

IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 428 | NOVIEMBRE 2018



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La bolsa de los EE. UU.: ¿sobrevalorada?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Brexit: cuenta atrás

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El año que viene, ¿cuánto vamos a gastar?

ECONOMÍA PORTUGUESA

Corrección del déficit presupuestario a gran velocidad

DOSSIER: LAS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DEL ENVEJECIMIENTO

*El envejecimiento de la población
y su impacto macroeconómico*

*El ciclo demográfico del ahorro y los tipos
de interés*

*Los retos del envejecimiento: una nueva
sociedad, una nueva economía*

INFORME MENSUAL**Noviembre 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/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho
 Economista jefe

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

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

9 *La bolsa de EE. UU.: ¿sobrevalorada?*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Las finanzas públicas, el talón de Aquiles de la economía brasileña*

17 *Brexit: cuenta atrás*

21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

23 *El año que viene, ¿cuánto vamos a gastar?*

25 *Nuevo impulso del sector exportador*

27 ECONOMÍA PORTUGUESA

29 *Corrección del déficit presupuestario a gran velocidad*

32 DOSSIER: LAS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DEL ENVEJECIMIENTO

32 *El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico*
 Josep Mestres

35 *El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés*
 Adrià Morron Salmeron

38 *Los retos del envejecimiento: una nueva sociedad, una nueva economía*
 Javier García-Arenas

Cada vez más jóvenes

Alguien que hoy cumpla años es mucho más joven que alguien que cumplía esa misma edad tiempo atrás. Habiendo vivido el mismo tiempo, el que cumple años hoy se encuentra, por lo general, en mejor forma física y mental, y también vivirá más años. ¡Somos cada vez más jóvenes!

Y, según se mire, también somos cada vez más viejos. Porque la mejora en la esperanza de vida, combinada con el descenso de la natalidad, hace que aumente la edad promedio de la población. En Europa, está previsto que el peso de la población de más de 65 años aumente desde el 20% actual al 30% en 2050. Por cada 100 personas de entre 16 y 64 años, hoy hay 30 de más de 65 años y, en 2050, habrá 50. El peso de la población de más de 80 años será más del doble que el actual y, de hecho, será muy parecido al de la población menor de 14 años.

Está claro que el envejecimiento de la población es un enorme desafío para las próximas décadas, seguramente a la misma altura que los desafíos del cambio tecnológico y el cambio climático. En particular, el cambio demográfico ejercerá una fuerte presión sobre las cuentas públicas, tanto por la vía de los gastos en programas ya existentes como por nuevas demandas sociales. A la vez, puede lastrar también el crecimiento económico y, con ello, los ingresos de las Administraciones públicas.

Claramente, los gastos en pensiones, sanidad y dependencia deberán crecer a medio y largo plazo. Para hacerlo posible, en un marco de sostenibilidad de las cuentas públicas, será necesario repriorizar gastos e identificar fuentes de ahorro (incluyendo por mejoras de eficiencia obtenidas, por ejemplo, de una transformación digital profunda en la Administración pública). La reducción de la deuda pública también debe ser una palanca importante de reducción de gastos (por intereses en este caso). Por la parte de los ingresos, existe un amplio margen para mejorar la eficiencia, por ejemplo, reduciendo la complejidad del sistema impositivo y luchando contra el fraude.

Por otra parte, todas las proyecciones existentes apuntan a la necesidad de revisar los programas de pensiones públicos para asegurar su sostenibilidad. Las palancas para lograrlo deberán ser múltiples, incluyendo la introducción de incentivos a prolongar las vidas laborales y de mecanismos que incorporen una visión a largo plazo en la fijación de la pensión inicial y sus revalorizaciones a lo largo del tiempo. Y será imprescindible un enfoque amplio: también es necesario, entre otros, estimular una mayor participación en el mercado de trabajo en todas las edades, así como reducir la tasa de paro estructural (un tema especialmente relevante en el caso de España); diseñar una política inmigratoria que contribuya a paliar los efectos del envejecimiento de la población, y promover el crecimiento de la productividad, que, al fin y al cabo, es lo que determina el crecimiento de los salarios.

La magnitud del desafío exige actuar ya. Desafortunadamente, su complejidad y el hecho de que puede percibirse como algo lejano empujan a posponer el debate y las soluciones. Peor incluso, existe el riesgo de que el debate sea capturado por aproximaciones populistas, que acostumbran a ofrecer diagnósticos carentes de rigor y unas supuestas soluciones que no solo no son efectivas, sino que pueden agravar la magnitud del desafío. Cuanto más nos esperemos a enfocar este tema de una manera rigurosa, más costosos serán los ajustes necesarios y, por ello, también más difíciles de asumir políticamente.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de octubre de 2018

Cronología

OCTUBRE 2018

- 12 La agencia de calificación Moody's mejora la nota crediticia de Portugal, de Ba1 a Baa3 (de nuevo en grado de inversión).
- 19 La agencia de calificación Moody's rebaja la nota crediticia de Italia, de Baa2 a Baa3.

