva son relativamente más propensos a reajustar las carteras en respuesta a acontecimientos globales que en reacción a factores locales propios de los países en los que se han invertido activos. Así, la emergencia de los fondos de inversión pasiva contribuiría a reducir el papel de contención que pueden jugar unos fundamentos macroeconómicos más sólidos frente a fluctuaciones de las cotizaciones emergentes (al menos a corto plazo). En esta misma línea, índices como el presentado en el séptimo gráfico muestran que las economías emergentes han recibido mayores inversiones procedentes de tipologías de inversores con una mayor propensión a retirar abruptamente el capital.

¿Qué nos depara el futuro?

Las economías muy frágiles, como Argentina y Turquía, deberán encarar una agenda de ajustes económicos para corregir sus elevados desequilibrios macroeconómicos,

Externalidades financieras: impacto de los emergentes sobre otros emergentes

(p. p.)



Nota: *Las externalidades financieras se definen como la fracción del error de previsión a 12 días de las cotizaciones financieras de las economías receptoras de la externalidad que se puede explicar por la evolución de las cotizaciones financieras de la economía emisora de la externalidad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Informe de estabilidad financiera global del FMI de abril de 2016.*

4. Véase Gelos, G. y Surti, J. (2016), «The growing importance of financial spillovers from emerging market economies», VoxEU.org.

5. Del inglés, *exchange-traded funds*.
6. Algunas estimaciones sitúan su cuota de mercado en el 20%. Véase Converse, N. *et al.* (2018), «How exchange-traded funds amplify the global financial cycle in emerging markets».
7. Véase la referencia en la nota anterior.

mientras que, entre el resto, en general nos encontramos con distintas combinaciones de fundamentos macroeconómicos sólidos y algunas debilidades idiosincráticas.[8] No obstante, es probable que, en un contexto internacional menos favorable, los activos financieros emergentes sigan sufriendo de forma moderada en los próximos meses, lo que tendrá un efecto pequeño pero apreciable sobre su ritmo de crecimiento.

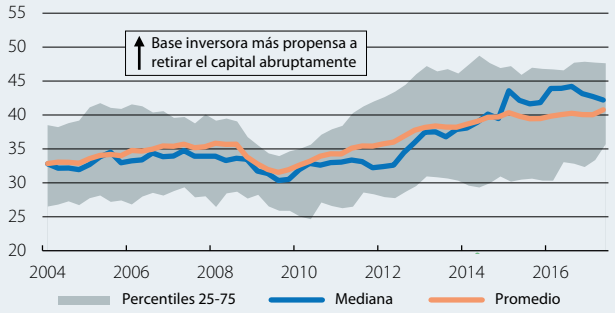
Entre los factores que determinarán la magnitud de este lastre, destacan: el endurecimiento de las condiciones financieras globales, el alcance de la desaceleración de China y la evolución del precio del petróleo. Esta última es especialmente difícil de pronosticar, pero hay cierto consenso entre los analistas en que el tensionamiento de las condiciones financieras y la desaceleración de China serán, ambos, procesos graduales. De este modo, es probable que la desaceleración del crecimiento de los países emergentes sea ligera. Sin embargo, es preciso analizar qué puede pasar si las dinámicas de estos tres factores son diferentes de las contempladas en este escenario central.

En primer lugar, repuntes de inflación en EE. UU. y/o indicios claros de sobrecalentamiento podrían provocar un endurecimiento mayor de lo previsto de la política monetaria de la Fed y, en consecuencia, de las condiciones financieras globales. En este escenario, se podrían ver especialmente perjudicadas economías con elevada deuda denominada en divisa extranjera, como Malasia, así como aquellas con importantes necesidades de financiación exterior, como Indonesia, la India o Sudáfrica. En segundo lugar, respecto a China, se espera una desaceleración muy gradual debido al amplio margen del que disponen las autoridades (como el elevado colchón de reservas y la posibilidad de realizar políticas monetarias y fiscales más expansivas). Sin embargo, las estimaciones sugieren que una acentuación de las tensiones comerciales con EE. UU. podría llegar a detraer 1 p. p. al crecimiento chino. En este escenario, el impacto sobre el bloque emergente sería heterogéneo, pero afectaría de manera directa y clara a productores de metales industriales (como Brasil, Chile y Sudáfrica) y a los países del este asiático más vinculados con las cadenas de valor globales que pivotan en torno a China (como Malasia, Taiwán o Corea del Sur). Por último, si el precio del petróleo continuara incrementando de manera sostenida, nos encontraríamos en un escenario con ganadores (exportadores netos que ahora figuran en listas de economías frágiles, como Brasil y Colombia) y perdedores (importadores de crudo como India, que verían incrementado su déficit por cuenta corriente).[9]

8. Por ejemplo, la mayoría dispone de colchones de reservas adecuados, mientras que hay mayor heterogeneidad en cuanto a margen de política fiscal (desde una situación relativamente delicada en Brasil a posiciones más holgadas en Asia emergente).
9. En este escenario, la situación de India merece una mención aparte. Su cuenta corriente es muy sensible a las fluctuaciones del petróleo y, además, el encarecimiento de las importaciones podría generar malestar social en un 2019 en el que el presidente Modi persigue su reelección.

Economías emergentes: índice de riesgo de la base inversora

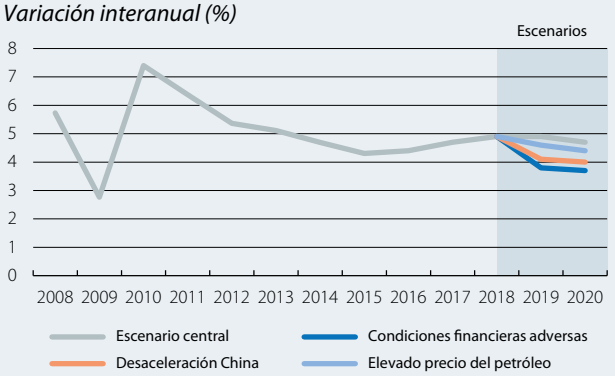
Índice (0-100)



Nota: *El índice de riesgo de la base inversora de Arslanalp, S. y Tsuda, T (2012), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», captura la probabilidad de sufrir salidas bruscas de capital según el tipo de inversor.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Informe de estabilidad financiera global del FMI de abril de 2018.*

Economías emergentes: PIB

Variación interanual (%)



Nota: *Escenarios construidos a partir de las sensibilidades estimadas en los artículos «¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?» en el IM07/2018, «China: en la prosperidad y en la adversidad» en el IM06/2018 y «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Según las estimaciones presentadas en los análisis que hemos publicado anteriormente,[10] estos escenarios podrían restar entre 0,3 p. p. y 1 p. p. al crecimiento del bloque emergente en los dos próximos años (véase el último gráfico), cifras significativas ante las que hay que permanecer alerta, aunque aparentemente no lo suficientemente perjudiciales como para poner en riesgo la expansión de la economía mundial. Ello refleja la visión de que, en conjunto, los emergentes están mejor que hace 10 años y, especialmente, que en los aciagos años noventa. Existen algunas excepciones patológicas, agravadas por malas decisiones de política económica (Turquía y Argentina) y, en un contexto global más complejo, es probable que los activos financieros de las economías emergentes continúen viéndose afectados negativamente. Sin embargo, sus fundamentos y la discriminación mostrada por los inversores hasta el momento deberían evitar que se activen dinámicas de castigo generalizadamente severas.

10. Véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018, «China: en la prosperidad y en la adversidad» en el IM06/2018 y «¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?» en el IM07/2018.

Tipos de interés (%)

	28-sep	31-ago	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	1,1	1,1
Euríbor 12 meses	**–0,16**	–0,17	1	2,6	1,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	**–0,59**	–0,62	3	4,8	12,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	**–0,52**	–0,61	9	10,7	17,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	**0,47**	0,33	14	4,3	–0,9
Deuda pública a 10 años (España)	**1,50**	1,47	3	–6,7	–12,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	**1,88**	1,92	–4	–6,3	–53,9
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	**2,25**	2,00	25	75,0	100,0
Líbor 3 meses	**2,40**	2,32	8	70,6	106,5
Líbor 12 meses	**2,92**	2,84	8	81,3	113,3
Deuda pública a 1 año	**2,56**	2,45	11	82,8	127,3
Deuda pública a 2 años	**2,82**	2,63	19	93,7	136,9
Deuda pública a 10 años	**3,06**	2,86	20	65,5	75,2

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	28-sep	31-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	**69**	68	1	24,0	11,0
Itraxx Financiero Sénior	**84**	85	–1	40,5	24,3
Itraxx Financiero Subordinado	**171**	177	–6	66,6	33,4

Tipos de cambio

	28-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	**1,160**	1,160	0,0	–3,3	–1,5
EUR/JPY (yenes por euro)	**131,930**	128,840	2,4	–2,5	–0,4
EUR/GBP (libras por euro)	**0,890**	0,896	–0,6	0,3	1,5
USD/JPY (yenes por dólar)	**113,700**	111,030	2,4	0,9	1,2

Materias primas

	28-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	**415,0**	411,4	0,9	–4,0	–3,0
Brent ($/barril)	**82,7**	77,4	6,8	23,7	44,1
Oro ($/onza)	**1.192,5**	1.201,4	–0,7	–8,5	–7,4

Renta variable

	28-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	**2.914,0**	2.901,5	0,4	9,0	16,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	**3.399,2**	3.392,9	0,2	–3,0	–4,6
Ibex 35 (España)	**9.389,2**	9.399,1	–0,1	–6,5	–9,1
PSI 20 (Portugal)	**5.359,3**	5.422,6	–1,2	–0,5	–0,3
Nikkei 225 (Japón)	**24.120,0**	22.201,8	8,6	6,0	18,4
MSCI emergentes	**1.047,9**	1.056,0	–0,8	–9,5	–2,3

El crecimiento mantiene el buen tono, a pesar del aumento de los riesgos bajistas

Los indicadores de actividad global se mantienen elevados, pero apuntan a una cierta moderación del crecimiento, especialmente en los emergentes. En particular, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global se mantiene en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos), aunque en agosto volvió a disminuir por segundo mes consecutivo hasta alcanzar los 53,4 puntos, su nivel más bajo desde marzo. Este retroceso del índice ha sido más pronunciado en los países emergentes, que están acusando el aumento de incertidumbre política y económica y el paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales. De cara a los próximos trimestres, esperamos que el crecimiento de las economías emergentes se siga desacelerando gradualmente, con lo que el ritmo de avance global será algo más contenido.

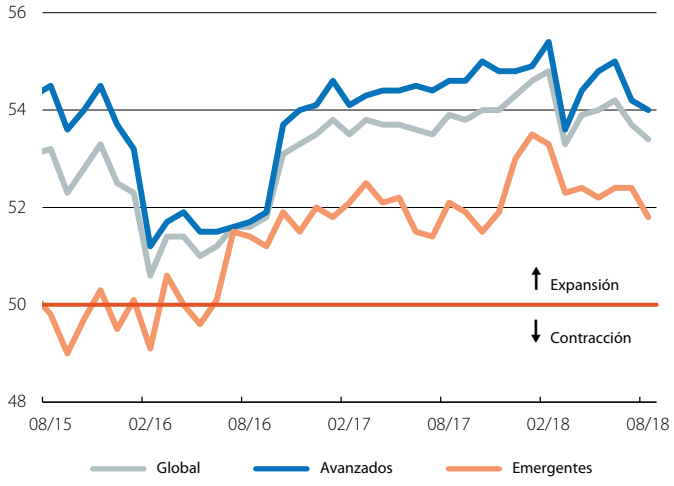
Los últimos eventos geopolíticos subrayan el aumento de los riesgos bajistas. En particular, a pesar de haber entablado negociaciones con China para encauzar las tensiones comerciales, EE. UU. volvió a anunciar otra ronda de aranceles sobre las importaciones chinas (esta vez del 10% sobre un valor de 200.000 millones de dólares), que se añade al paquete arancelario del 25% sobre productos chinos por valor de 50.000 millones de dólares ya activado en verano. Por otra parte, en el plano de la política europea, el Reino Unido y la UE esperan finalizar en las próximas semanas el acuerdo de salida que permita hacer efectivo, a partir del próximo 29 de marzo, el acuerdo de transición cerrado anteriormente y según el cual el Reino Unido permanecerá en el mercado único y la unión aduanera hasta finales de 2020. No obstante, todavía quedan elementos importantes por resolver –como encontrar una solución al problema de la frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte– y el proceso de ratificación en el Reino Unido puede resultar complicado y terminar retrasando el acuerdo. Así, es probable que en las próximas semanas (o incluso meses) la incertidumbre alrededor del *brexit* vuelva a ganar protagonismo hasta que se anuncie el acuerdo de salida final, que podría ir acompañado de una declaración en la que se empiecen a trazar los grandes rasgos de la futura relación entre el Reino Unido y la UE. Por último, en Italia, todo apunta a que el Gobierno de coalición planteará una desviación significativa del objetivo de déficit acordado en mayo en Bruselas (posiblemente elevándolo del 0,8% acordado hasta un 2,4%, una cifra que dificulta la corrección de la elevada deuda pública italiana). Aunque los detalles oficiales sobre el tamaño y la composición finales de las medidas fiscales siguen siendo inciertos, los nuevos planes pueden generar tensiones en los mercados financieros y con los socios europeos.

ESTADOS UNIDOS

Los indicadores siguen apuntando a un crecimiento sólido. En particular, después del buen dato de crecimiento del PIB del 2T (del 1,0% intertrimestral y 2,9% interanual), los indicadores

Indicadores de actividad: PMI compuesto

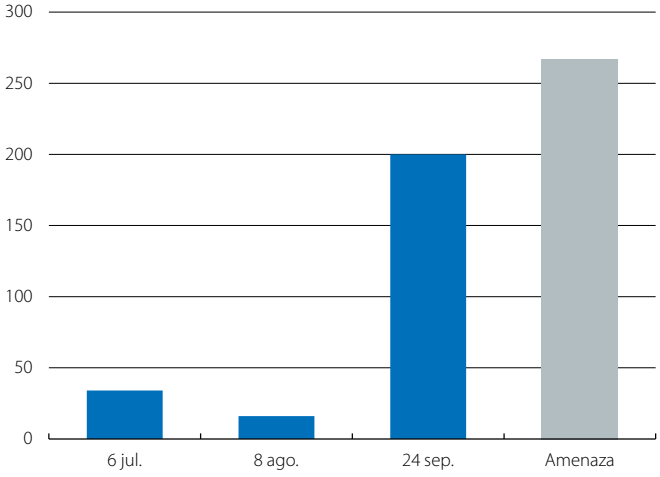
Nivel



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

EE. UU.: aranceles sobre importaciones chinas

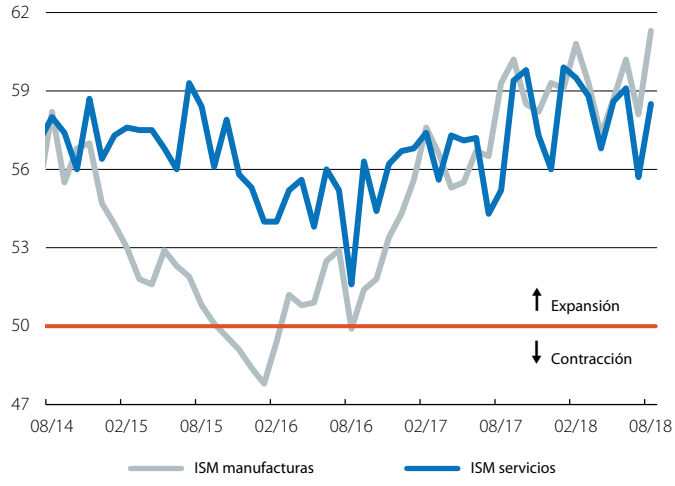
Miles de millones de dólares



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del U.S. Trade Representative Office.*

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

disponibles para el 3T –algunos de los cuales han sido más altos de lo esperado– confirman que la economía estadounidense mantiene un avance dinámico. A modo de ejemplo, los modelos de previsión de Nowcasting del PIB de la Reserva Federal de Atlanta y la de Nueva York predicen un ritmo de actividad para el 3T muy por encima del crecimiento potencial de la economía americana (que situamos cerca del 2%). Asimismo, los índices de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas y servicios aumentaron notablemente en agosto hasta situarse en los 61,3 y 58,5 puntos, respectivamente, muy por encima del nivel que limita la zona expansiva de la recesiva (50 puntos).

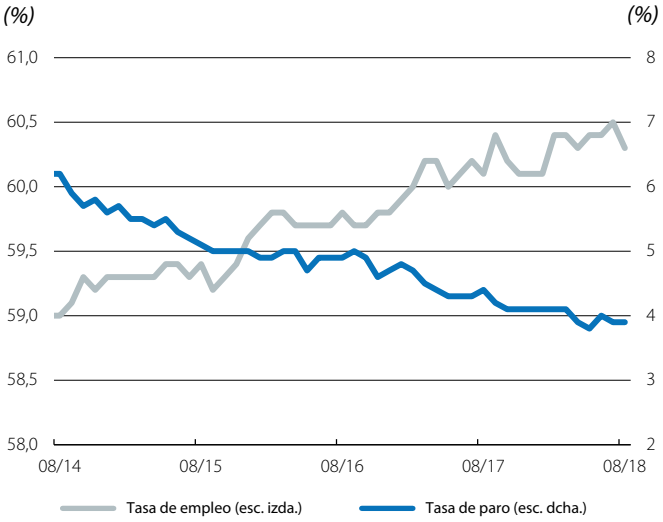
El mercado laboral y la demanda interna se muestran robustos. En particular, en agosto, se crearon 201.000 puestos de trabajo, un dato considerable en una economía que se encuentra virtualmente en pleno empleo. Asimismo la tasa de paro se mantuvo en un bajo 3,9%, mientras que los salarios continuaron avanzando a buen ritmo (2,9% interanual). En este contexto, la confianza de los hogares se mantiene elevada, como demuestra el registro que alcanzó el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board en agosto, que aumentó hasta niveles no vistos desde el 2000 (133,4 puntos). Todo ello refuerza las buenas perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense para este 2018 (del 2,8%, según CaixaBank Research).