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.

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.

Agenda

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.
- 9 Portugal: comercio internacional (septiembre).
- 13 Portugal: IPC (octubre).
- 14 España: IPC (octubre).
Portugal: avance del PIB (3T).
Japón: PIB (3T).
- 22 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
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).

DICIEMBRE 2018

- 5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 6 Consejo Europeo.
- 10 Portugal: comercio internacional (octubre).
- 12 Portugal: IPC (noviembre).
- 13 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 18-19 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20 Portugal: créditos y depósitos (octubre).
- 21 España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).
- 26 España: balanza de pagos (3T).
Posición de inversión internacional neta (3T).
- 27 España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 28 España: avance del IPC (diciembre).

La volatilidad vuelve a ser protagonista

Crecimiento mundial robusto, aunque algo más moderado. Según los últimos indicadores disponibles, el crecimiento de la economía global se ha moderado ligeramente, si bien mantiene un ritmo de avance sólido. Ello se refleja en nuestras previsiones de crecimiento mundial, que han sido revisadas ligeramente a la baja y ahora se sitúan en el 3,7% en 2018 y en el 3,6% en 2019. Y es que los riesgos bajistas que venimos apuntando en los últimos meses siguen tomando forma. En el plano comercial, las tensiones entre EE. UU. y China van haciendo mella sobre el clima de confianza global. En el plano macrofinanciero, la normalización de la política monetaria estadounidense sigue poniendo presión sobre el bloque de los países emergentes y genera repuntes de volatilidad en los mercados. Por su parte, la moderación del ritmo de crecimiento del gigante asiático, aunque suave, no está exenta de incertidumbres. De este modo, el conjunto de estas dinámicas está pesando sobre el clima de confianza global y tanto las economías avanzadas como las emergentes están acusando sus efectos.

Evolución dispar de las economías avanzadas. Los últimos datos de crecimiento de EE. UU. muestran que la economía sigue creciendo a un ritmo vigoroso y por encima de su potencial. En este entorno de crecimiento elevado y de mercado laboral cercano al pleno empleo, los riesgos de sobrecalentamiento de la economía estadounidense se mantienen bien presentes. Ello sugiere que la Fed continuará con su política de subidas de tipos, como apunta el escenario de CaixaBank Research, que prevé una subida más para este año y dos para el año que viene. En contraste, las tensiones políticas y el deterioro de la demanda externa siguen pesando sobre la evolución de la economía de la eurozona. Así, el pulso que mantienen la Comisión Europea y el Gobierno italiano después de que este elevara la previsión de déficit público hasta el 2,4% para 2019 ha llevado a la prima de riesgo del país por encima de los 300 p. b. y ha afectado, de manera limitada, a las primas de riesgo del resto de países de la periferia de la eurozona. Asimismo, las negociaciones entre el Reino Unido y la UE prosiguen para cerrar un acuerdo que permita una salida ordenada de la Unión. No obstante, los condicionantes políticos derivados de la posición de debilidad del Gobierno británico en el ámbito doméstico sugieren que la consecución del acuerdo es muy probable que se retrase hasta más allá de noviembre.

Los mercados acusan el entorno de mayor incertidumbre. Tras un mes de septiembre que devolvió cierta calma a los mercados, la volatilidad volvió a hacer mella en octubre. En esta ocasión, y a pesar de los buenos datos macroeconómicos, las correcciones empezaron por las bolsas esta-

dounidenses, con una caída del S&P del 6,9% en el conjunto del mes de octubre, y se transmitieron a los demás mercados internacionales. En Europa, por ejemplo, al clima de mayor aversión al riesgo se le sumaron las tensiones políticas mencionadas anteriormente y el índice Eurostoxx 50 retrocedió un 5,9%. Por su parte, en el bloque emergente, el comportamiento fue dispar, con las mayores caídas concentradas en los mercados asiáticos, mientras que los índices de América Latina mostraron un ligero avance.

Suave, pero esperada, desaceleración del crecimiento en España. Los últimos datos disponibles confirman que la economía española está cambiando de marcha y que su crecimiento se está estabilizando en cotas más sostenibles que las registradas en los últimos años. Esta suavización del crecimiento ha sorprendido, no por su materialización, sino por su composición. Así, mientras que CaixaBank Research esperaba una moderación gradual del crecimiento de la demanda interna y externa, los últimos datos muestran que la demanda interna sigue avanzando con paso firme, mientras que la mayor parte del ajuste se está realizando por el lado de la demanda externa. Así, la incertidumbre que pesa sobre los flujos comerciales globales, la ralentización del sector turístico y el tirón de las importaciones derivado del buen desempeño de la demanda interna lastran el buen desempeño de la demanda externa, que probablemente acabará el año con una contribución negativa al crecimiento. Finalmente, cabe destacar los presupuestos que el Gobierno ha presentado a Bruselas. Estos contemplan medidas de aumento de los gastos que se verán más que compensados por las medidas de aumento de los ingresos, por lo que se prevé que el déficit siga cayendo del 2,7% previsto para este año hasta el 1,8% en 2019, si finalmente se aprueban dichos presupuestos.