La inflación frena la tendencia alcista de los últimos meses, pero se mantiene en niveles firmes. Concretamente, la inflación general se situó en el 2,5% en agosto, 2 décimas por debajo del registro del mes anterior, pero claramente por encima del promedio de 2017 (del 2,1%). Por otra parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de energía y alimentos, se situó en el 2,2% (2,4% en julio). Esta leve moderación del crecimiento de los precios se debió, en parte, a la disipación esperada de factores temporales, como los efectos de base provocados por las fuertes caídas de los precios de telefonía inalámbrica durante 2017. Durante los próximos meses, esperamos que la fortaleza de la actividad económica de EE. UU. siga apoyando unas presiones inflacionistas firmes, lo que respaldará la intención de la Reserva Federal de seguir con su subida de tipos (una más en lo que queda de año, según CaixaBank Research).

EUROPA

Las perspectivas de la eurozona se mantienen positivas, a pesar de la moderación del ritmo de actividad. La ralentización del crecimiento en la primera mitad del año se debió, en gran parte, al menor dinamismo de la demanda exterior –tras un 2017 muy positivo–, reflejo del debilitamiento de la demanda global de bienes y servicios y la apreciación del euro en 2017. Por ello, el BCE, en su actualización trimestral del cuadro macroeconómico, moderó sus previsiones de crecimiento para la eurozona en 1 décima, hasta el 2,0% para 2018 y el 1,8% para 2019 (un escenario muy similar al de CaixaBank Research). En los próximos trimestres, no obstante, esperamos que la expansión económica de la eurozona se mantenga firme, con un ritmo de crecimiento ligeramente por encima del potencial, apo-

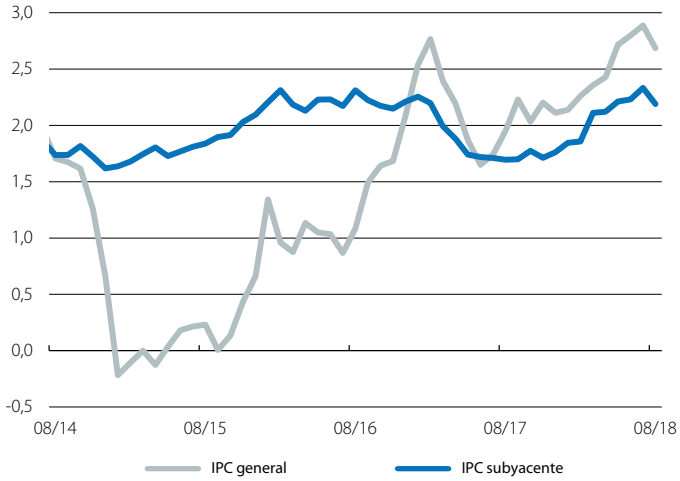
EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: IPC

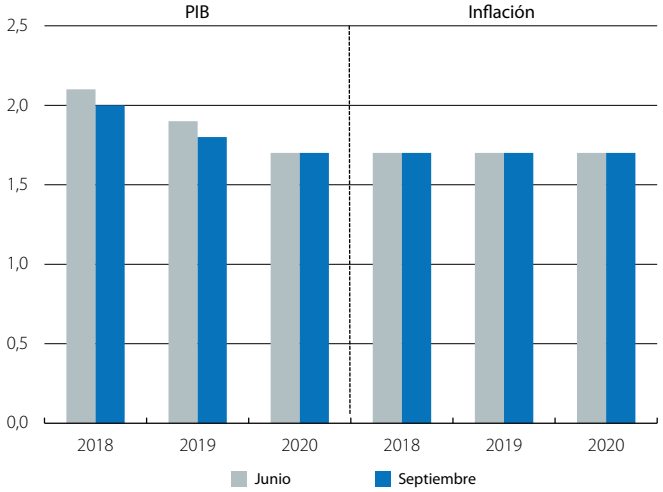
Variación interanual (%)



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

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

Variación anual (%)



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

yada en unas condiciones financieras muy favorables y la buena evolución del mercado laboral.

La demanda interna se mantiene como principal artífice del crecimiento en el 2T. Así, el desglose del PIB de la eurozona muestra que el avance del 2T (del 2,1% interanual) estuvo empujado por una contribución de 1,7 p. p. de la demanda interna (1,8 p. p. en el 1T), gracias al buen comportamiento de la inversión, y a pesar de la cierta moderación en el ritmo de avance del consumo privado. Por otra parte, la demanda externa volvió a flaquear y redujo su contribución hasta los 0,4 p. p. (0,6 p. p. en el 1T) ante un ritmo de avance modesto de las exportaciones de bienes y servicios.

Los indicadores de actividad apuntan a que el ritmo de crecimiento del 3T se mantiene en cotas similares a las de la primera mitad del año. El índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona –que mide el sentimiento empresarial– se situó en los 54,2 puntos en septiembre, 3 décimas por debajo del registro de agosto pero en zona claramente expansiva. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) se situó en los 110,9 puntos en septiembre, un registro similar al promedio de 2017 (110,7). Por otro lado, la confianza del consumidor, aunque descendió en septiembre por segundo mes consecutivo, hasta los –2,9 puntos, se sigue emplazando en niveles parecidos al promedio de 2017 (–2,5 puntos). En este sentido, el consumo privado seguirá viéndose apoyado por el mercado laboral, que continúa exhibiendo una dinámica favorable (en julio, la tasa de paro se mantuvo en el 8,2%, el registro más bajo desde noviembre de 2008).

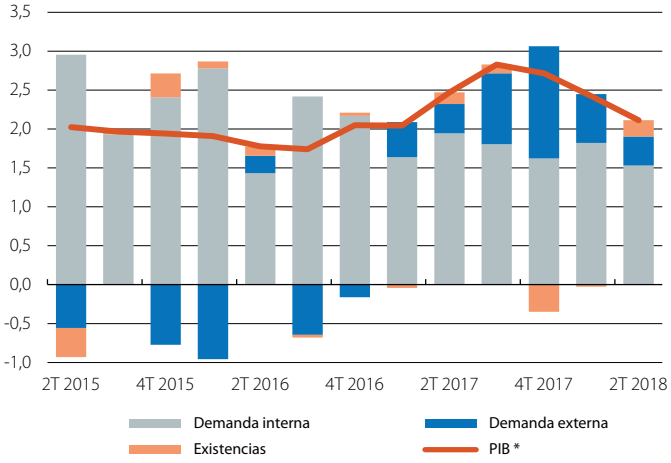
EMERGENTES

En China, los indicadores económicos apuntan a una ralentización de la actividad en los próximos meses. En particular, la producción industrial aumentó un 6,1% interanual en agosto (6,0% en julio), un registro positivo aunque por debajo del promedio de 2017 (del 6,5%). Algo similar sucedió con las ventas minoristas, que crecieron un 9,0%, 2 décimas por encima del registro de julio, pero claramente por debajo del promedio de 2017 (10,2%). Asimismo, con los datos disponibles, el indicador de actividad de CaixaBank Research sugiere un ritmo de crecimiento ligeramente inferior en el 3T. Todo ello apunta a que, en los próximos meses, el crecimiento del país continuará desacelerándose de manera gradual, a pesar de las recientes políticas del Gobierno encaminadas a apoyar la inversión y el crédito.

En Brasil, la incertidumbre política sigue lastrando el crecimiento. La economía brasileña creció un 1,0% interanual (0,2% intertrimestral) en el 2T, un registro inferior al observado en el 1T (1,2%) y que confirma que la recuperación económica no termina de concretarse, lastrada por la elevada incertidumbre política y en un contexto de elecciones presidenciales y legislativas. En este sentido, esperamos que la incertidumbre política –incluso tras la retirada de Lula como candidato del Partido de los Trabajadores– siga pesando sobre la actividad, puesto que ninguno de los candidatos presidenciales parece tener el apoyo electoral ni la voluntad de implementar las reformas que la economía necesita.

Eurozona: PIB

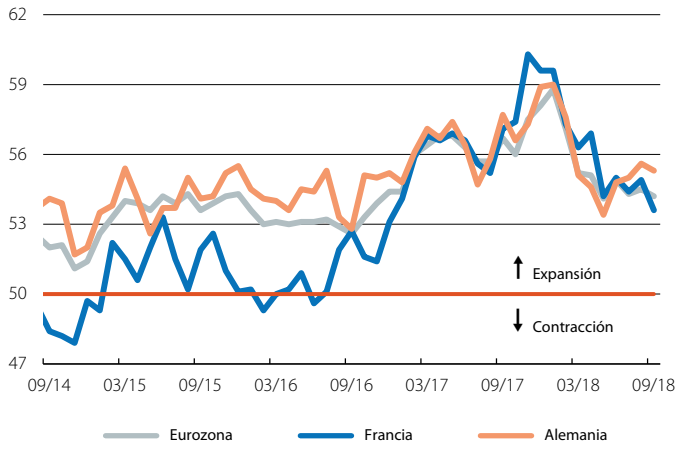
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

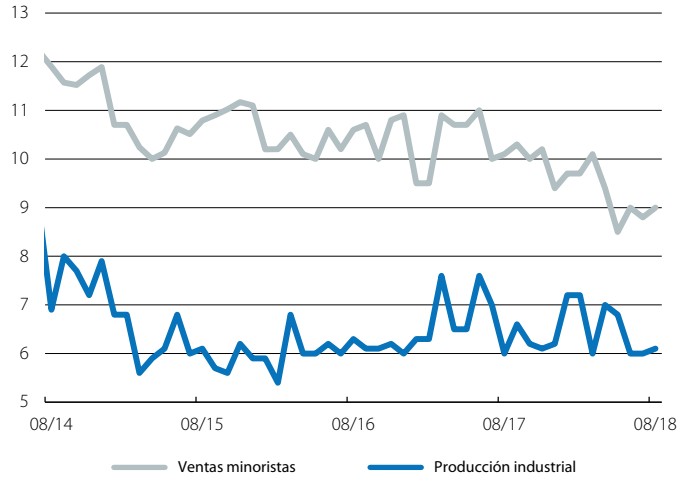
Nivel



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

Crisis financiera turca: en tiempo de descuento

Desde el día 1 de agosto, la lira turca se ha depreciado alrededor de un 20%, lo que la sitúa como la segunda divisa emergente que más ha sufrido tras el peso argentino. En lo que va de año, la depreciación acumulada es de aproximadamente el 40%, solo superada, de nuevo, por la del peso. Asimismo, y también desde principios de año, el tipo de interés del bono a 10 años ha subido cerca de 900 p. b., situándose en el 20,3%. Se trata, en definitiva, de una crisis cambiaria en toda regla y que tiene por delante una evolución incierta. ¿Cómo ha llegado Turquía a esta situación? ¿Qué alternativas de futuro se abren?

En apariencia, el detonante de este frenesí vendedor de la divisa turca de los últimos meses ha sido una escalada diplomática entre EE. UU. y Turquía que llevó al anuncio por parte del primero del establecimiento de aranceles sobre el acero y el aluminio importados desde Turquía. Sin embargo, esta es solo una lectura superficial. Aunque es cierto que estos dos países han sufrido desencuentros en materia de política exterior desde hace unos pocos años, la causa profunda de la crisis cambiaria turca tiene naturaleza económica: es una señal de que probablemente estemos ante un sobrecalentamiento de la economía bastante clásico.

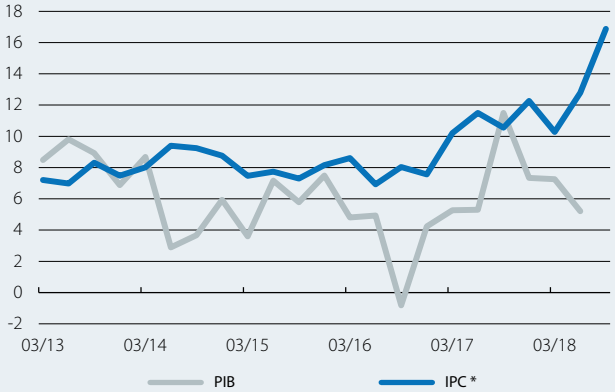
Así, en los últimos años, pero con mayor contundencia desde finales de 2016, Turquía ha vivido una etapa de fuerte crecimiento (avance del PIB promedio del 6,6% desde el 4T 2016), mientras que la inflación, en ese mismo periodo, se situaba en el 11% de media (pero con tendencia a desbordarse, como muestra el primer gráfico) y el déficit por cuenta corriente en el 6,5% del PIB.

Los trazos esenciales de un patrón de crecimiento insostenible quedan, así, de manifiesto: el fuerte avance del ritmo de actividad se ha conseguido al precio de acumular desequilibrios macroeconómicos internos y externos muy elevados. La evolución de los precios apunta a la incapacidad de la economía turca de crecer sin tensionar los cuellos de botella, y el abultado déficit por cuenta corriente indica que se ha recurrido de forma elevada a la financiación exterior. Esta última tesitura presenta además una variante especialmente delicada en un contexto como el actual, caracterizado por un paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales: las empresas turcas han aprovechado un entorno de financiación abundante y barata en divisa extranjera (dólares y euros, principalmente) para endeudarse en divisas, hasta el punto de que esta deuda representa el 36,3% del PIB, de las mayores entre los principales emergentes. El resultado, en definitiva, es que mientras que la mayor parte de los emergentes exhiben un crecimiento acorde con su potencial (o incluso algo menos), en Turquía la brecha de producción se estima que puede ser de entre un 3% y un 2% positiva.

El sobrecalentamiento turco se ha visto agravado por la política económica seguida. Lejos de atacar los desequilibrios con una decidida política contracíclica, la orientación general ha sido la de negar la premisa fundamental de la existencia de un crecimiento excesivo. En particular, la política monetaria, a pesar de la acumulación de presiones en los precios, mantuvo el tipo de referencia en el 8,0% desde finales 2016 y hasta mayo pasado (es decir, un tipo real negativo para una economía que en gran parte de ese periodo crecía por encima del 7%). El resultado, predecible, es que los inversores han empezado a cuestionar la credibilidad de la política monetaria turca: si las expectativas de inflación a medio plazo eran, hace un año, de menos de un 8%, actualmente bordean el 20%. Las medidas adoptadas desde mayo (entre otras decisiones menores, adoptar diferentes medidas macroprudenciales, subir el tipo de referencia del 8,0% al 24,0% y limitar la capacidad de operar en divisas extranjeras) se han percibido como una respuesta de política monetaria tardía y de una intensidad inadecuada dados los desequilibrios acu-

Turquía: crecimiento del PIB e inflación

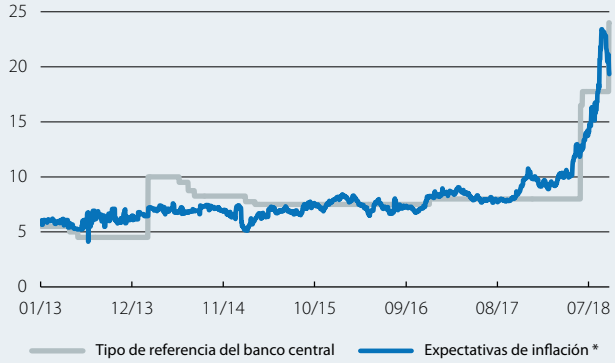
Variación interanual (%)



Nota: ** Para el 3T 2018, promedio de julio y agosto.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Turco de Estadística (Turkstat).*

Turquía: tipo de interés de referencia y expectativas de inflación

(%)



Nota: ** Breakeven de inflación a cinco años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Nacional y Bloomberg.*

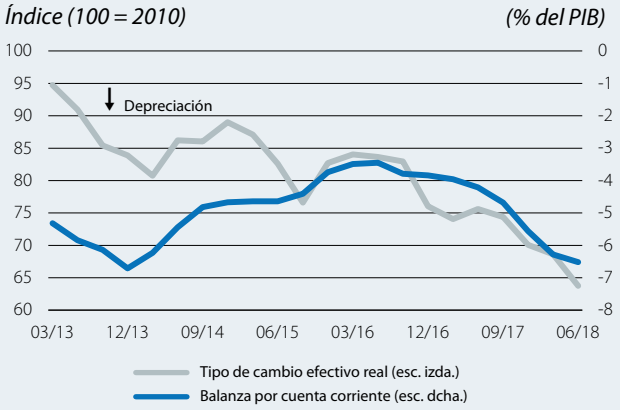
mulados. Si, además, la política fiscal, tradicionalmente un punto fuerte de la política económica, tampoco ha actuado con decisión (solo ahora se apunta a una futura consecución de un superávit primario, tras varios ejercicios en los que incluso se han visto fuertes aumentos de salarios públicos), la falta de credibilidad, lejos de circunscribirse a la política monetaria, alcanza a toda la política económica.