Evolución favorable, aunque algo más moderada, de la economía lusa. Tras el repunte de la actividad en el 2T (crecimiento del 2,4% interanual), los indicadores de actividad y confianza sugieren que el crecimiento seguirá suavizándose en los próximos trimestres. Con todo, la evolución de la economía portuguesa se mantiene firme, tal y como muestra la evolución de la tasa de paro, que ya se sitúa por debajo del 7%. También destaca la compresión de la prima de riesgo soberana, respecto a otras economías periféricas, en este caso aupada por la mejora del *rating* por parte de Moody's, que se ha sustentado en la buena evolución de las cuentas públicas y la mayor diversificación de las fuentes de crecimiento. Los presupuestos presentados por el Gobierno luso, que prevén reducir el déficit hasta el 0,2% en 2019, dan fuerza a esta revisión.

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	2,70	3,32	3,20
Líbor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,44	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	0,16	0,68	1,35
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,60	1,11	1,77
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,65	2,06	2,66
Prima de riesgo	11	192	114	110	100	80	70
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,17	0,85	1,68
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,82	1,44	2,20
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	2,00	2,51	3,11
Prima de riesgo	19	369	346	149	135	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	79,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,39	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	3,3	3,7	3,7	3,6	3,5
Países desarrollados	2,7	1,1	1,7	2,3	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	1,3	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	4,7	4,6	4,6
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	1,3	2,0
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	3,2	3,7	3,7	3,3
Países desarrollados	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,8	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,0	1,9
Eurozona	2,1	1,5	0,2	1,5	1,8	1,8	1,7
Alemania	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	2,0	1,8
Francia	1,8	1,3	0,3	1,2	2,2	1,9	1,7
Italia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,6	1,5
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	1,8
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	2,3	2,0
Países emergentes	6,7	6,0	4,2	4,3	4,9	4,9	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
India	4,5	9,0	4,9	3,3	4,1	3,8	4,6
Indonesia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,2	3,1	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,7	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,7	3,9	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	15,5	17,0	10,0
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	1,8
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	2,3	1,8	0,8	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	-5,3	-1,7	2,5	2,1	1,0	0,8	0,8
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	0,0	-0,2	-0,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	0,9	0,6	0,5
Saldo público (acum., % PIB) ²	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,5

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

Previsiones

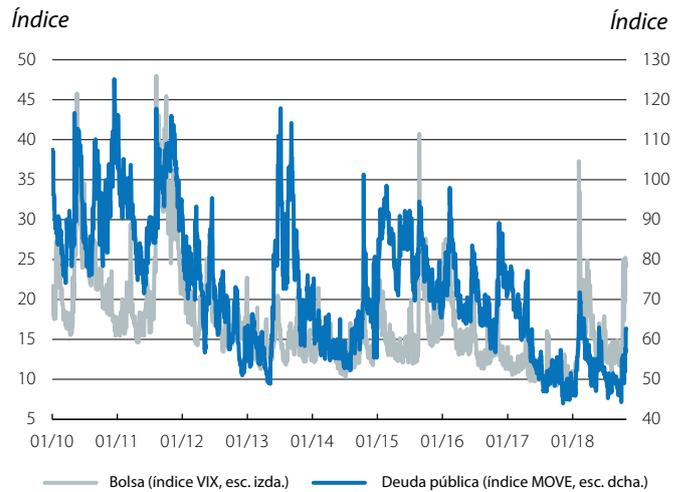
Las correcciones vuelven a los mercados

Otoño empieza con un nuevo repunte de volatilidad. Tras un septiembre con un tono relativamente positivo, en octubre los mercados financieros volvieron a sufrir un repunte de volatilidad y la acumulación de pérdidas generalizadas entre las bolsas de las economías avanzadas y emergentes dominó la coyuntura del mes. Además, en Europa la situación se acentuó por el nuevo repunte de incertidumbre política, especialmente alrededor de la política fiscal italiana, que penalizó las primas de riesgo periféricas a pesar de un Banco Central Europeo (BCE) que reiteró su compromiso con el mantenimiento de un entorno acomodaticio en los próximos trimestres. Este repunte de volatilidad entronca con la alerta contra la complacencia que realizó el Fondo Monetario Internacional (FMI) recientemente. En concreto, en su último informe de estabilidad financiera global, publicado este octubre, el FMI recordó que, en el entorno financiero acomodaticio de los últimos años, se han acumulado vulnerabilidades que podrían tensionar el sistema financiero internacional ante un endurecimiento de las condiciones monetarias más intenso de lo esperado (como el incremento de la deuda a escala mundial y las elevadas valoraciones de algunos activos).

Las bolsas sufren pérdidas generalizadas. Octubre frenó el tono constructivo con el que, en septiembre, las bolsas internacionales se recuperaban de la inestabilidad del verano. A diferencia de las últimas correcciones, que habían afectado especialmente a las bolsas emergentes y europeas (mientras que los índices estadounidenses seguían batiendo máximos históricos), en octubre las pérdidas bursátiles empezaron en EE. UU. y generaron un sentimiento de aversión al riesgo que penalizó a la mayoría de las bolsas internacionales. Así, en el conjunto del mes, el índice S&P 500 de EE. UU. retrocedió casi un 7%, seguido de cerca por las pérdidas algo inferiores de las bolsas europeas. Por su parte, en las economías emergentes, el fuerte retroceso del índice MSCI para el conjunto de la región (-8,8%) fue fruto de un comportamiento dispar entre los índices asiáticos (penalizados por una caída acumulada de cerca del 8% en China) y los latinoamericanos (entre los que destacó el avance del 10,2% de la bolsa brasileña).

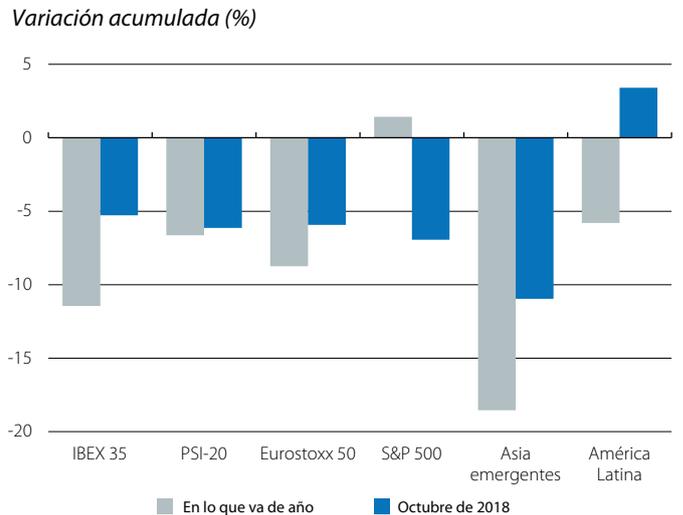
El BCE confirma el fin del QE. En su reunión de octubre, el BCE no modificó los parámetros de su política monetaria y reiteró que espera continuar con la hoja de ruta anunciada el pasado junio. Esta decisión, que se ajustó a las expectativas de analistas e inversores, se basó en una visión positiva del escenario macroeconómico (con un equilibrio entre un entorno externo menos favorable y el buen desempeño de la demanda doméstica) y en la confianza en la convergencia de la inflación hacia el objetivo. Así, se espera que las compras netas de activos terminen en diciembre de 2018 y que no se modifiquen los tipos de interés oficiales antes de la última parte de 2019. Además, el BCE continuará comprando activos por un largo periodo de

Volatilidad implícita en los mercados financieros



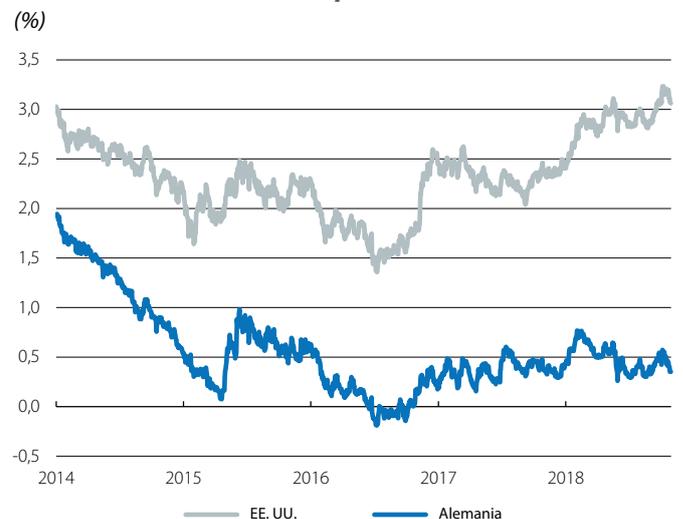
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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.

tiempo al mantener el tamaño de su balance constante (con la reinversión de los bonos en balance que vayan venciendo).