Para los conocedores de la historia económica del país, esta evolución no deja de ser paradójica. Turquía parecía haber hecho suyas las lecciones del fortísimo ajuste macroeconómico de 2001 y los cambios radicales del sistema económico que siguieron (con el saneamiento del sistema bancario, la inserción del rigor en las finanzas públicas y la reinvención del banco central como entidad auténticamente independiente). Se trataba de una experiencia de éxito que favoreció que, por primera vez, el país pudiese disponer de una economía de mercado moderna y con un funcionamiento institucional homologable a la de los mejores emergentes.

Aunque el alejamiento de la ortodoxia puede deberse a muchos factores, parece indudable que la excepcional situación política del país en los últimos años constituye un ingrediente esencial. Turquía ha experimentado, en pocos años, cambios sustanciales en su contexto político externo e interno cuya gestión ha representado un reto para el Gobierno, como hubiera sucedido en cualquier otro país sometido a situaciones similares. De entrada, en perspectiva externa, el cambio magmático de Oriente Medio, con conflictos de la crudeza de la guerra civil siria o la lucha contra ISIS, ha repercutido sobre la política nacional, que ha tenido que gestionar desde retos de carácter militar y de seguridad interna hasta los derivados del flujo de refugiados. Pero, además, se han sumado el intento de golpe de Estado de julio de 2016, con el aumento del grado de intervención interno que siguió, la difícil reinvención del régimen constitucionalista turco (que ha representado un giro hacia un modelo presidencialista muy distante del existente desde 1923, cuando se instauró la república) y unas fundamentales elecciones presidenciales y legislativas en 2018, ya bajo las nuevas reglas de juego. En esta tesitura, un ajuste macroeconómico, que iba a comportar costes sociales inevitables, hubiese desgastado el capital político disponible. Esta opción, que quizás podía disculparse en 2016 cuando los inversores tendían a tener una visión relativamente complaciente respecto a los riesgos emergentes, ha sido insostenible en 2018, cuando el impacto sobre los emergentes con mayores desequilibrios de la incertidumbre global y el endurecimiento de la política monetaria de la Fed se ha tornado virulento.

Ahora, Turquía tiene que afrontar simultáneamente una fuerte presión sobre los ámbitos reales y financieros de su economía. De entrada, la situación actual, de parada súbita de capitales *de facto*, va a comportar un inevitable ajuste de la actividad. En ese sentido, la desaceleración del 2T, cuando el crecimiento fue del 5,2% interanual frente al 7,3% del 1T, puede ser solo la antesala de una mayor debilidad económica. Aunque el ejercicio de hacer previsiones en plenas turbulencias financieras es especialmente incierto, CaixaBank Research espera un rápido descenso del crecimiento, que podría acabar siendo el menor desde la Gran Recesión de 2008-2009. Esta pérdida de ritmo se verá acompañada por el mantenimiento de la inflación en dobles dígitos en los trimestres venideros. A pesar de la menor presión por el lado de la demanda, en los próximos meses se va a producir la plena traslación a los precios de los bienes importados de la depreciación de la divisa. Por lo que se refiere a la dimensión financiera, las dificultades son, incluso, superiores. Dado el elevado nivel de deuda en divisas que acumula la economía turca, afrontar su pago y renovación, en un contexto de lira fuertemente depreciada y con los tipos de interés internacionales previsiblemente al alza, es un reto. En esta situación, parece probable que las dificultades financieras de las empresas acaben trasladándose a un aumento de la morosidad bancaria.

Turquía: saldo de la balanza por cuenta corriente y tipo de cambio



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Pagos Internacionales y del Instituto Turco de Estadística (Turkstat).*

Ante este panorama, ¿cuáles son las vías que sigue teniendo abiertas? En lo esencial, los decisores de política económica tienen a su alcance varias opciones para estabilizar la situación. La menos ortodoxa, y con mayores riesgos de ser insuficiente y quizás incluso contraproducente, es establecer control de capitales. La más convencional sería profundizar en el programa de ajuste que combinase un ajuste fiscal y un endurecimiento monetario. Las decisiones de las últimas semanas, con el aumento del tipo de referencia y el anuncio de un ajuste fiscal equivalente a un 1,3% del PIB, serían pasos en esta dirección. Las medidas anteriores tendrían mayores probabilidades de éxito si se viesen acompañadas por la ayuda financiera del FMI, una posibilidad que ha sido reiteradamente negada por parte de las autoridades turcas pero que facilitaría que la política económica recuperase credibilidad de forma más rápida. En ausencia del crédito del FMI, el ajuste podría acabar siendo menos gradual y más intenso. Turquía, en definitiva, se ha quedado prácticamente sin tiempo y con escaso margen de reacción. El partido no está en absoluto perdido, pero la prórroga se acaba y conviene ver puerta con urgencia.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18
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	4,0	5,3	4,4	5,2	6,1	5,9
Confianza del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	120,3	126,0	127,1	127,2	127,9	134,7
Producción industrial	–1,9	1,6	1,3	3,0	3,4	3,4	4,0	4,9
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	58,7	59,7	58,7	58,1	61,3
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.177	1.208	1.172	1.259	1.317	1.261	1.174	1.282
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	189	200	200	205	209	211	212	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	3,9	3,9
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,7	60,1	60,2	60,1	60,3	60,4	60,5	60,3
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	...
Precios								
Precios de consumo	1,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,7	2,9	2,7
Precios de consumo subyacente	2,2	1,8	1,7	1,8	1,9	2,2	2,4	2,2

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	08/18
Actividad								
PIB real	1,0	1,7	2,0	2,0	1,1	1,3	–	...
Confianza del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,8	44,5	44,4	43,7	43,5	43,3
Producción industrial	–0,2	4,5	4,4	4,1	2,5	2,0	0,7	0,1
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	22,0	25,0	24,0	21,0	–	19,0
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3
Precios								
Precios de consumo	–0,1	0,5	0,6	0,6	1,3	0,6	0,9	1,3
Precios de consumo subyacente	0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4

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	08/18
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	9,0	9,0
Producción industrial	6,1	6,6	6,3	6,2	6,6	6,6	6,1
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,8	51,7	51,0	51,6	51,3
Sector exterior							
Balanza comercial [1] *(valor)*	512	435	435	435	420	395	362
Exportaciones	–8,4	8,5	6,9	10,1	13,6	11,3	9,1
Importaciones	–5,7	16,1	14,7	13,2	19,2	20,1	20,5
Precios							
Precios de consumo	2,0	1,6	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3
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	6,8

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	07/18	08/18	09/18
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,0	1,6	1,6	1,1	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,6	3,0	4,1	4,2	3,1	2,2	–0,1	...	...
Confianza del consumidor	–7,8	–2,5	–1,5	–0,2	0,5	0,0	–0,5	–1,9	–2,9
Sentimiento económico	104,2	110,8	111,8	114,3	114,0	112,5	112,1	111,6	110,9
PMI manufacturas	52,5	57,4	57,4	59,7	58,3	55,5	55,1	54,6	53,3
PMI servicios	53,1	55,6	55,3	55,9	56,4	54,6	54,2	54,4	54,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	–	...	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,0	8,7	8,6	8,3	8,2	8,1	...
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	9,2	9,3	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,3	11,0	11,0	10,6	10,2	9,7	...
España *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	16,8	16,6	16,2	15,4	15,2	15,2	...

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	07/18	08/18	09/18
Saldo corriente: eurozona	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	**3,8**	**3,7**	**...**	**...**
Alemania	8,5	7,9	7,9	7,9	7,9	8,1	8,0	...	...
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	1,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**99,2**	**99,0**	**99,4**

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	1,8	2,5	2,4	3,0	3,3	3,7	4,0	4,2	...
Crédito a hogares [1, 2]	1,7	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	...
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	...	...
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	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,6	10,1	9,2	8,1	7,5	6,8	...
Otros depósitos a corto plazo	–1,9	–2,7	–3,0	–2,4	–2,1	–1,5	–1,1	–1,4	...
Instrumentos negociables	2,7	1,1	–0,4	–1,6	–5,8	–2,8	–3,3	–4,3	...
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	...	...

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.*

Moderación esperada del ritmo de crecimiento

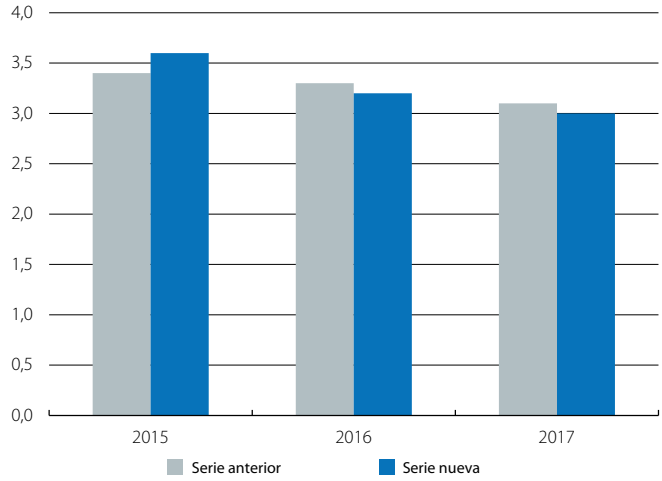
Suave desaceleración del crecimiento. La economía española modera su ritmo de crecimiento de manera paulatina, y la revisión de la serie anual del PIB, que el INE realiza todos los años en septiembre, confirma esta tendencia. Mientras que el crecimiento en el año 2015 fue del 3,6%, ligeramente superior a lo previsto, en 2016 fue del 3,2% y en 2017 del 3,0%, en ambos casos 1 décima menor de lo anunciado previamente. En 2018 y 2019, como prevé el escenario de CaixaBank Research, esta desaceleración gradual continuará debido al desvanecimiento de los vientos de cola que apoyaron la economía en los últimos años. La demanda interna mantendrá un buen ritmo de avance, aunque algo menor que en el pasado, respaldada en un consumo, tanto privado como público, algo menos vigoroso, así como por una inversión que acelerará ligeramente su ritmo de avance. Por su parte, la contribución del sector exterior al crecimiento será cercana a cero, al verse lastrado el avance de las exportaciones por el menor vigor de la eurozona y mantener unas importaciones dinámicas de la mano de la demanda interna.

Los indicadores de actividad del 3T apuntan a una moderación del ritmo de avance. En concreto, el indicador adelantado del PIB de CaixaBank Research para el 3T proyecta un crecimiento intertrimestral del 0,5%, una cifra inferior a las observadas en los últimos seis trimestres (0,7% en promedio) aunque, dada la moderada disponibilidad de datos referentes al 3T, la proyección todavía es relativamente preliminar. Con todo, los indicadores disponibles hasta la fecha se encuentran claramente en niveles inferiores a los del año pasado. Por el lado de la oferta, el índice PMI compuesto de sentimiento empresarial continúa en zona expansiva (en los 53 puntos el pasado agosto), pero por debajo de los 56,2 puntos registrados en el promedio de 2017. Asimismo, la producción industrial descendió un 0,1% en julio, tras un avance del 0,9% interanual en el 2T. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas bajaron un 0,4% interanual en julio, prosiguiendo con la atonía observada en el 2T (0,0% frente a un +0,9% en 2017). Así, todo parece indicar que la economía está entrando en una fase más madura del ciclo en la que mantendrá un ritmo de crecimiento sólido pero inferior al registrado en los últimos años.

La creación del empleo avanzó en agosto un 2,9% interanual, un ritmo vigoroso aunque 1 décima menor que en julio. En términos no desestacionalizados, el número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en 203.000 personas, algo habitual en los periodos vacacionales, aunque el descenso fue algo superior al registrado en años anteriores. En el conjunto de los últimos 12 meses, sin embargo, el número de afiliados ha aumentado en 530.000 personas y esperamos que esta buena evolución continúe, aunque a un ritmo algo menos vigoroso que en el pasado. Por su parte, los costes salariales aumentaron de manera moderada en el 2T. Así, según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral por hora efectiva creció un 0,9% interanual (desestacionalizado y corregido por los efectos de calen-

España: revisión de la serie del PIB

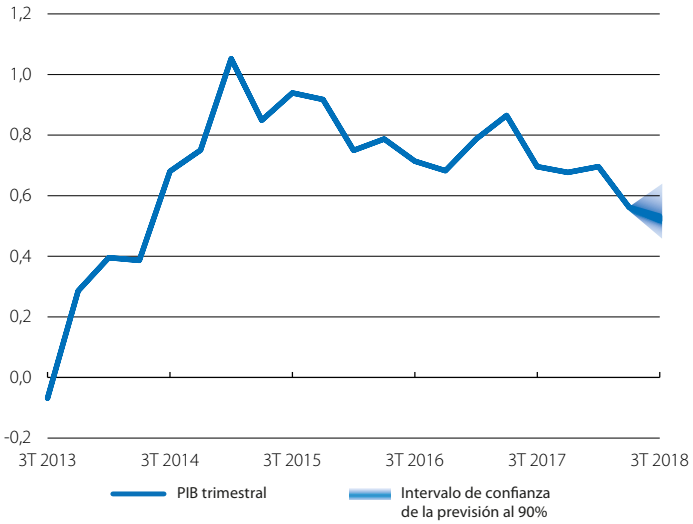
Variación anual (%)



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

España: PIB

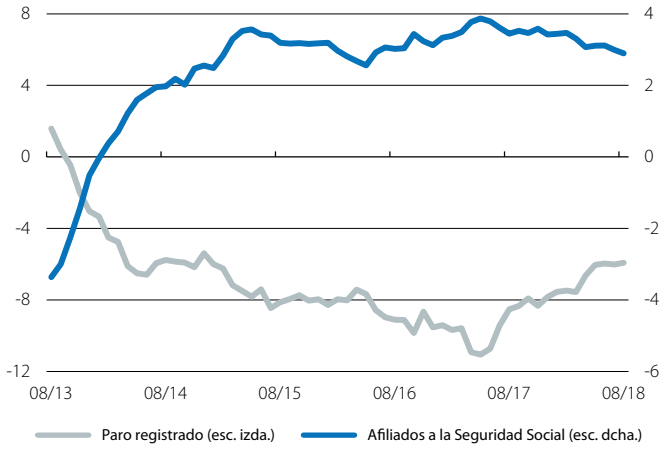
Variación intertrimestral (%)



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

España: afiliados a la Seguridad Social y paro registrado

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



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

dario), 1 décima superior al registro del trimestre anterior. De cara a los próximos trimestres prevemos que los costes laborales sigan subiendo de forma gradual, a medida que continúa la recuperación del mercado laboral y se aplican unos mayores incrementos salariales acordados en los convenios colectivos.

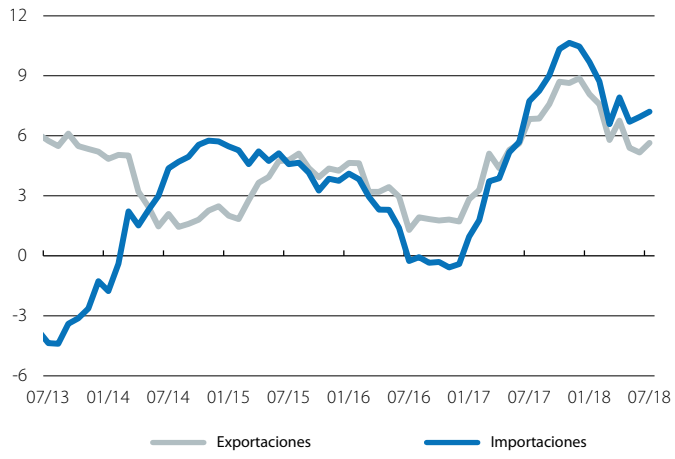
El sector exterior modera su buen tono. El superávit de la balanza por cuenta corriente de julio se situó en el 1,3% del PIB (acumulado de 12 meses), inferior al 1,9% de julio de 2017. De estas 6 décimas de deterioro, el saldo no energético, ligeramente en negativo, explica la mitad de ellas (es decir, 3 décimas de PIB), mientras que el efecto del encarecimiento del petróleo explica otra décima. Asimismo, los datos de aduanas del mes de julio muestran que las exportaciones totales de bienes crecieron un 5,6% interanual (acumulado de 12 meses), mientras que el subcomponente de exportaciones no energéticas avanzó un 4,4%. Las importaciones, por su parte, también aceleraron, fruto del empuje de la demanda interna y del encarecimiento del petróleo, con un crecimiento del 7,2% interanual (5,9% interanual las no energéticas). Para el conjunto del año, CaixaBank Research prevé una reducción del superávit por cuenta corriente hasta el 1,1% en 2018, debido a los mayores precios del petróleo así como a las mayores importaciones de productos no energéticos.

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.) en el 2T se situó en el 1,8% del PIB, lo que supone una reducción de 0,4 p. p. respecto al registro del 2T 2017. Así, en el primer semestre del año se habrían ya ajustado los 0,4 p. p. necesarios para alcanzar el déficit del 2,7% del PIB acordado con Bruselas para 2018 (respecto al déficit del 3,1% registrado en 2017). De cara al segundo semestre del año, es probable que se produzca un ligero aumento del gasto, en particular por el aumento de los salarios de los funcionarios y la revalorización de las pensiones, ambas medidas incluidas en los presupuestos de este año. Por administraciones, el déficit del Estado, del que ya se disponen datos hasta agosto, disminuyó hasta representar el 1,6% del PIB (1,9% en agosto de 2017). Asimismo, con datos hasta julio, la Seguridad Social registró un déficit del 0,3% del PIB (0,5% en julio de 2017) y las comunidades autónomas registraron un superávit del 0,1% del PIB hasta julio (mejorando el déficit del –0,1% del PIB de julio de 2017). Por su parte, la deuda del conjunto de las AA. PP. se situó en el 98,1% del PIB en el 2T 2018, un nivel 1,3 p. p. inferior al del 2T 2017.

El mercado inmobiliario afianza su tendencia alcista. El precio de la vivienda que publica el INE, basado en transacciones, aumentó un 6,8% interanual en el 2T 2018, 6 décimas por encima del valor observado en el 1T y del promedio de 2017. Por su parte, los precios que publica el Ministerio de Fomento, basados en tasaciones, subieron un 3,8% interanual en el 2T y consolidan la tendencia alcista en el precio de la vivienda iniciada en 2015. Asimismo, por el lado de la demanda, continúa el dinamismo en la compraventa de viviendas, que aumentó un 12% interanual en el acumulado del año hasta julio. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva avanzaron un notable 24% interanual en el acumulado del año hasta mayo. De este modo, los indicadores reflejan unas perspectivas favorables de cara a los próximos trimestres.

*España: exportaciones e importaciones de bienes **

Variación interanual (%)



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

Ejecución presupuestaria por administraciones

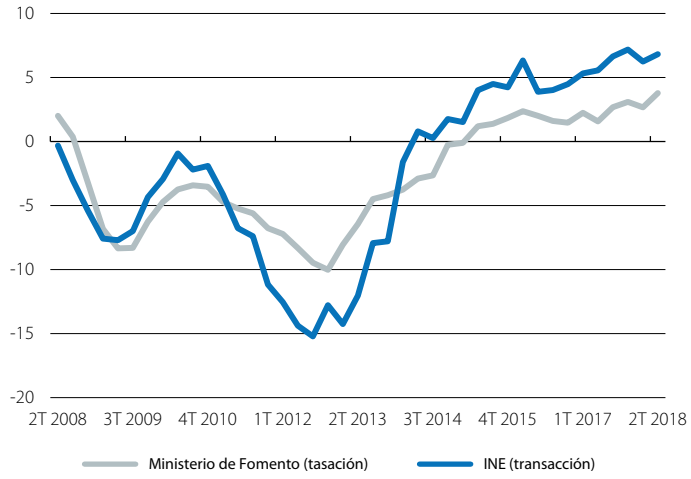
(Datos acumulados en lo que va de año)

	Último dato	Millones de euros		% del PIB	
		2017	2018	2017	2018
Estado	Agosto	–21.588	–18.895	–1,9	–1,6
Seguridad Social	Julio	–5.309	–3.787	–0,5	–0,3
CC. AA.	Julio	–744	681	–0,1	0,1
Total AA. PP. (sin CC. LL.) *	Julio	–27.155	–22.634	–2,3	–1,9
CC. LL.	**Junio**	**1.446**	**615**	**0,1**	**0,1**
Total AA. PP. *	**2T 2018**	**–25.452**	**–22.083**	**–2,2**	**–1,8**

Nota: ** Excluida la ayuda a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IGAE.*

España: precio de la vivienda libre

Variación interanual (%)



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

La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?

Los últimos datos de contabilidad nacional publicados por el INE, que incluyeron ligeras revisiones a la baja en trimestres recientes, reflejaron un crecimiento del PIB por debajo de lo esperado. Sin embargo, dado que ya había una expectativa de que el ritmo de crecimiento de la economía española se moderaría, en este artículo veremos que los últimos datos no dan motivos para alarmarse.[1] De hecho, los datos disponibles hasta el momento sugieren que la desaceleración a la que se enfrenta el país está causada por factores que entrañan un riesgo limitado y las magnitudes que se contemplan son moderadas.

Un vistazo a los datos más recientes

Empecemos por analizar los datos más recientes y que han podido generar algo de preocupación. En la primera tabla presentamos los datos de contabilidad nacional de los últimos cuatro trimestres de la economía española.

Tal y como se puede observar, el crecimiento del PIB se ha desacelerado de forma significativa. Aunque cabe recordar que estos registros aún suponen una tasa de crecimiento sólida (superior a la de la mayoría de los países desarrollados, por ejemplo), hay dos elementos que suscitan cierta preocupación: la desaceleración del consumo privado que se observa en el último trimestre y el mal dato de la contribución de la demanda externa.

Respecto al primer punto, una lectura rápida del dato podría sugerir que la desaceleración se debe a un deterioro de la confianza de los hogares respecto a las perspectivas económicas. Ello, sin embargo, contrasta con los positivos indicadores de confianza y de mercado laboral disponibles. En el 2T, el índice de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) elaborado por la Comisión Europea se situaba en los 109,8 puntos, por encima del registro promedio de 2017 (108,6). Asimismo, el índice de confianza del consumidor elaborado también por la Comisión Europea se situaba en los 0,5 puntos, 1,2 puntos por encima del promedio de 2017. Por su parte, el índice PMI compuesto elaborado por Markit en el 2T se situó en 55,4 puntos, un registro compatible con tasas de crecimiento robustas. Finalmente, cabe destacar los favorables datos del mercado laboral, que en el 2T registró una tasa de creación de empleo del 2,8% interanual (según datos de la EPA), ligeramente por encima del crecimiento promedio del 2,6% de 2017.

1. A modo de ejemplo, véase el artículo «La economía española en 2017: creciendo con menos vientos de cola» incluido en el Dossier del IM12/2016.

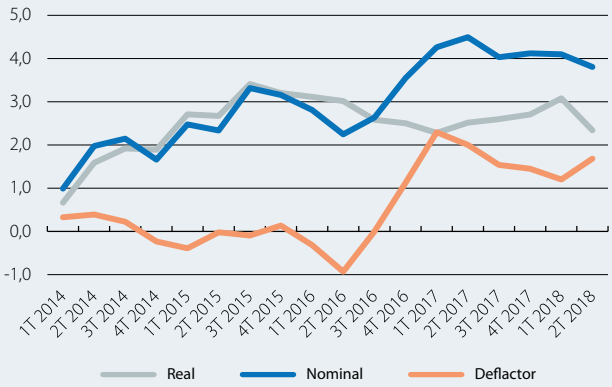
De hecho, si nos fijamos no solo en el consumo real sino también en la evolución del consumo nominal y del deflactor, los datos ofrecen una visión menos negativa. En concreto, el segundo gráfico muestra que, tras una fase inicial de recuperación (2014-2015) en la que la estabilidad de los precios hizo que el consumo real y nominal evolucionaran de manera muy pareja, desde 2016 el avance del consumo real se ha mantenido relativamente estable y ha mostrado poca sensibilidad al aumento de los precios que refleja el deflactor (que sigue muy de cerca la evolución del IPC): es decir, la familias optaron por compensar los aumentos en los precios con un mayor gasto con tal de mantener su consumo de bienes y servicios. Sin embargo, en el 2T 2018, el repunte de la inflación (debido al aumento

España: cuadro macroeconómico
Variación intertrimestral (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Consumo privado	0,9	0,4	0,9	0,1
Consumo público	0,6	0,3	0,8	0,1
Formación bruta de capital fijo	2,3	0,6	1,1	3,5
Inversión en bienes de equipo	*3,6*	*0,5*	*–0,1*	*6,5*
Inversión en construcción	*1,7*	*0,8*	*2,1*	*2,2*
Demanda interna *(contrib.)*	**1,2**	**0,4**	**0,9**	**0,8**
Exportaciones	0,1	1,4	0,6	0,2
Importaciones	1,9	0,6	1,7	1,0
Demanda externa *(contrib.)*	**–0,5**	**0,3**	**–0,3**	**–0,2**
PIB	**0,64**	**0,73**	**0,56**	**0,56**

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

Evolución del consumo privado nominal, el real y el deflactor
Variación interanual (%)



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

del precio del petróleo) sí que hizo mella en el consumo real, mientras que el crecimiento del consumo nominal se mantuvo estable alrededor del 4%. En parte, ello puede ser resultado de la baja tasa de ahorro de los hogares, que en el 2T 2018 se situó en el 4,7%, el registro más bajo de la serie histórica. Así, la falta de reacción del consumo nominal ante la subida de los precios puede ser indicativo del escaso margen de maniobra del que disponen los hogares para ajustar al alza su gasto en consumo. Con todo, dado que el repunte de los precios se debe, en gran parte, a un aumento de los precios energéticos, que se espera que sea temporal, es probable que el consumo real recupere mayores tasas de crecimiento en los próximos trimestres a medida que la inflación retroceda.

Por lo que se refiere al desempeño del sector exterior, los datos disponibles hasta julio muestran un deterioro del saldo comercial en bienes no energéticos. Este dato resulta menos sorprendente si se tiene en cuenta el contexto actual de desaceleración de los flujos comerciales a nivel global, así como la apreciación gradual del euro que tuvo lugar entre principios de 2017 y abril de 2018.[2] A estos factores, hay que añadir que la incertidumbre generada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China puede penalizar la confianza.

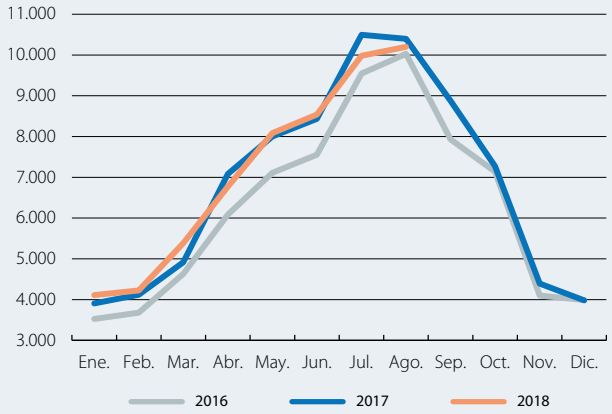
Además, el sector turístico, que es uno de los pilares del superávit comercial de los últimos años, también ha visto frenada su contribución al crecimiento, tras un 2017 excepcionalmente bueno. Tal y como se puede ver en el tercer gráfico, con datos hasta julio, la llegada de turistas se ha estancado respecto al año anterior. Así, todos estos factores hacen prever que el sector exterior tenga un comportamiento menos favorable en los próximos trimestres que el registrado en los últimos años. En este sentido, en el cuarto gráfico presentamos un cuadro con distintas estimaciones del impacto que la desaceleración del sector turístico puede tener sobre el PIB: en un escenario razonable, el impacto se situaría en torno a los 0,1-0,2 p. p.

Vientos que cambian de dirección

Las elevadas tasas de crecimiento registradas en España entre 2015 y 2016 no hubieran sido posibles sin una serie de factores que dieron más impulso a la recuperación económica que ya estaba en marcha. Estos vientos de cola se refieren a la caída del precio del petróleo que se produjo a finales de 2014 (el precio del crudo pasó de los 112 dólares en junio de 2014 a 50 dólares en enero de 2015), la compresión de los tipos de interés resultante de las políticas del BCE, una política fiscal que pasó de restar al crecimiento a realizar ligeras aportaciones y a la depreciación del

2. El tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció un 9% entre enero de 2017 y abril de 2018.

España: número de turistas
Miles de personas



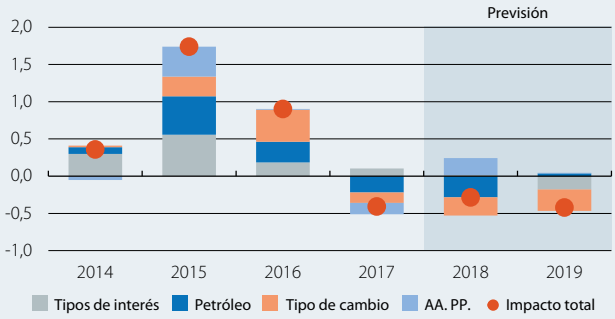
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Sector turístico: cuadro de sensibilidades del PIB
Variación interanual (%)

	2017	Acum. julio 18	Escenario 1	Escenario 2
Exportaciones turismo	17,1	3,3	2,0	0,0
Impacto sobre el PIB (en p. p.)			0,09	0,16

Nota: *El impacto sobre el PIB se calcula en base al saldo de exportaciones turísticas. No se incluyen efectos indirectos.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

España: impacto sobre el crecimiento de los vientos de cola y de cara
(p. p.)



Notas: *El impacto de los distintos factores se estima a partir del saldo energético, del pago de intereses, de la depreciación del tipo de cambio efectivo real y del ajuste fiscal. Para estimar el impacto en los componentes de la demanda, se asume una propensión marginal al consumo del 60% y una intensidad importadora del 25%. No se contemplan los efectos indirectos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE, el BCE y el Banco de España.*

euro. Todos ellos quedan recogidos en el quinto gráfico, donde nuestras estimaciones reflejan que los vientos de cola tuvieron una contribución especialmente remarcable en 2015 y 2016.

Sin embargo, en la coyuntura actual, muchos de estos vientos de cola se han agotado o incluso se han girado de cara. Los ejemplos más claros son los del precio del petróleo y el tipo de cambio. Así, tras situarse en los 48 dólares por barril en junio de 2017, el precio del petróleo ha ido escalando y, en septiembre de 2018, se situaba alrededor de los 80 dólares. Asimismo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha apreciado un 6% desde principios de 2017. Dado este viraje de los vientos de cola, en el último gráfico también mostramos nuestras estimaciones del impacto sobre el PIB previsto para cada uno de los cuatro factores mencionados anteriormente (petróleo, tipos de interés, tipo de cambio y política fiscal) para el periodo 2018-2019.

Tal como se puede observar, según las estimaciones de CaixaBank Research, todos los factores considerados limitarán el crecimiento de la economía española, con la excepción de la política fiscal, que prevemos que mantenga una orientación ligeramente expansiva. En relación con el precio del petróleo, se espera que el mayor impacto se concentre este año dado que, a partir de entonces, prevemos que el precio del crudo frenará su tendencia alcista. En cambio, se espera que el efecto de los mayores tipos de interés, de la mano tanto del fin de las compras netas de activos por parte del BCE a finales de 2018 como de las subidas de los tipos de referencia del BCE a finales de 2019, empiece a notarse en 2019. Finalmente, la apreciación del euro que se ha producido hasta la fecha, y que se espera que tenga aún cierto margen de recorrido, pesará sobre el PIB a lo largo de este año y del que viene. Con todo, cabe destacar que el impacto negativo de estos factores sobre el crecimiento del PIB no se espera que supere, en conjunto, los –0,4 p. p. de PIB, una magnitud mucho más moderada que la observada en 2015 y 2016, cuando estos factores contribuyeron positivamente entre 1 y 1,5 p. p. al crecimiento del PIB.

Así pues, ¿hay que alarmarse por la desaceleración económica que señalan los últimos datos? Nuestro análisis sugiere que, si bien cabe esperar que se produzca una desaceleración y que esta se pueda intensificar a lo largo de este año y el siguiente, las magnitudes consideradas y los factores que la causan no apuntan a una desaceleración brusca, sino que respaldan la visión de que la economía está cambiando de marcha y entrando en una fase del ciclo más avanzada.

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	07/18	08/18	09/18
Industria								
Índice de producción industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	–0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	–1,3	–3,5	–3,0
PMI de manufacturas (*valor*)	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,9	53,0	51,4
Construcción								
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	27,1	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	13,1	13,8	14,4	15,0	15,2	13,7	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	–	...	–
Servicios								
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	2,4	–10,7	–22,7
PMI de servicios (*valor*)	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,7	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	0,5	1,8	0,0	–0,5	0,3	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	19,3	48,7	–17,0
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–3,8	–0,7	–1,5	–0,6	0,5	0,6	–2,5	–8,0
Mercado de trabajo								
Población ocupada [1]	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	–	...	–
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	–	...	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	3,0	2,9	...
PIB	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**2,8**	**2,5**	**–**	**...**	**–**

Precios

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
General	–0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Subyacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	...