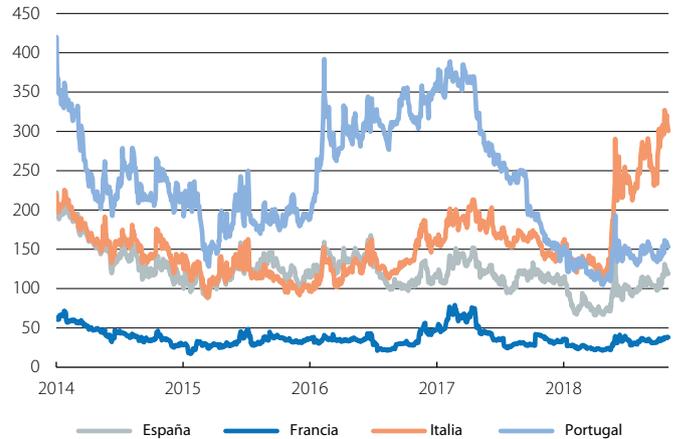
La incertidumbre penaliza a la periferia de la eurozona. A pesar de que las decisiones del BCE siguen sustentando unas condiciones monetarias acomodaticias, a lo largo de octubre, las primas de riesgo de la periferia de la eurozona se mostraron volátiles y con tendencia a repuntar. El principal factor detrás de esta inestabilidad fue la incertidumbre política, especialmente alrededor de la política fiscal de Italia, donde la prima de riesgo se consolidó por encima de los 300 p. b., con un fuerte incremento que la llevó temporalmente hasta cotas no vistas desde 2013. Además, Moody's rebajó la nota crediticia de la deuda soberana italiana (de Baa2 a Baa3, todavía en grado de inversión) y S&P empeoró su perspectiva (de estable a negativa) a pesar de mantener la nota en BBB. En este contexto, las primas de riesgo de España y Portugal se vieron arrastradas al alza, pero de forma más moderada. De hecho, la prima portuguesa recortó diferencias con España al verse beneficiada por la mejora de la nota crediticia por parte de Moody's (de Ba1 a Baa3), que la situó de nuevo en grado de inversión. Así, Moody's se sumó a las decisiones de Fitch y S&P de los últimos trimestres y, por primera vez desde finales de 2011, las tres grandes agencias asignan una nota en grado de inversión a Portugal.

El dólar estadounidense mantiene su fortaleza. Los mensajes de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) continúan reforzando la estrategia de incrementos graduales de los tipos de interés de referencia. Así, en octubre, los inversores reaccionaron con un aumento de las *yields* estadounidenses que, en el caso del bono a 10 años, hizo que se superara temporalmente el 3,20% (+15 p. b. respecto al cierre de septiembre). Sin embargo, el movimiento se deshizo a medida que se imponían las correcciones en bolsa y los inversores buscaban activos refugio, como la deuda soberana de EE. UU. La convicción en el endurecimiento de la política monetaria de la Fed también se refleja en el mercado de divisas, donde, en octubre, el dólar se reforzó frente a las principales divisas de las economías avanzadas (el euro y la libra se depreciaron algo más de un 2%, mientras que el yen se apreció ligeramente por encima del 0,5%) y emergentes (con la excepción del real brasileño, que se apreció con fuerza en respuesta a la victoria electoral del candidato de extrema derecha, Jair Bolsonaro).

El petróleo se modera. En octubre, el precio de barril de Brent se suavizó desde los 85 dólares con los que había empezado el mes hasta situarse alrededor de los 75 dólares. En los últimos meses, la reducción de las exportaciones de Irán y el sobrecumplimiento del acuerdo de recortes en la producción de crudo (entre la OPEP, Rusia y otros socios) han empujado al alza el precio del petróleo. En vista de estas fuerzas, y con la entrada en vigor de las sanciones estadounidenses sobre Irán en noviembre, la reunión de diciembre entre la OPEP, Rusia y otros socios del acuerdo de recorte de la producción empieza a centrar la atención de cara a una posible extensión del mismo (de no ser así, el acuerdo vigente terminaría a finales de 2018).

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

(p. b.)



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.

La bolsa de EE. UU.: ¿sobrevalorada?

A pesar de la caída de las últimas semanas, la evolución de la bolsa estadounidense desde el fondo de la crisis ha sido espectacular. El pasado mes de septiembre, antes de las recientes turbulencias, la capitalización bursátil del S&P 500 registró diversos máximos históricos. De hecho, desde julio de 2009 (primer trimestre de la recuperación económica tras la Gran Recesión), el índice bursátil S&P 500 ha aumentado un 174%, lo que supone un crecimiento anualizado del 11,9%. Ante estas cifras, la pregunta es inmediata: ¿está sobrevalorada la bolsa estadounidense?

La valoración de las acciones de una empresa viene determinada por muchas variables, por lo que responder a la pregunta anterior no es una tarea fácil. Sin embargo, existen diversos indicadores que arrojan luz sobre algunos de sus determinantes y nos pueden ayudar a concretar si un activo está o no justamente valorado. Uno de los más citados es el CAPE (de las siglas en inglés de *cyclically adjusted price-to-earnings*), propuesto por el Premio Nobel de Economía Robert J. Shiller, que divide la capitalización total de un índice bursátil, o de una empresa, entre el promedio de los beneficios reportados por sus empresas integrantes, o de la empresa en cuestión, en los últimos 10 años.¹ Así, el hecho de que una empresa tenga una ratio CAPE más elevada que otra nos indica que el precio pagado por la acción de la primera empresa refleja otros factores distintos a los beneficios pasados de la compañía, como la expectativa de un aumento de los beneficios en el futuro o la sobrevaloración de la acción.

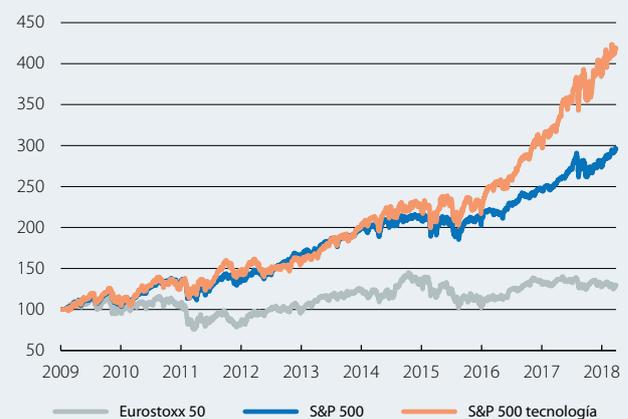
El CAPE para el conjunto del S&P 500 lleva desde inicios de año por encima de los 30 puntos y, en septiembre, llegó a situarse por encima de los 33. ¿Qué nos sugieren estos niveles? Por un lado, en una observación con perspectiva histórica, este nivel se sitúa claramente por encima de su promedio desde 1881 (16,9 puntos). Además, debemos tener en cuenta que el CAPE solamente ha superado los 30 puntos en la antesala del *crash* bursátil del 1929 y en la burbuja de las *puntocom* en el año 2000, lo que nos sugiere que el CAPE se encuentra en niveles notoriamente elevados lo que, en ocasiones anteriores, ha sido indicativo de una sobrevaloración en la bolsa de EE. UU. Por otro lado, el CAPE posee un gran poder predictivo sobre los retornos bursátiles a medio y largo plazo² y, en este sentido, sus niveles actuales sugieren que la rentabilidad del S&P 500 en los próximos 10 años sería inferior al 4% anual (muy por debajo del 11,9% registrado entre 2009 y 2018).

1. También se realiza un ajuste por la evolución de los precios al consumo.
 2. En concreto, explica cerca del 80% de la variabilidad en los retornos bursátiles a un horizonte futuro de 10 años. Véase el artículo «Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?» en el Dossier del IM11/2017.

A la hora de buscar explicaciones a estos elevados niveles de CAPE, se ha apuntado al sector tecnológico como posible responsable de esta elevada valoración, en parte por haber sido el origen de la burbuja bursátil de las *puntocom* en el 2000, en parte por haber registrado unos rendimientos anualizados desde mediados de 2009 claramente superiores al conjunto del S&P 500 (cerca del 20%). Sin embargo, los datos nos muestran que no solo es el sector tecnológico el que registra un CAPE relativamente alto, sino que estos elevados CAPE son un fenómeno bastante generalizado entre los sectores que componen el índice y, además, una fracción importante de ellos se encuentra por encima de su promedio histórico (véase el segundo gráfico).³

Bolsas estadounidense y europea

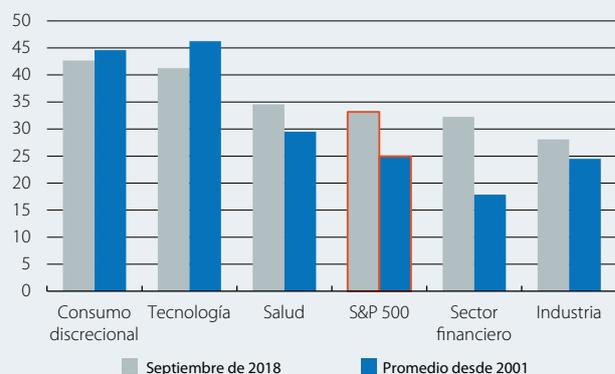
Índice (100 = julio 2009)



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

Bolsa estadounidense: índice CAPE

(Puntos)



Nota: Estos cinco sectores representan el 79% del total del índice S&P 500.

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

3. El hecho de que el sector tecnológico tenga un CAPE no tan dispar al de los otros sectores indica que su fuerte revalorización bursátil ha ido acompañada de una sólida generación de beneficios.

Otra posible explicación que podría estar empujando al alza el CAPE del S&P 500 es un aspecto metodológico de la ratio, cuyo efecto esperamos que se desvanezca en los próximos trimestres. Al incluir los beneficios empresariales de los últimos 10 años, el CAPE está incorporando los bajos resultados registrados por las empresas durante la Gran Recesión. De forma mecánica, a mediados del próximo año, en la medida en que estos bajos beneficios pasados dejen de incluirse en la fórmula, el promedio de los beneficios de los últimos 10 años aumentará y presionará el CAPE a la baja. En concreto, estimamos que este efecto base podría reducir dicho indicador en hasta 3 puntos, un ajuste significativo pero con el que todavía permanecería alrededor de los 30 puntos.