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	07/18	08/18	09/18
Comercio de bienes								
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	5,6	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	7,2	...	...
Saldo corriente	**25,2**	**21,5**	**21,5**	**20,8**	**17,2**	**15,0**	**...**	**...**
Bienes y servicios	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	27,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	–10,7	–12,1	–12,1	–12,7	–12,3	–12,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**27,8**	**24,2**	**24,2**	**23,8**	**20,4**	**18,1**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2017	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Depósitos								
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,3	...
A la vista y ahorro	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,4	10,2	...
A plazo y preaviso	–16,0	–24,2	–24,6	–23,1	–20,7	–19,2	–19,1	...
Depósitos de AA. PP.	–14,2	–8,7	13,1	16,7	17,6	12,4	8,6	...
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**3,7**	**3,2**	**3,8**	**4,0**	**3,6**	**...**
Saldo vivo de crédito			...	...	...	...		
Sector privado	–3,6	–2,2	–1,9	–2,2	–2,8	–2,4	–2,2	...
Empresas no financieras	–5,3	–3,6	–3,3	–4,4	–6,4	–5,8	–5,5	...
Hogares - viviendas	–3,7	–2,8	–2,6	–2,4	–2,0	–1,7	–1,6	...
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,2	5,1	...
Administraciones públicas	–2,9	–9,7	–11,4	–12,5	–9,4	–9,0	–9,6	...
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,2**	**–2,8**	**–2,7**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**9,1**	**7,8**	**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.*

Crecimiento firme con visos de suavizarse

El crecimiento del PIB aceleró en el 2T 2018. Las cuentas nacionales publicadas por el INE, con el desglose del PIB por componentes, muestran un avance del 0,6% intertrimestral (2,4% interanual) en el 2T, unas cifras ligeramente superiores a la estimación inicial (0,5% intertrimestral y 2,3% interanual) y a las del 1T (0,4% y 2,2%, respectivamente). Por componentes, el consumo privado y las exportaciones fueron los que más contribuyeron a estas buenas cifras, respaldados por la mejora del mercado laboral y la renta de las familias, por un lado, y la desaparición de factores temporales que habían lastrado las ventas al extranjero en el 1T (como la menor actividad de refinado), por el otro. No obstante, estos buenos registros son algo inferiores al promedio observado en 2016-2017 (que fue superior al 0,6% intertrimestral) y, junto con los últimos indicadores de actividad y confianza, señalan que, a medida que la economía se afianza en la fase expansiva del ciclo, la velocidad de avance se suaviza. En concreto, esta desaceleración refleja, por un lado, la pérdida de impulso de los factores que favorecieron temporalmente el crecimiento en los últimos años (como los bajos precios del petróleo y unos tipos de interés en mínimos históricos) y, por el otro, un menor dinamismo de los principales socios comerciales de Portugal. En el plano de riesgos, a nivel global estos están sesgados a la baja, especialmente por el temor a un aumento del proteccionismo. A nivel doméstico, preocupa la baja tasa de ahorro de las familias (4,4% de la renta disponible en el 2T 2018), que podría lastrar el consumo, mientras que, por otro lado, las exportaciones podrían sorprender en positivo de la mano de la producción de automóviles.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. El empleo continuó creciendo a buen ritmo en julio (2,1% interanual, datos desestacionalizados), aunque con unas cifras claramente inferiores a las del año anterior (3% en el promedio de 2017). Así, también se observan indicios de moderación del crecimiento en el mercado laboral. En la misma línea, la reducción de vacantes en las oficinas de empleo (en términos interanuales y con datos hasta mayo) sugiere una disminución de la disponibilidad de empleos, aunque parte de ella se explica por el hecho de que el nivel de partida era relativamente elevado. Por otro lado, la tasa de desempleo se estabilizó en julio en el 6,8%, aunque, en términos interanuales, es una cifra 2,1 p. p. inferior a la de julio de 2017.

La capacidad de financiación exterior contribuye a la reducción del endeudamiento externo. En el 2T 2018, la economía mantuvo una capacidad de financiación exterior positiva, aunque se deterioró del 1,2% del PIB en el 1T 2018 al 0,7%. Esta disminución fue debida, prácticamente en su totalidad, al deterioro de la capacidad de financiación exterior de los hogares, que pasó del 1,3% en el 1T al 0,7% en el 2T, mientras que el sector financiero mejoró su capacidad de financiación hasta el 2,1% (1,9% en el 1T). Por otro lado, el sector corporativo no

Portugal: PIB

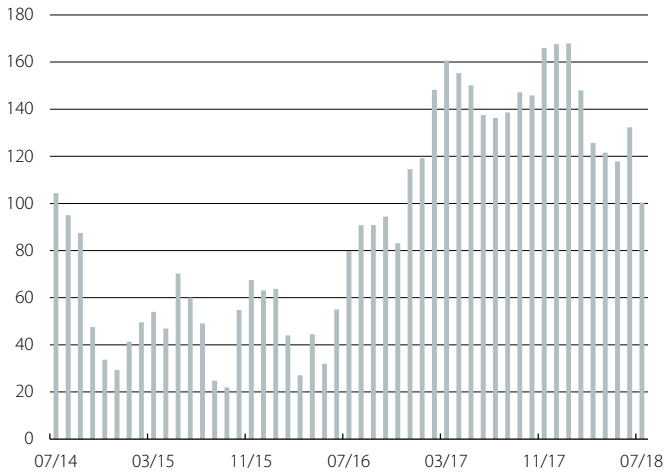
Variación interanual (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
PIB	2,5	2,5	2,2	2,4
Consumo privado	2,7	2,2	2,2	2,7
Consumo público	0,6	0,6	0,7	0,9
Inversión	9,3	6,1	4,3	3,7
Inversión en material de transporte	10,8	0,4	5,7	–5,7
Inversión en equipo	15,4	9,3	8,6	7,8
Inversión en construcción	8,1	6,5	2,1	3,3
Exportaciones	6,2	7,2	4,9	7,0
Importaciones	8,7	7,2	5,6	7,2

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

Portugal: empleo

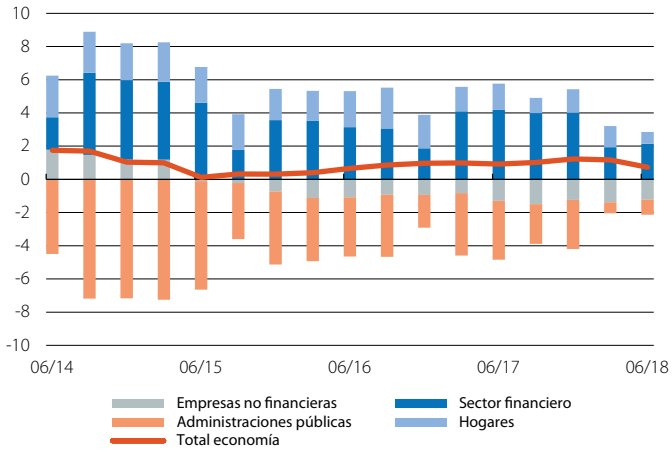
Variación interanual (miles)



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

Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior

(% del PIB)



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

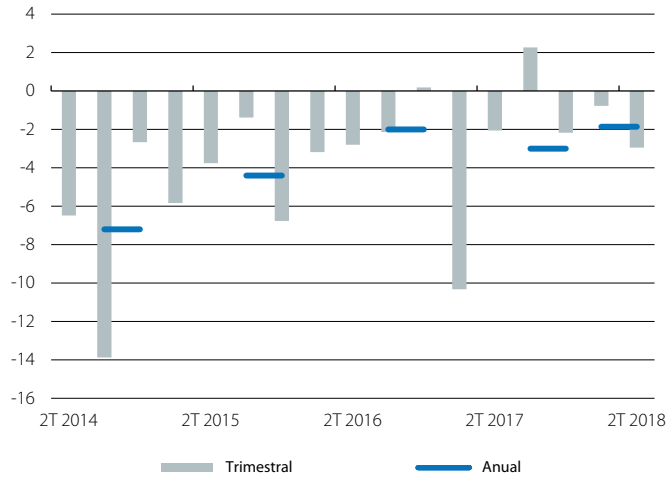
financiero y las Administraciones públicas mantuvieron unas necesidades de financiación exterior del 1,2% y 0,9%, respectivamente.

Las cuentas públicas mantienen una trayectoria positiva y siguen aprovechando el crecimiento económico y la recuperación del mercado laboral. Los datos de déficit referentes a los primeros seis meses del año confirman la evolución favorable de las cuentas públicas, con un déficit del 0,6% del PIB (excluyendo factores puntuales relacionados con las ayudas a la banca, como la ampliación de capital de Novo Banco) que supone una mejora de 1,35 p. p. respecto al registrado en los primeros seis meses de 2017. En el mismo sentido, los datos de flujo de caja también muestran una evolución positiva de las cuentas públicas, con un déficit de la Administración de 577 millones de euros, lo que equivale al 0,4% del PIB (datos hasta agosto). Por componentes, los flujos de caja muestran un buen comportamiento de los ingresos fiscales (+5,3% interanual) y un aumento del 2,1% del gasto, reflejo de la reducción de los gastos de personal (–1,2%, influenciados por un efecto base, al dividirse en 2017 la paga de Navidad de los funcionarios públicos en 12 mensualidades) que fue más que compensada por el gasto en adquisición de bienes y servicios (+7,7%) a través del pago de las deudas pendientes a la sanidad pública. De este modo, las dinámicas observadas refuerzan la expectativa de que el déficit público cerrará el año 2018 por debajo del 1,0% del PIB.

El precio de la vivienda se desacelera, pero sigue en cotas elevadas. El precio de la vivienda aumentó un 11,2% interanual en el 2T 2018, una cifra 1,0 p. p. por debajo del registro del 1T y que puso fin a cinco trimestres consecutivos de aceleración de los precios. Esta desaceleración, sin embargo, es esperada y refuerza la expectativa de que la oferta recortará la brecha que la separa de la demanda gracias al aumento de concesión de nuevas licencias y de nuevas construcciones de viviendas, lo que contribuirá a una evolución más moderada de los precios.

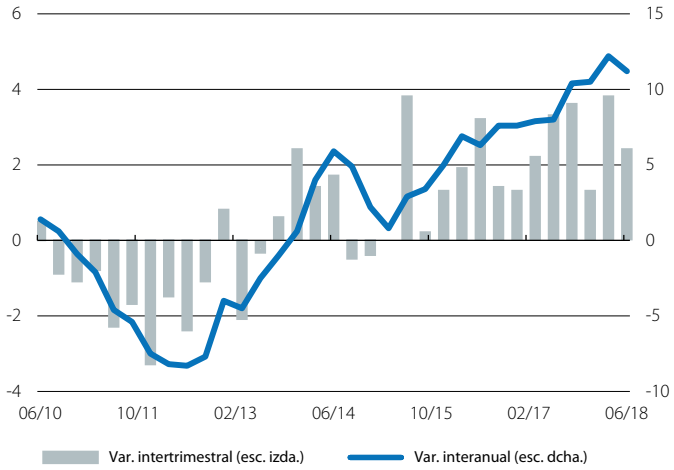
La reducción del crédito al sector privado no financiero se modera. El FMI, en su reciente evaluación del país, destacó la mayor robustez de los balances y del sistema bancario y, en especial, los avances en la reducción de los préstamos dudosos, así como el aumento de la eficiencia operativa. No obstante, el FMI también señaló la necesidad de seguir reduciendo los elevados niveles de crédito dudoso, que constituyen una traba para mejorar la rentabilidad del sistema bancario portugués. Por su parte, los datos disponibles hasta julio siguen reflejando un crecimiento robusto de las nuevas operaciones de crédito, con un fuerte aumento de las nuevas operaciones para la compra de vivienda (27,2% interanual) y del crédito al consumo (15,4%). Además, se observa un aumento de las nuevas operaciones de crédito a las empresas no financieras (+14,1%, con un papel destacado para el segmento de las grandes empresas). Sin embargo, el *stock* de crédito al sector privado no financiero sigue disminuyendo (–1,5% interanual en julio), aunque de forma más moderada que el año pasado (–4,3%).

Portugal: saldo público
(% del PIB)



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

Portugal: precio de la vivienda
Variación intertrimestral (%) *Variación interanual (%)*



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

Portugal: crédito al sector privado
Julio 2018

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	**120.469**	**0,0**
Crédito para vivienda	98.178	–1,3
Crédito al consumo y otros fines	22.291	5,6
Consumo	14.602	12,8
Crédito a empresas	**72.234**	**–3,8**
No promotores inmobiliarios	65.955	–3,6
Promotores inmobiliarios*	6.279	–6,0
Crédito total al sector privado*	**192.703**	**–1,5**

Nota: ** Crédito concedido al sector privado no financiero.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Recuperación del empleo y crecimiento de la economía portuguesa

Una de las principales características de la reciente recuperación económica en Portugal ha sido la evolución sorprendentemente positiva del mercado laboral. De hecho, entre 2014 y 2017, el número de puestos de trabajo aumentó en más de 351.000, lo que supone un crecimiento medio anual del 1,9%, ligeramente superior al avance del PIB, del 1,8% de media en el mismo periodo. ¿Cuáles son los principales factores que están contribuyendo a esta evolución?

La relación entre el PIB y el empleo: antes y después de la crisis

Entre el 4T 2013 (periodo que marca el inicio de la recuperación de la actividad económica y del empleo) y el 2T 2018, el empleo aumentó un 9,2% y el PIB, un 8,3%, lo que revela una ratio de 1,1 puestos de trabajo creados por cada nueva unidad del PIB, un valor muy elevado y sustancialmente por encima del registrado en la eurozona en el mismo periodo (0,6). Este valor contrasta con el que se observaba tiempo atrás en la economía portuguesa, ya que, de 1995 a 2008, la relación entre el empleo y el PIB era de 0,6 puestos de trabajo por unidad de PIB.

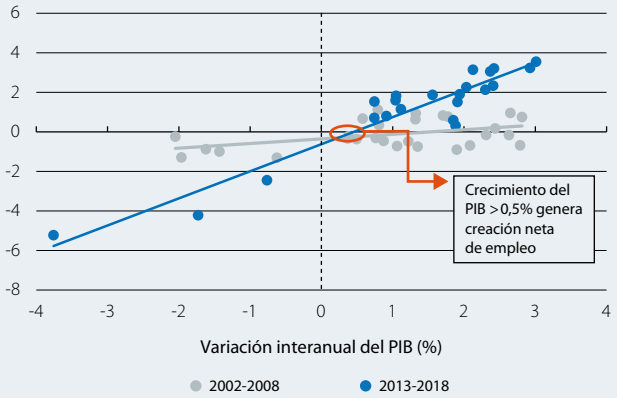
Una de las explicaciones para este dinamismo del mercado laboral es que la economía ha sido capaz de crear ocupación en términos netos a partir de tasas de crecimiento del PIB más bajas que antes de la crisis financiera internacional. Como se observa en el primer gráfico, la curva que relaciona el crecimiento del empleo con el del PIB (la denominada curva de Okun) ha ganado pendiente desde 2013, por lo que los aumentos en la tasa de crecimiento del PIB están asociados a una mayor aceleración en la tasa de crecimiento del empleo. El gráfico también ayuda a constatar que la economía lusa ahora es capaz de crear empleo a partir de un crecimiento del PIB del 0,5% interanual, una tasa significativamente inferior a la del periodo del año 2002 al 2008, que se situaba en el 1,5%.

La relación más estrecha entre el empleo y el PIB tras la crisis coincide con las reformas estructurales introducidas en el mercado laboral, especialmente las implementadas en el periodo 2011-2015. En este sentido, el BCE ha destacado que los países que implementaron reformas estructurales, como es el caso de Portugal, ven ahora cómo el empleo reacciona de forma más marcada a la recuperación del PIB.[1] En Portugal, las reformas aplicadas en este periodo se encararon a simplificar la legislación y consiguieron aumentar la flexibilidad del mercado laboral, tal y como muestra el indicador *employment protection legislation* (EPL) elaborado por la OCDE.[2] Más concretamente, la OCDE considera que las modificaciones en el ámbito de las indemnizaciones realizadas en este periodo[3] pueden haber supuesto un impulso significativo a la reciente creación de empleo. También es probable que los programas de apoyo a la contratación[4] hayan tenido un impacto positivo.

Sin embargo, cabe añadir que el rápido aumento del empleo en los últimos años también responde a factores temporales. Concretamente, la presión sobre las empresas

Portugal: crecimiento del PIB y del empleo

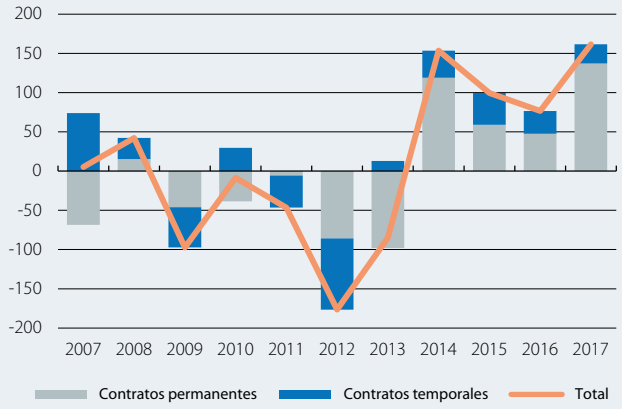
Variación interanual del empleo (%)



Nota: *Cada punto del gráfico corresponde a un trimestre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: empleados por cuenta ajena

Variación interanual (miles)



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

1. Banco Central Europeo, Boletín Económico de junio de 2016.
2. Véase OCDE (2017), «Labour Market Reforms in Portugal 2011-2015: A Preliminary Assessment». La EPL se redujo en 0,95 puntos, una de las reducciones más significativas en el conjunto de los países de la OCDE, aunque se mantiene en niveles elevados (3,18 frente a 2,04 en la OCDE en 2013).
3. El valor de las indemnizaciones a pagar por despido en los contratos indefinidos se redujo de 30 días de salario por año trabajado a 12 días, y se eliminó el nivel mínimo de indemnización a atribuir al trabajador. Las nuevas reglas se aplican a los nuevos contratos laborales.
4. Por ejemplo, el Contrato Empleo, una ayuda financiera a la contratación de desempleados inscritos en los centros de empleo.

para ajustar costes durante el periodo recesivo forzó a muchas de ellas a llevar a cabo un ajuste de empleo excesivo para poder sobrevivir, un fenómeno que se está revirtiendo ahora que la recuperación se ha asentado. Durante el periodo 2008-2013, se destruyeron 630.000 empleos (es decir, el 12% de los puestos existentes en 2008) en parte como resultado de un mercado laboral rígido y dual, y por el hecho de que el tejido empresarial portugués está compuesto por pequeñas empresas, que tienen una menor probabilidad de supervivencia en periodos de crisis. La rigidez del mercado laboral, así como la presencia insuficiente de mecanismos para reducir el número de horas trabajadas por trabajador[5] durante el periodo de la crisis, potenció la pérdida de empleos. Además, la menor protección de los trabajadores temporales (respecto a aquellos con contrato indefinido) y la elevada dualidad del mercado[6] fomentaron la reducción del número de trabajadores a través de la no renovación de sus contratos.

La composición sectorial también importa

La mayor sensibilidad del empleo al crecimiento del PIB también se explica por los cambios en la estructura sectorial del PIB. En el periodo de recesión (2008-2013), la destrucción de empleo fue más fuerte en el sector de la construcción (el empleo disminuyó un 11,8% anual) y la industria (–4,2%) que en el de los servicios (–0,8%). En este periodo, el peso de los servicios en el valor añadido bruto (VAB) total aumentó hasta el 76,7% en 2013, 2,5 p. p. más que en 2008, mientras que el sector de la construcción perdió importancia en una magnitud parecida y el peso de la industria se mantuvo estable. Así, dado que el empleo en el sector servicios tiende a ser muy sensible a las variaciones en el crecimiento del PIB, el aumento del peso de los servicios contribuye a reducir la diferencia entre el crecimiento del PIB y del empleo total. Entre el 1T 2014 y el 2T 2018, el empleo en los servicios tuvo un crecimiento acumulado del 12,5%, mientras que el crecimiento del VAB fue más moderado: 7,2%.

Pero la construcción y la industria también han contribuido de forma importante a la reactivación del empleo, dado que experimentaron una fuerte creación de empleo tras la fuerte destrucción observada en el periodo de recesión económica. A modo de ejemplo, en el sector de la construcción se destruyeron uno de cada dos empleos, y en el de la industria uno de cada cinco. En términos acumulados, entre el 1T 2014 y el 2T 2018, el empleo aumentó un 13,3% en el sector de la construcción y un 14,9% en el de la industria, después de que, en el periodo de recesión (2008-2013), se hubiera registrado una caída acumulada del 45,8% y el 18,5%, respectivamente.

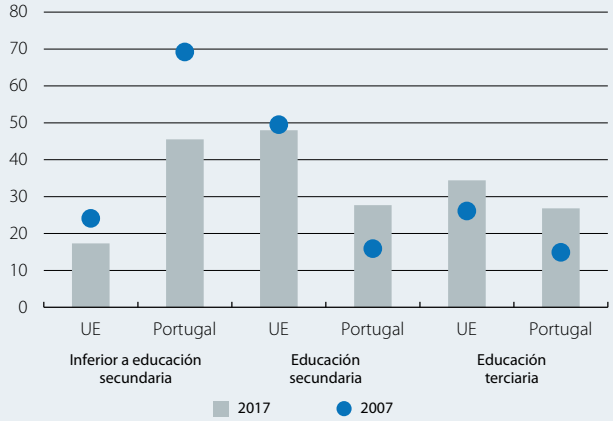
¿Cómo será la relación entre el empleo y el PIB en el futuro?

La terciarización de la economía (mayor peso de los servicios en la estructura productiva), junto con un mercado laboral menos rígido, seguirá fomentando una relación más estrecha entre el empleo y el PIB en el futuro: como hemos visto, según la curva de Okun, ahora la economía es capaz de crear empleo con tasas de crecimiento del PIB más bajas que antes, lo que permite que los individuos se beneficien más rápidamente de la recuperación de la actividad económica.

La otra cara de la moneda del fuerte ritmo de creación de empleo es el menor ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo. Aunque parte del fuerte repunte del empleo sea resultado de factores temporales y que, por lo tanto, podamos esperar cierta recuperación del crecimiento de la productividad del trabajo en los próximos años, hay motivos para pensar que este será limitado. En este sentido, sigue destacando la baja calificación de la mano de obra portuguesa. En efecto, en 2017, Portugal era el país de la UE con mayor porcentaje de trabajadores con un nivel de estudios inferior a la educación secundaria.[7] Incrementar el capital humano sigue siendo uno de los principales retos para impulsar la productividad.

Portugal: empleados según nivel educativo

Fracción del total de trabajadores entre 15 y 64 años (%)



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

5. La reducción del número de horas trabajadas durante el periodo 2008-2013 fue pareja a la pérdida de puestos de trabajo. Es decir, el ajuste en el mercado laboral se produjo esencialmente en el margen extensivo (número de empleos) y no en el intensivo (horas por trabajador).

6. En la primera mitad de 2018, el peso de los contratos temporales en el total del empleo por cuenta ajena era del 19%, un porcentaje similar al registrado en 2008.

7. Banco de Portugal, Boletín Económico de mayo de 2018.

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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Índice coincidente de actividad	1,5	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,9	1,7	1,6	...
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	2,5	2,3	0,5	–2,7	–0,1	–1,3	–2,9	...
Índicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,7	2,3	3,5	2,1	0,0	–0,5	0,5	0,9	1,6	–1,2
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	23,7	...	23,7	...	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	3,8	5,0	4,5	5,4	6,1	...	6,1	...	...	...
Servicios										
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	10,9	12,3	12,1	11,2	7,6	7,9	6,3			
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	7,3	13,8	14,8	13,2	14,4	13,7	18,9	18,3	14,5	16,7
Consumo										
Ventas comercio minorista	2,7	4,1	4,1	5,9	2,6	5,6	3,2	2,4	3,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	1,7	2,4	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	1,8	1,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–11,1	0,5	2,3	2,0	2,8	4,1	1,3	–1,4	–1,3	–1,5
Mercado de trabajo										
Población ocupada [1]	1,2	3,3	3,5	3,2	2,4	2,5	2,8	2,2	1,9	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	11,1	8,9	8,1	7,9	6,7	7,1	6,8	6,8	6,8	...
PIB	**1,9**	**2,8**	**2,5**	**2,2**	**2,4**	**...**	**2,4**	**...**	**...**	**...**

Precios

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
General	0,6	1,6	1,8	0,9	1,2	1,4	2,0	2,2	1,3	2,3
Subyacente	0,8	1,3	1,6	0,9	0,9	1,1	1,5	1,8	0,7	...

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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Comercio de bienes										
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	0,8	10,0	10,0	6,5	7,4	7,2	7,4	8,1	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,5	13,5	13,5	11,0	9,8	9,0	9,8	9,5	...	...
Saldo corriente	**1,1**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,0**	**0,6**	**0,0**	**0,0**	**...**	**...**
Bienes y servicios	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,6	3,1	3,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	–2,7	–2,6	–2,6	–2,3	–3,1	–3,0	–3,1	–3,3	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,7**	**1,9**	**2,3**	**1,9**	**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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Depósitos										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	2,1	2,6	4,3	4,3	4,9	3,6	...	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	2,1	2,6	4,3	15,4	16,2	11,4	...	...
A plazo y preaviso	–3,2	–5,8	–4,4	–4,1	–2,9	–2,9	–2,5	–1,8	...	...
Depósitos de AA. PP.	–17,9	1,3	12,1	1,9	–0,8	–9,7	12,8	–1,2	...	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**2,6**	**2,6**	**4,0**	**3,5**	**5,4**	**3,4**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito										
Sector privado	–3,9	–4,0	–3,4	–1,8	–1,8	–1,7	–1,6	–1,5	...	...
Empresas no financieras	–5,6	–6,5	–6,0	–3,1	–3,7	–3,6	–3,6	–3,8	...	...
Hogares - viviendas	–3,3	–3,1	–2,1	–1,9	–1,6	–1,6	–1,4	–1,3	...	...
Hogares - otras finalidades	–0,5	0,9	0,2	3,0	4,1	4,3	4,5	5,6	...	...
Administraciones públicas	–9,4	9,3	22,9	19,0	14,8	17,4	10,6	–13,9	...	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–2,4**	**–1,0**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,2**	**–2,1**	**...**	**...**
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.*

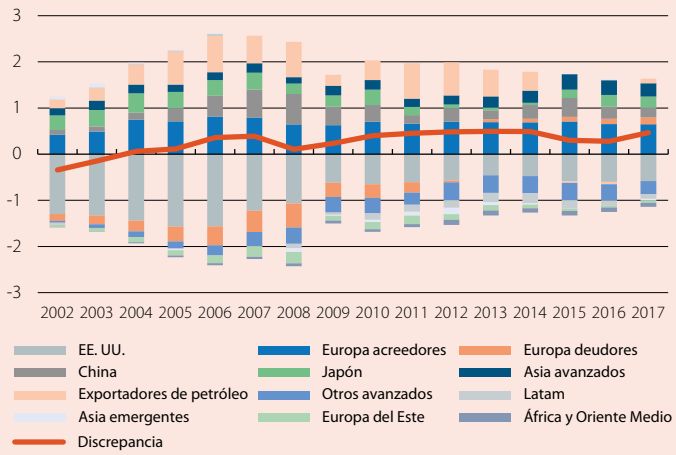
El papel de los desequilibrios globales 10 años después

Diez años después del estallido de la gran crisis económico-financiera global, la economía mundial crece a cotas cercanas al 4% anual, un ritmo razonablemente elevado. La mayoría de proyecciones apuntan a una continuación de esta tendencia a medio plazo. Sin embargo, en este escenario de avances notables, algunos factores de riesgo bien conocidos vuelven a incomodar. Entre ellos, los desequilibrios globales.

Pero, cuando hablamos de desequilibrios globales, ¿a qué nos referimos exactamente? En general, entendemos los desequilibrios globales como una situación de déficits y de superávits por cuenta corriente elevados y persistentes en el tiempo tales que su existencia puede tener repercusiones globales. La presencia de déficits (y superávits) por cuenta corriente no es algo *a priori* preocupante, puesto que pueden ser el resultado de movimientos óptimos de capitales desde países con bajas perspectivas de crecimiento (los superavitarios) hacia países con mejores perspectivas futuras (los deficitarios). Sin embargo, si estos déficits (y superávits) se originan, por ejemplo, a través de políticas fiscales fuertemente expansivas, de un exceso de ahorro (motivado por un escenario con elevada aversión al riesgo) que se dirige a países extranjeros con un desarrollado abanico de activos seguros, o de políticas mercantilistas, sí pueden ser motivo de inquietud.

Desequilibrios globales: saldos de la balanza por cuenta corriente

(% del PIB mundial)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).*

Una combinación de estos factores dio precisamente lugar a unos desequilibrios globales preocupantes a principios del milenio. Así, mientras en los primeros años de la década de los 2000 la suma de los déficits por cuenta corriente en todo el mundo no superaba el 1% del PIB mundial, en 2007 superaba el 2,5% (véase el primer gráfico). Un aumento que, obviamente, también ocurría por el lado de los superávits. Asimismo, este incremento a ambos lados de la cuenta corriente se concentró en unos pocos países. En el plano superavitario, las fuertes subidas vinieron de la mano de Europa central (con Alemania como estandarte); de los países exportadores de petróleo, que se beneficiaron del fuerte repunte del precio del petróleo (desde los apenas 30 dólares por barril de calidad Brent en el año 2000 a los más de 100 dólares en 2007), y de China, donde el fuerte ahorro del país asiático en búsqueda de activos seguros y las políticas neomercantilistas de apoyo a los sectores exportadores fueron elementos impulsores clave de los desequilibrios globales.[1] Al otro lado del tablero los crecientes déficits fiscales en EE. UU. y en numerosos países de la Europa periférica fueron un factor importante en el incremento de los desequilibrios globales[2] (la hipótesis de los *twin* déficits, que preconiza que las políticas fiscales excesivamente expansivas disminuyen el ahorro nacional neto y agravan la dependencia del exterior, adquirió relevancia en esa década).[3]

Esta acumulación de los desequilibrios durante los primeros años de la década de los 2000 exacerbó las consecuencias de la crisis de 2008. El parón repentino en los flujos internacionales de capitales que se produjo tras el colapso de Lehman Brothers obligó a aquellas economías altamente dependientes del ahorro externo (y, por tanto, con un abultado déficit por cuenta corriente) a recortar de forma abrupta su gasto, lo que deprimió su actividad económica. Asimismo, la fuerte interconexión global entre las principales economías a través de los flujos comerciales y financieros propició que el problema adquiriera envergadura mundial.

Cabe destacar que, tras el estallido de la crisis, gran parte de los déficits y superávits excesivos se corrigieron sustancialmente. Así, el déficit por cuenta corriente global se situaba en 2012 en torno al 1,5% del PIB mundial. Asimismo, fue destacable la reducción en la dispersión de los saldos corrientes de los países. En concreto, las mayores economías deficitarias redujeron su desequilibrio exterior conjunto a la mitad. A modo ilustrativo, EE. UU., el principal responsable del elevado déficit por cuenta corriente mundial, llegó a reducir su déficit en 1 punto de PIB mundial, mientras que, al otro lado, China redujo cerca de medio punto de PIB mundial su superávit corriente.[4]

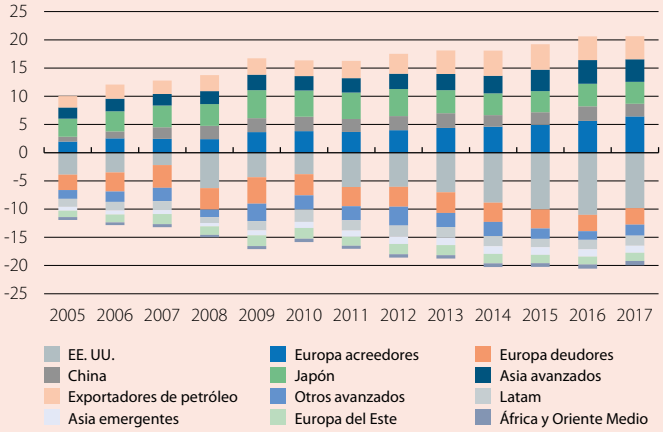
1. El elevado ahorro de los países de Asia emergente se conoce bajo el término económico de global *savings glut*.
2. Véase el artículo «De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal» en este mismo *Informe Mensual*.
3. Véase Chinn, M. (2017), «The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record», Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference.
4. En porcentaje de sus PIB respectivos, EE. UU. pasó de un déficit máximo del 5,8% en 2006 a un mínimo del 2,1% en 2013. China, por su parte, pasó de un superávit de casi el 10% en 2007 a un 1,5% en 2013 (según datos del FMI, WEO, abril de 2018).

En los últimos años, los desequilibrios corrientes se han mantenido estables en torno a este 1,5%. Aunque todavía por encima de los niveles de principios de los 2000, estos se emplazan claramente por debajo de los niveles de 2007. Con todo, dos elementos matizan esta visión relativamente tranquilizadora. En primer lugar, el importante impulso fiscal que está llevando a cabo la Administración estadounidense, con la rebaja impositiva que aprobó el Congreso en diciembre de 2017 y el aumento de gasto previsto para 2018 y 2019, ensanchará el déficit corriente norteamericano. Un incremento que, sin duda, repercutirá negativamente en los desequilibrios globales. No en vano, EE. UU. sigue siendo el país con el mayor déficit por cuenta corriente del mundo: con 449.141 millones de dólares en 2017, representaba el 51% del déficit total que acumulan el conjunto de países deficitarios.

En segundo lugar, la globalización financiera ha añadido una capa de complejidad a los flujos internacionales de capitales que los saldos por cuenta corriente no capturan. Así, la corrección global de las cuentas corrientes tras la crisis bien podría estar enmascarando riesgos financieros internacionales todavía importantes o incluso al alza.[5] Por un lado, el saldo por cuenta corriente y, por lo tanto, su contrapartida en la cuenta financiera puede haber disminuido en términos netos pero, al mismo tiempo, los flujos brutos –entradas y salidas de capital– son muy relevantes y sus oscilaciones pueden ser una fuente relevante de inestabilidad. En 2008, por ejemplo, mientras en EE. UU. el déficit por cuenta corriente se corrigió en 30.000 millones de dólares, la caída de las entradas brutas de capitales al país fue de 1,7 billones. Esta caída reflejó principalmente el parón de flujos de entrada europeos en EE. UU. y, en menor medida, la disminución de flujos procedentes de Asia emergente. Algo que, por otra parte, no hubiéramos pronosticado con la simple observación de los saldos por cuenta corriente, puesto que la región europea en su conjunto presentaba un saldo corriente neto equilibrado y era la asiática la que ostentaba un importante superávit por cuenta corriente. El motivo detrás del diferente comportamiento de Europa y Asia fue que los bancos europeos estaban altamente expuestos a los productos financieros americanos respaldados por hipotecas y sus homólogos asiáticos, no.

Posición de inversión internacional neta

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).*

Por otro lado, la fuerte expansión en las posiciones de activos y pasivos internacionales de los países matiza la relevancia de los saldos por cuenta corriente como medida de vulnerabilidad macrofinanciera. Un elevado *stock* de activos y pasivos financieros comporta que cada vez sean más importantes las ganancias netas de capital y menos los balances corrientes en el cambio de la posición de inversión internacional neta de las economías (PIIN),[6] que es, al fin y al cabo, lo que muestra la capacidad de dichas economías de cumplir con sus obligaciones de pago a medio y largo plazo. En este sentido, en los últimos años, las posiciones deudoras y acreedoras externas (indicadas por la PIIN) no han dejado de crecer y seguirán ensanchándose según las estimaciones más recientes del FMI. Una evolución que, sin duda, añade cierta presión al escenario de tranquilidad que emana de unos saldos por cuenta corriente más contenidos (véase el segundo gráfico).

En definitiva, el desarrollo de la globalización financiera ha traído consigo un nivel de complejidad notable en las relaciones macrofinancieras internacionales. Ello exige analizar distintos indicadores para poder valorar con mayor precisión el estrés macrofinanciero global. Así, aunque la reducción de los desequilibrios globales desde los máximos de 2007 es sintomático de un nivel más controlado en dicho estrés, las elevadas posiciones externas deudoras de algunas economías y los significativos flujos brutos de capitales internacionales nos previenen en contra de una visión demasiado complaciente al indicarnos que algunos focos de vulnerabilidad macrofinanciera no se han desvanecido.