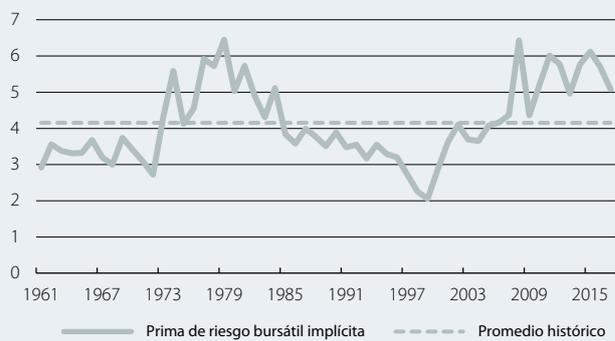
Para entender mejor cuán elevado es el nivel actual del CAPE, también es útil analizar su evolución a lo largo del ciclo económico. En este sentido, el tipo de interés libre de riesgo de la economía es una variable informativa. Normalmente en los periodos en los que los tipos de interés son bajos, las cotizaciones bursátiles suelen ser mayores, pues el valor presente de los beneficios futuros por acción es mayor y empuja los precios y el CAPE al alza.⁴ Sin embargo, dado que en los próximos meses esperamos que los tipos en EE. UU. vayan aumentando gradualmente de la mano del endurecimiento de la política monetaria llevada a cabo por la Fed, las cotizaciones bursátiles se encontrarán en un entorno menos favorable. Concretamente, si analizamos la relación histórica entre la rentabilidad del bono soberano estadounidense a 10 años y la ratio propuesta por Robert Shiller, esta tiende a situarse alrededor de los 25 puntos en un escenario en el que el tipo soberano de EE. UU. se consolide cerca del 3,5%. Una reducción del CAPE, por definición, tendría que producirse o bien por un descenso de la cotización bursátil o bien por un aumento de los beneficios empresariales. En este sentido, si tenemos en cuenta la reducción de 3 puntos por la desaparición del efecto base de la Gran Recesión y asumimos que los beneficios empresariales seguirán creciendo según el promedio de los últimos dos años, una reducción del CAPE hasta los 25 puntos requeriría una corrección bursátil aproximadamente del 12%. Más allá de la importancia de interpretar esta cifra con cautela, dada la elevada incertidumbre que la rodea, la magnitud de tal retroceso no es para nada desdeñable, pero dista significativamente de las correcciones experimentadas en otros periodos en los que el CAPE se situó por encima de los 30 puntos (tanto en el caso de la burbuja de las *puntocom* en el 2000 como en el *crash* del 1929 los descensos fueron superiores al 30%).

Otro indicador que nos puede ayudar a identificar posibles situaciones de sobrevaloración en la renta variable es

4. La estrecha relación entre el CAPE y los tipos de interés queda bien ilustrada por el hecho de que, en los últimos 55 años, el tipo de interés soberano de EE. UU. a 10 años explica cerca del 50% de las variaciones del CAPE del S&P 500.

Bolsa estadounidense: prima de riesgo bursátil implícita del S&P 500

Diferencial entre la tasa interna de retorno (TIR) de la bolsa y el tipo de interés libre de riesgo (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aswath Damodaran (disponibles en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

la prima de riesgo bursátil implícita (PRBI), que nos muestra cuál es la compensación adicional que exigen los inversores para invertir en bolsa en lugar de hacerlo en activos con menor riesgo (como la deuda soberana de EE. UU.). Niveles bajos de esta medida sugieren que los inversores exigen poca compensación por la toma de riesgos, lo que podría indicar que están siendo complacientes con la bolsa, situación que caracteriza a las burbujas. Existen diversas metodologías para estimar este indicador, desde muy sencillas a muy complejas. Una de las más extendidas se basa en obtener la tasa de descuento de los flujos de caja futuros esperados (principalmente dividendos) de una acción para seguidamente restarle el retorno del tipo de interés libre de riesgo y obtener la PRBI.⁵ Actualmente, este indicador se sitúa en niveles superiores al 5%, algo por encima del promedio histórico del 4,1%. Aunque ello indica que los inversores exigen una rentabilidad claramente superior a la ofrecida por la deuda soberana y tiende a matizar las conclusiones extraídas del análisis del CAPE, la tendencia a la baja que ha mostrado en los últimos años podría ser una señal de alerta.⁶

Con todo, y tal como comentábamos anteriormente, determinar si un activo financiero está sobrevalorado es una tarea muy compleja y las herramientas de las que disponemos arrojan luz solamente sobre alguna de las muchas dimensiones que influyen en las cotizaciones bursátiles. En este sentido, existen diversos argumentos que atenúan las conclusiones sobre los elevados niveles de CAPE actuales. No obstante, aunque sea tentador pensar que «esta vez es diferente», no se debe menospreciar el poder predictivo de los indicadores presentados en este artículo.