Clàudia Canals
CaixaBank Research

5. Véase Obstfeld, M. (2012), «Does the Current Account Still Matter?», American Economic Review, 102(3), 1-23. Véase también Borio, C. E. y Disyatat, P. (2015). «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously», BIS Working Paper.
6. La PIIN se define como la diferencia entre el *stock* de activos y pasivos financieros externos.

De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal

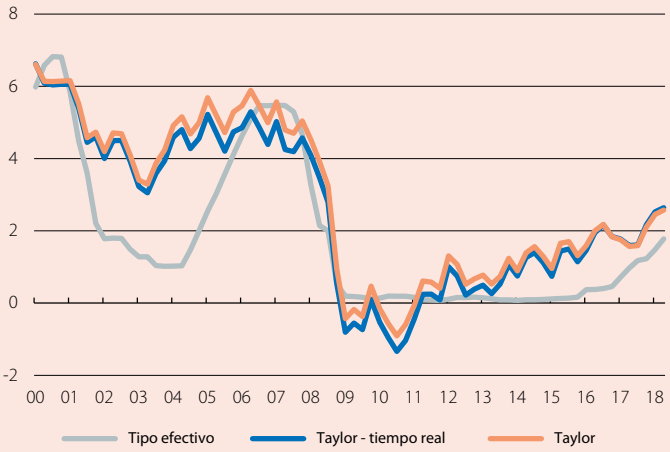
En un encuentro con diversos economistas en noviembre de 2008, la monarca británica Elizabeth II les preguntó: «¿Por qué nadie se dio cuenta?», en referencia a la crisis financiera, que aquel año redujo sustancialmente la rentabilidad de los activos financieros de la corona inglesa. Todavía hoy, cuando se han cumplido exactamente 10 años desde la crisis, es difícil responder a esa pregunta, pero, con la perspectiva que da el paso del tiempo, sí que podemos afirmar que las decisiones de política monetaria y fiscal jugaron un rol significativo que ayudan a entender por qué se produjo el estallido de la crisis financiera y la posterior Gran Recesión. En este artículo arrojaremos luz sobre la naturaleza errónea de las distintas decisiones de política monetaria y fiscal que facilitaron la creación de los desequilibrios financieros y macroeconómicos previos a la crisis y, también, hasta qué punto hemos aprendido de aquella amarga experiencia.

Para empezar, es importante recordar que las políticas fiscales y monetarias de un país o región deberían actuar como estabilizadores de la economía y ser de carácter contracíclico, esto es, estimularla en los periodos recesivos del ciclo económico e intentar asegurar un crecimiento sostenible y equilibrado de la actividad económica en las fases de bonanza para estar mejor preparado para las épocas de vacas flacas. Los economistas coinciden en señalar que en los años previos a la Gran Recesión, ambas políticas fueron excesivamente acomodaticias en EE. UU. y la eurozona, lo que favoreció la creación de desequilibrios financieros y macroeconómicos. Este hecho se pudo deber a dos factores: las autoridades fiscales y monetarias quizás decidieron intencionadamente estimular más de la cuenta una economía que, como sabemos, ya estaba creciendo por encima de su potencial o bien no se leyó de forma correcta el momento cíclico en el que se encontraba la economía y se pensó que aún había margen para un mayor crecimiento. Esto último podría haber llevado a las autoridades a pensar que eran necesarias medidas fiscales o monetarias laxas para estimular la demanda, cuando en realidad ahora sabemos que la economía ya estaba creciendo por encima de su potencial. En el plano monetario, la laxitud de las políticas también se explica porque las autoridades se centraron en la evolución de los precios, pero no tuvieron en cuenta los riesgos macrofinancieros que dichas políticas entrañaban.

Para dilucidar hasta qué punto la política monetaria fue excesivamente acomodaticia en los años previos a la crisis financiera, podemos utilizar la regla de Taylor, que indica cuál debería ser el tipo de interés fijado por el banco central en función de la inflación, una medida de cuán lejos se encuentra la actividad económica de su potencial (la denominada brecha de producción) y otras variables adicionales.[1] Además, con el fin de identificar la influencia que pudo tener una interpretación inexacta del momento cíclico, podemos estimar el tipo de interés de Taylor que obtenemos con la brecha de producción que realmente hubo y compararlo con el tipo de Taylor que manejaban las autoridades en los años 2000 en tiempo real. Así podemos ver en el primer gráfico cómo, efectivamente, el tipo de interés fijado por la Reserva Federal se situó entre 2002 y mediados de 2005 muy por debajo del sugerido por la regla de Taylor. Asimismo, si comparamos las dos reglas de Taylor, vemos que son parecidas, de modo que los errores derivados de una estimación imprecisa en tiempo real tuvieron un papel modesto.

EE. UU.: política monetaria

(%)



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

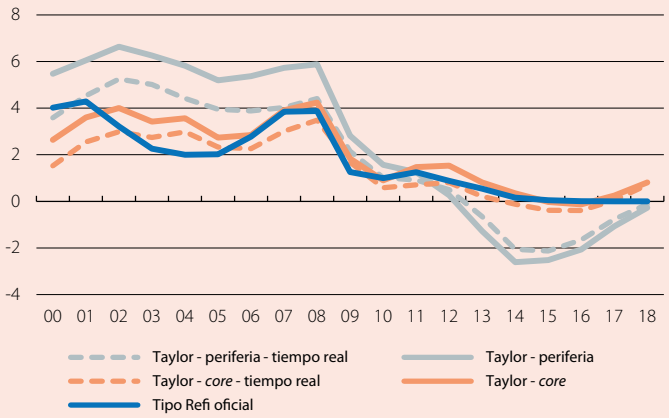
Hemos realizado el mismo ejercicio para la eurozona, pero separando los principales países que la forman entre los países *core* y los periféricos. Si observamos el segundo gráfico, podemos extraer dos conclusiones sugerentes. Primero, la diferencia entre el tipo de interés sugerido por la regla de Taylor y el tipo oficial del Banco Central Europeo nos muestra que la política monetaria del BCE era más sensible a la situación económica de los países *core* que a la de los periféricos entre los años 2002 y 2005. Por ejemplo, en el año 2004 el tipo de interés sugerido por la regla de Taylor fue del 5,8% para los países periféricos. Sin embargo, en aquel mismo año el tipo oficial fue, en promedio, del 2%, mucho más cercano al 3,6% que la regla de Taylor prescribía para los países *core*. Segundo, la miopía a la hora de identificar la fase del ciclo económico en el que se encontraba cada país sí que pudo ser muy relevante en Europa, ya que la diferencia entre el tipo sugerido por la regla de Taylor correcta y el que obtenemos con datos en tiempo real es de 0,7 y 1,3 p. p. para los países *core* y periféricos, respectivamente. Así, las autoridades monetarias posiblemente pensaron que la necesidad de subir tipos era menos urgente de lo que realmente era.

1. Concretamente, $i_t^{Taylor} = \rho\,(i_{t-1}^{Taylor}) + (1-\rho)\,[(r_t^n + \pi^*) + 1{,}5\,(\pi_t - \pi^*) + 0{,}5\,(y_t - y_t^n)$ donde $\rho = 0{,}5$ es el parámetro de alisamiento, r_t^n es el tipo de interés natural estimado según el modelo Laubach-Williams, π_t es la inflación actual y $\pi^* = 2\%$ la inflación objetivo, y_t es el PIB e y_t^n, el PIB potencial.

En realidad, ambos bancos centrales ya mostraron en 2004 cierta preocupación ante el enfoque excesivamente acomodaticio de la política monetaria, pero las decisiones que tomaron para hacer frente a estas preocupaciones fueron insuficientes y, a menudo, llegaron tarde. Por ejemplo, las actas de la reunión de marzo de 2004 de la Fed muestran cómo «diversos miembros pensaban que mantener la política monetaria estimulante por mucho más tiempo podría incentivar un aumento del apalancamiento y de la toma de riesgos».[2] En este mismo sentido, el entonces presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, comentó frente al Parlamento Europeo en noviembre de aquel mismo año que la política monetaria excesivamente expansiva que estaba llevando a cabo el BCE podría originar burbujas en determinados mercados. Sin embargo, el tipo refi se mantuvo inalterado en el 2% durante todo el año que siguió a las advertencias de Trichet.

Eurozona: política monetaria

(%)



Nota: *Core incluye a Francia y Alemania, mientras que periferia incluye a España, Grecia, Italia y Portugal. En ambos casos se ha ponderado cada país según el PIB.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

En lo que a política fiscal se refiere, la función estabilizadora que se le atribuye tampoco funcionó eficazmente en los años previos a la crisis ni en EE. UU ni en la eurozona. En esta última región las consecuencias de una política fiscal inadecuada fueron especialmente aciagas. De hecho, las políticas fiscales que se tomaron en algunos países de la eurozona cuando la economía todavía estaba en época de vacas gordas antes de la crisis constituyen un ejemplo de manual de cómo los efectos adversos de una recesión pueden verse agrandados dependiendo de las decisiones en materia fiscal. Así, aquellos países (Grecia es un claro ejemplo) cuyo nivel de deuda no se había reducido lo suficiente los años previos a la crisis afrontaron la recesión financiera en una situación delicada que no les permitió realizar políticas fiscales expansivas para moderar la caída de la actividad, ya que ello hubiera puesto en duda la sostenibilidad de la deuda pública. La política fiscal de estos países acabó siendo procíclica, pues tuvieron que ajustar sus cuentas públicas durante la fase recesiva del ciclo, en lugar de realizar estos ajustes durante los años previos, cuando la economía crecía por encima de su potencial. Por el contrario, aquellos países (Alemania es un buen ejemplo) cuyas políticas fiscales les permitieron tener unos niveles de deuda relativamente bajos antes de la recesión pudieron mitigar el impacto de la crisis sin que ello supusiera un riesgo sobre la capacidad de pago de su deuda soberana.

Diez años después del estallido de la crisis, es natural preguntarse cuál es la situación actual. Desde el punto de vista de la política monetaria, parece que los tipos de interés se están situando cerca, aunque ligeramente por debajo, de los niveles sugeridos por la regla de Taylor. Sin embargo, debemos tener en cuenta que las diversas medidas no convencionales llevadas a cabo por los bancos centrales, concretamente la compra masiva de activos financieros, han acentuado la laxitud de las políticas de las autoridades monetarias.[3] Si consideramos pues el tamaño del balance de los bancos centrales, las políticas monetarias continúan siendo más laxas de lo que deberían y ello puede estar contribuyendo a la sobrevaloración de algunos activos financieros. A nivel de política fiscal, los ajustes presupuestarios que han realizado los países periféricos y el mayor control sobre los niveles de deuda y déficit de los Estados miembros por parte de la Comisión Europea apuntan a una política fiscal menos procíclica y, por lo tanto, más preparada para afrontar futuras recesiones. Sin embargo, los niveles de deuda que arrastran muchos países son mayores que en 2008, lo que reduce el margen de maniobra de las autoridades fiscales en caso de que hubiese una nueva recesión. Por ejemplo, España en 2008 afrontó la Gran Recesión con un confortable nivel de deuda sobre el PIB del 39%, mientras que ahora este indicador se emplaza en el 98%.

En definitiva, no sabemos con exactitud cuándo será la próxima recesión ni su grado de profundidad. Tampoco sabemos si seremos capaces de responder entonces a una pregunta similar a la que formuló la reina Elizabeth II en 2008. Lo que sí sabemos es que en el pasado se tomaron algunas decisiones que con el tiempo podemos afirmar que fueron incorrectas, en parte por apostar por recetas equivocadas y en parte por una lectura errónea del momento cíclico en el que nos encontrábamos. Aunque las medidas que se han tomado con posterioridad a la crisis han ido encaminadas a resolver estos errores, la respuesta de las políticas fiscales y monetarias a la crisis también nos ha dejado con una menor capacidad de respuesta ante futuras crisis (elevada deuda pública, tipos de interés muy bajos, balances de los bancos centrales con tamaños nunca vistos...). Esperemos que se avance por la senda adecuada para corregir estas situaciones a tiempo y evitar que la próxima recesión nos pueda coger a contrapié.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

2. Véase el artículo «Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman» de este mismo Dossier para más detalles sobre las consecuencias de una toma excesiva de riesgo y del aumento del apalancamiento.
3. Para un análisis más detallado del tema, véase el artículo «Descubriendo la política monetaria en la sombra» del IM02/2016.

Una regulación más adecuada a la naturaleza del sector bancario

Como es bien sabido, el sistema financiero está sujeto inevitablemente a problemas de información asimétrica que pueden provocar conflictos de intereses entre los distintos agentes: prestatarios, acreedores, accionistas, gestores de bancos, etc. Ello tiende a exacerbar el carácter procíclico del sistema, es decir, la tendencia a la aparición de *booms* de crédito en fases expansivas, y puede conducir a una acumulación excesiva de riesgos, niveles de capital demasiado bajos o una mala praxis en la comercialización de productos.[1] En este contexto, la regulación intenta evitar que se den ciclos de crecimiento excesivo del crédito y de toma de riesgos, aunque este objetivo no siempre es fácil de conseguir, como vimos durante la última crisis, de la que ahora se cumplen exactamente 10 años.

En este artículo analizamos en qué medida las iniciativas regulatorias adoptadas en los últimos años han servido para encauzar desequilibrios pasados y dotar al sector bancario de suficiente capacidad para afrontar con solvencia escenarios adversos en el futuro. Debemos preguntarnos, en definitiva, si hemos aprendido la lección para que no vuelvan a repetirse los mismos errores. Veamos si lo hemos hecho.

Ratios de capital y de liquidez en la eurozona y EE. UU.

	Ratio de capital * (%)		Ratio créditos/depósitos (%)	
	2007	2017	2007	2017
Eurozona	7,9	15,6	124	98
EE. UU.	8,5	13,7	97	76

Nota: ** Ratio* Tier 1 *(capital de primer nivel) sobre los activos ponderados por riesgo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of New York, EBA y BCE.*

La crisis pasada evidenció, entre otros problemas, dos grandes fuentes de inestabilidad financiera: el riesgo sistémico y una excesiva prociclicidad del crédito.

El riesgo sistémico alude a perturbaciones del conjunto del sistema financiero que pueden ser causadas, por ejemplo, por una entidad en problemas, tal como ocurrió con Lehman Brothers hace 10 años. Una de sus causas principales es el denominado riesgo moral, por el que una entidad toma riesgos excesivos asumiendo que, antes de quebrar, sería rescatada con fondos públicos. Este problema se hizo especialmente evidente en aquellas entidades «sistémicas», consideradas demasiado grandes, complejas e interconectadas para quebrar. [2] Además, dichas entidades se beneficiaban de un coste de financiación inferior, ya que los inversores daban por descontado que difícilmente se las dejaría caer.

Dicho problema se ha intentado corregir con el refuerzo de la denominada regulación macroprudencial, que persigue evitar crisis sistémicas y fomentar una mayor estabilidad financiera. Para ello se han incorporado recargos de capital específicos para entidades consideradas sistémicas y también para riesgos sistémicos dentro del marco de capital implementado a nivel global tras la crisis y conocido como Basilea 3. Adicionalmente, para mitigar de manera creíble este problema, se ha introducido un nuevo marco de resolución en Europa que facilita la reestructuración de una entidad con problemas y pretende evitar el uso de fondos públicos en dicho proceso. Este marco exige a los accionistas y acreedores de una entidad, y no a los contribuyentes, asumir las pérdidas (*bail in*). Y para que esto sea factible en la práctica, se han establecido nuevos requisitos de absorción de pérdidas.[3]

Por otro lado, con tal de mitigar o suavizar los ciclos crediticios para prevenir una acumulación excesiva de riesgos (la prociclicidad del sistema), Basilea 3 ha comportado un aumento muy considerable de los requisitos de capital, tanto en cantidad como en calidad. Además, dicho marco ha adoptado una amplia batería de herramientas, como el colchón de capital anticíclico que sirve para acumular capital en periodos de expansión para absorber pérdidas en recesiones,[4] así como otras medidas en materia de capital y liquidez (ponderaciones por riesgo de los activos más altas, requisitos más estrictos, requisitos de información, etc.). Más allá de Basilea 3, a nivel nacional pueden desarrollarse medidas adicionales si así lo decide la autoridad competente (que suele ser el banco central de cada país) para controlar la concesión de crédito a través de límites sobre los préstamos en relación con su garantía (*loan-to-value* o LTV) o de la capacidad de pago del deudor (*debt-to-income* o DTI).[5] Todas estas medidas son útiles para mitigar la tendencia cíclica del crédito y de endeudamiento del sector privado y la aparición de burbujas en algunos activos, pero cabe señalar que estas siempre tenderán a ser más efectivas si se combinan adecuadamente con instrumentos de política monetaria y fiscal (véase el artículo «De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal» de este mismo Dossier).

1. Para más detalle, véase J. Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», Estabilidad Financiera n.º 16, Banco de España.
2. Este problema también se dio en grupos de entidades de menor tamaño, que en conjunto podían generar la misma inestabilidad en caso de quiebra (*too many to fail*).
3. Requisitos conocidos como MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*).
4. Países como Suecia o Noruega ya lo aplican, y otros como Francia, Reino Unido e Irlanda lo aplicarán pronto.
5. Portugal, por ejemplo, las ha utilizado recientemente para regular la oferta de crédito en el mercado hipotecario.

Como estamos viendo, la regulación introducida a raíz de la crisis se ha encaminado a aumentar significativamente los requisitos prudenciales del sector bancario.[6] Resultado de todo ello es que la solvencia y la liquidez del sector en el conjunto de la UE y en EE. UU. han mejorado sustancialmente respecto a 2007 (véase la tabla adjunta) y se sitúan actualmente en niveles muy superiores al mínimo exigido. Ello aumenta su capacidad para absorber *shocks* futuros y los accionistas tienen más en juego ante posibles pérdidas futuras, lo que debería incentivar una mayor prudencia.

Aun así, la crisis pasada demostró que, para tener un sector bancario realmente sólido, también es clave fortalecer otros ámbitos (más allá del prudencial), lo que ha llevado a la implementación de medidas en materia contable, de gobierno corporativo y de conducta. Así, en materia contable, con la introducción de las nuevas normas contables (IFRS 9) se intenta reflejar de manera más fiel el riesgo de crédito. De este modo, se han aumentado las exigencias de provisiones por riesgo de crédito que actualmente se deben calcular para los créditos deteriorados de acuerdo con la pérdida esperada durante toda la vida del préstamo (antes se provisionaban los créditos dudosos con base en la pérdida esperada a 12 meses), lo que por lo general conlleva un mayor nivel de provisiones y fomenta la estabilidad financiera.

Asimismo, se han intentado corregir algunos problemas de gobierno corporativo inherentes al sector financiero que pueden verse agravados cuando los incentivos entre distintos agentes no están del todo alineados.[7] Una manera de alinear dichos incentivos ha sido fomentar esquemas de compensación más vinculados a retornos y riesgos futuros para evitar una asunción de riesgos excesiva y cortoplacista. A la vez, se ha puesto un mayor énfasis por parte tanto de reguladores como de supervisores en aspectos como el tamaño de los Consejos de Administración, la profesionalización de sus miembros, su independencia o las dinámicas de funcionamiento. A ello hay que sumar el esfuerzo realizado por las entidades para definir políticas de control interno que establecen umbrales de apetito para cada riesgo (financiero, de negocio, operacional, etc.). Adicionalmente, en el ámbito de conducta, se ha producido un refuerzo significativo de la transparencia y en la comercialización de productos (información sobre costes, riesgos asociados, etc.).[8]

La UE también se ha embarcado en los últimos años en la construcción de una unión bancaria. Con ello se pretende reducir el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, y mitigar la fragmentación financiera. Con todo, todavía queda trabajo por hacer. En particular, se hace imprescindible implementar un sistema de garantía de depósitos común que proteja por igual a todos los depósitos, con independencia de la entidad y del país de procedencia. A la vez, es necesario un prestamista de última instancia a nivel europeo que ofrezca apoyo al fondo único de resolución y al propio sistema de garantía de depósitos ante eventos sistémicos. También necesita diseñarse un esquema de provisión de liquidez para entidades en resolución.

Asimismo, a pesar de los esfuerzos realizados para reducir la naturaleza procíclica del sector, algunas de las medidas implementadas conllevan efectos procíclicos (como IFRS 9 o las ponderaciones por riesgo de los activos), lo que tiende a menoscabar parte de sus efectos beneficiosos para la estabilidad financiera. Finalmente, cabe señalar que la intensificación de la regulación sobre el sector bancario tiende a favorecer una desviación de la actividad de intermediación hacia sectores poco regulados, como la llamada banca en la sombra.[9]

En definitiva, gracias a la implementación de las medidas introducidas tras la crisis, el sector financiero es hoy más robusto que antes. Ello contribuirá a minimizar el impacto para la economía y la estabilidad financiera en periodos de turbulencias, ya que los países con sistemas bancarios mejor capitalizados suelen estar asociados a recesiones más cortas y una menor contracción en la oferta de crédito.[10] No obstante, los deberes pendientes que hemos mencionado deberían abordarse adecuadamente más pronto que tarde.

Gerard Arqué
CaixaBank Research

6. A las medidas ya mencionadas, hay que añadir la introducción de una ratio de apalancamiento (ratio simple de capital sobre activo, sin tener en cuenta el riesgo de este) y de ratios de cobertura de liquidez y de financiación estable. Más recientemente, se ha revisado el marco de Basilea 3 para limitar también la dispersión en el cálculo de los activos ponderados por riesgo entre entidades.
7. Ello sucede, por ejemplo, cuando los gestores de un banco tienen incentivos a maximizar la rentabilidad del negocio a más corto plazo que los accionistas, sin considerar que los riesgos de las inversiones realizadas pueden materializarse a más largo plazo.
8. Normativas como, por ejemplo, MIFID 2 (de aplicación desde 2018) regulan estos ámbitos.
9. Entidades (aseguradoras, fondos de inversión, etc.) que llevan a cabo actividades financieras con características bancarias, pero que están menos reguladas y no cuentan con una red de protección, como un prestamista de última instancia.
10. Véase, por ejemplo, Jiménez *et al.* (2012), «Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications», Zurich Open Repository and Archive, y Jordà *et al.* (2017), «Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis», Working Paper Series 2017-6, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman

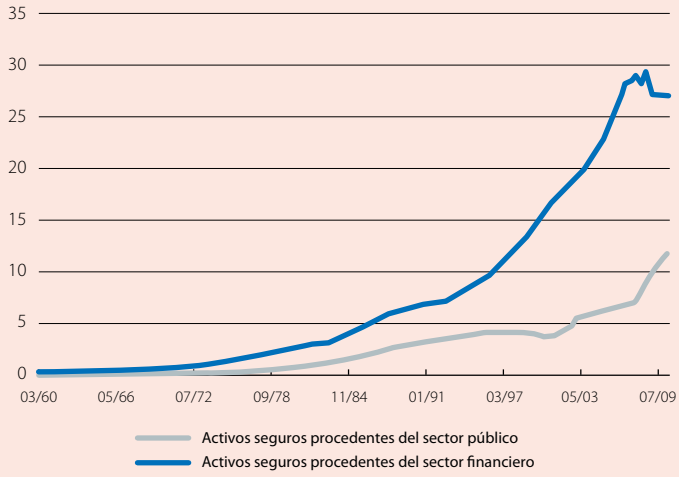
Hace 10 años, el 15 de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers sumió al mundo en la peor crisis financiera desde la Gran Depresión de los años treinta. Si su origen se encontraba en un mercado relativamente pequeño (las hipotecas *subprime* de EE. UU.), ¿cómo se explica su explosión? Sabemos[1] que la crisis financiera vino precedida por un largo periodo de desequilibrios globales, condiciones financieras laxas y una regulación financiera inadecuada. A ellos se sumaron una toma de riesgos excesiva y el auge del endeudamiento para cristalizar en una crisis financiera. Veamos qué papel jugaron estos dos factores y qué secuelas arrastramos todavía.

Cómo la aversión al riesgo engendró una mayor toma de riesgos

Para empezar, hay que remontarse a las crisis asiáticas de finales del siglo XX y el *crash* bursátil de 2001, que desencadenaron un aumento de la aversión al riesgo y un mayor deseo, a nivel global, de poseer activos seguros. Esta demanda, inicialmente insatisfecha por la oferta existente, incentivó el sistema financiero de las economías avanzadas (con EE. UU. a la cabeza) a crear activos seguros mediante el llamado proceso de titulización. Por ejemplo, en el mercado hipotecario, este proceso consistía en empaquetar créditos hipotecarios en un nuevo título, llamado MBS,[2] que daba derecho a recibir regularmente los pagos de las hipotecas que conforman el MBS. Los MBS agrupaban un número muy elevado de hipotecas y, por ello, se consideraba altamente improbable que todas estas hipotecas dejaran de pagarse a la vez. Así, este flujo se consideraba «seguro» y se podía titulizar en un activo que también sería seguro. En efecto, el sector financiero de EE. UU. produjo una gran oferta de activos aparentemente seguros con la que satisfacer la demanda (véase el primer gráfico). De hecho, el atractivo fue tan grande que la práctica se extendió rápidamente, hasta el punto en el que las instituciones financieras compraban y vendían estos activos entre ellas y los guardaban en balance. Sin embargo, ello generó fuertes interconexiones en el sistema financiero: era la semilla que transmitiría los problemas del mercado de hipotecas a todo el sistema financiero internacional.

EE. UU.: oferta de activos seguros *

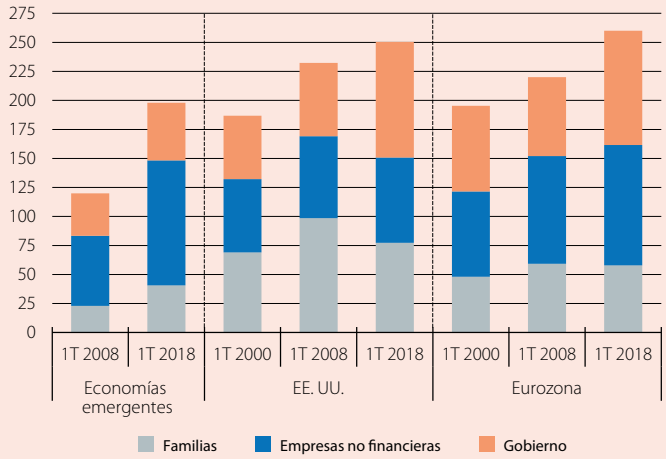
(Billones de dólares)



Nota: ** Conforman el universo de activos seguros, en su mayoría, títulos de deuda de emisores de contrastada solvencia y estabilidad institucional.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Gorton* et al. *(2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.*

Crédito total al sector no financiero

(% del PIB)



Nota: *El Banco de Pagos Internacionales no proporciona datos sectoriales para el conjunto de economías emergentes antes de 2008.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Pagos Internacionales.*

Implosión

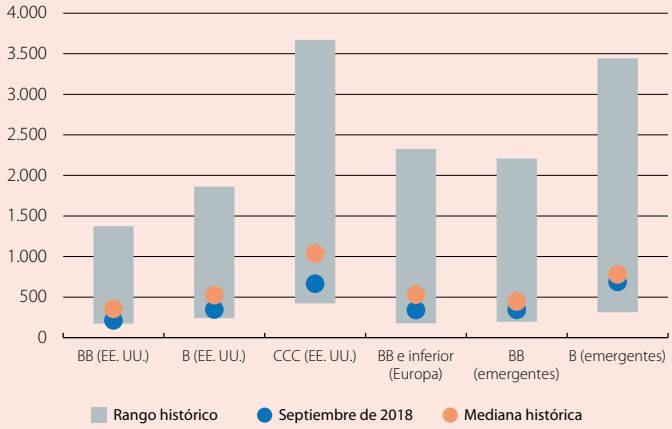
Más allá de las interconexiones, la percepción de «seguridad» de estos activos tenía un fallo inherente: infraestimaba la probabilidad de aumento generalizado de los impagos de hipotecas. En el entorno de principios del siglo XXI, con bajos tipos de interés y una actividad económica dinámica, no era sino humano pensar que el futuro no sería muy diferente, que el coste del crédito se mantendría bajo y las tasas de impago serían mínimas. Sin embargo, al sembrar algunos nubarrones sobre este sentimiento optimista, el aumento de los impagos de hipotecas hizo que los inversores se preguntaran sobre la seguridad real de esos activos. Es más, al tomar conciencia de que muchas de las instituciones financieras tenían en balance estos activos, que ahora habían pasado a percibirse como menos valiosos, se cuestionaron su solvencia. Finalmente, la propia opacidad y complejidad del producto (un MBS podía contener miles y miles de hipotecas) acentuó la desconfianza, ante la que se evaporó la concesión de préstamos entre instituciones y, en definitiva, la liquidez.

1. Véanse los otros tres artículos de este mismo Dossier para un análisis en profundidad de cada uno de estos factores.
2. Las siglas de su nombre inglés, *mortgage-backed security*, es decir, título respaldado por crédito hipotecario.

No solo eso, sino que las dudas sobre la solvencia se vieron acentuadas por el otro protagonista de este artículo: el llamado apalancamiento. Y es que las instituciones financieras habían financiado la expansión de sus balances (que acumulaban titulizaciones) con un aumento del apalancamiento, o sea, a través de la deuda (en contraposición a utilizar el capital propio). Por un lado, ello venía favorecido por una mala regulación, dado que la titulización permitía reducir los requisitos de capital exigidos. Por el otro, el exceso de optimismo retroalimentó dicho apalancamiento y creó un círculo aparentemente virtuoso: la expectativa de revalorización de los activos elevaba el valor del colateral, permitía tomar más riesgo y el nivel de deuda contraída aumentaba, lo que todavía revalorizaba más los activos. De hecho, incluso a sabiendas de que el optimismo era excesivo, los agentes querían seguir apostando: el optimismo del resto de la economía seguía elevando el valor de los activos y retroalimentaba el círculo. En palabras de Charles Prince, entonces uno de los máximos dirigentes de Citigroup, «mientras suene la música, debes levantarte y bailar». Sin embargo, cuando paró la música, el círculo virtuoso se convirtió en vicioso: tener un elevado apalancamiento significaba disponer de relativamente poco capital para absorber pérdidas, lo que cuestionaba la solvencia de las instituciones y les endurecía el acceso a la financiación. Ello las forzaba a vender activos y deprimía los precios, con lo que la pérdida consiguiente de valor volvía a cuestionar su solvencia y, de nuevo, retroalimentaba el círculo.

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

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



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bank of America Merrill Lynch.*

De este modo, las fuertes interconexiones generadas por el proceso de titulización y el elevado apalancamiento actuaron como correa de transmisión para que el aumento de los impagos de hipotecas *subprime* en 2007 se filtrara a gran parte del sistema financiero internacional y lo llevara al borde del colapso.

Riesgos y deuda 10 años más tarde

Hoy en día todavía arrastramos secuelas de aquella crisis, tanto en términos de apalancamiento como de toma de riesgos. Por un lado, en las economías avanzadas, el sector financiero se ha desapalancado significativamente, pero ello ha venido compensado por un aumento del endeudamiento del sector público. Además, la deuda de las familias y de las empresas no financieras sigue siendo elevada y, en las economías emergentes, se ha producido un fuerte crecimiento de la deuda, especialmente entre las empresas no financieras y en China (cuyo sistema financiero exhibe fuertes y opacas interconexiones).[3]

Por otro lado, la política monetaria acomodaticia y los bajos tipos de interés que imperan desde 2008 (fruto de la propia severidad de la crisis financiera y la gran recesión que la siguió) han incentivado la toma de riesgos en búsqueda de mayores retornos. Así, aunque, a grandes rasgos, el sistema financiero y económico internacional goza de una mejor salud, han aparecido focos de riesgo localizados. En cuanto a la toma de riesgos, al comprimir las primas de riesgo en mínimos históricos (véase el tercer gráfico), las condiciones financieras acomodaticias han facilitado la emisión de bonos corporativos de peor calidad. Además, en lo referente al apalancamiento, la búsqueda de retornos ha provocado una expansión masiva del mercado mundial de los llamados préstamos apalancados (préstamos comerciales concedidos a instituciones con un riesgo de impago elevado o que ya tienen elevados niveles de deuda): en 2017, estos alcanzaron los 788.000 millones de dólares y superaron los niveles de 2007. Es más, en este mercado están apareciendo señales propias de una fase madura del ciclo económico global: empresas con una solvencia dudosa siguen teniendo abundante acceso al crédito, los *ratings* de la deuda corporativa han mostrado cierto deterioro y las nuevas emisiones de deuda incorporan menor protección al inversor.[4] Por último, el fuerte aumento del endeudamiento corporativo entre las economías emergentes también refleja la posibilidad de acceder a una financiación barata en dólares o euros. Sin embargo, ya estamos viendo cómo el sentimiento puede virar con la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Fed y el BCE.

Con todos estos elementos, el mundo transita por un camino sinuoso. Los principales bancos centrales se enfrentan al reto de retirar aquel estímulo monetario que fue necesario para reavivar la economía mundial, precisamente para evitar que, de nuevo, la acumulación de vulnerabilidades desemboque en turbulencias financieras. Parafraseando a Warren Buffet, solo al final del proceso, cuando las aguas del estímulo monetario se hayan retirado, veremos si la economía global lleva o no bañador.

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

3. Véase el Focus «El *shadow banking* en China: una sombra alargada», en el IM02/2017.
4. Para más detalles, véase el Informe de estabilidad financiera global de abril de 2018 que elabora el Fondo Monetario Internacional.

DATOS RELEVANTES

GRUPO CAIXABANK
30 de junio de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	366.163
Crédito a la clientela, bruto	225.744
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	1.298
Capitalización bursátil	22.157
Clientes (millones)	15,7
Empleados	37.286
Oficinas	5.239
Oficinas *retail* en España	4.543
Número de cajeros en España	9.411

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
Presupuesto total	**520** *

* De los cuales 10 están destinados a Portugal.

BPI
30 de junio de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	33.311
Crédito a la clientela, bruto	23.080
Resultado atribuido, acumulado en el año	366
Resultado atribuido de actividades en Portugal, acumulado en el año	223
Clientes (millones)	1,9
Empleados	4.843
Oficinas	497
Número de cajeros	1.351

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.

INFORME SECTORIAL

Seguimiento periódico de los principales sectores de actividad de España, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.

ICIE

Análisis de los puntos fuertes y débiles de 67 países, con el objetivo de determinar su atractivo para la internacionalización de las empresas españolas.

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 importancia de la geopolítica en un mundo globalizado

- Incertidumbre geopolítica y economía: *¿deep impact?*
- La geopolítica en un mundo globalizado: ¡que hablen los datos!

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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