5. Véase «La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta» en el IM11/2015.

6. Además, debemos tener en cuenta que la compra a gran escala de activos por parte de la Reserva Federal ha disminuido los tipos de interés sobre la deuda soberana estadounidense, lo que podría haber sesgado la PRBI al alza.

Tipos de interés (%)

	31-oct	28-sep	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	1,3
Euríbor 12 meses	-0,15	-0,16	1	3,6	3,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,66	-0,59	-7	-2,2	8,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,62	-0,52	-10	0,7	13,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,39	0,47	-8	-3,7	2,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,55	1,50	5	-1,7	8,9
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,87	1,88	-1	-7,3	-20,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Líbor 3 meses	2,56	2,40	16	86,6	117,9
Líbor 12 meses	3,08	2,92	16	97,3	123,2
Deuda pública a 1 año	2,65	2,56	9	91,8	122,9
Deuda pública a 2 años	2,87	2,82	5	98,7	127,0
Deuda pública a 10 años	3,14	3,06	8	73,5	76,1

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-oct	28-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	69	5	29,2	23,7
Itraxx Financiero Sénior	92	84	8	48,1	41,0
Itraxx Financiero Subordinado	187	171	15	82,1	71,4

Tipos de cambio

	31-oct	28-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,131	1,160	-2,5	-5,8	-2,9
EUR/JPY (yenes por euro)	127,760	131,930	-3,2	-5,6	-3,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,886	0,890	-0,5	-0,2	1,1
USD/JPY (yenes por dólar)	112,940	113,700	-0,7	0,2	-0,6

Materias primas

	31-oct	28-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	416,1	415,0	0,3	-3,7	-2,7
Brent (\$/barril)	75,5	82,7	-8,8	12,9	23,0
Oro (\$/onza)	1.214,8	1.192,5	1,9	-6,8	-4,4

Renta variable

	31-oct	28-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.711,7	2.914,0	-6,9	1,4	5,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.197,5	3.399,2	-5,9	-8,7	-13,0
Ibex 35 (España)	8.893,5	9.389,2	-5,3	-11,5	-15,5
PSI 20 (Portugal)	5.030,7	5.359,3	-6,1	-6,6	-8,1
Nikkei 225 (Japón)	21.920,5	22.201,8	-1,3	-3,7	-0,4
MSCI emergentes	955,9	1.047,9	-8,8	-17,5	-14,6

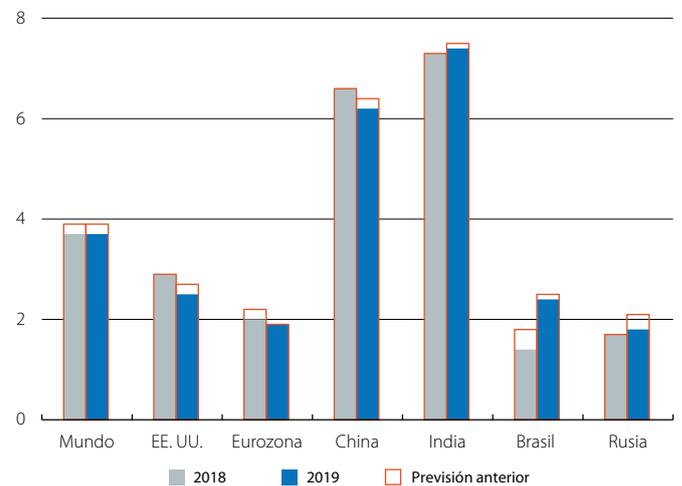
Crecimiento global significativo, pero con riesgos bajistas persistentes

Ligera revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial. Esta revisión se sustenta en la suave moderación de los indicadores de actividad global, como el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global, que sigue en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos), aunque volvió a disminuir por tercer mes consecutivo, hasta situarse en los 52,8 puntos en septiembre. Un retroceso que se ha dado tanto para el agregado de economías emergentes como el de avanzadas. El escenario de CaixaBank Research se ha ajustado a esta moderación con una leve revisión a la baja (1 décima) en las cifras de crecimiento global para este año y el próximo, si bien se continúa proyectando un avance en niveles sólidos (3,7% en 2018 y 3,6% en 2019). Del mismo modo, el FMI, en la reciente actualización de su Informe de Perspectivas Globales (World Economic Outlook, en inglés), también redujo sus previsiones de crecimiento mundial (hasta el 3,7% para 2018 y 2019) y mantuvo un balance de riesgos sesgados a la baja. La revisión del Fondo supone, en gran medida, un menor crecimiento previsto entre los emergentes y es el resultado de dos tendencias opuestas: mientras la recuperación del petróleo justifica mejorar las perspectivas de los exportadores energéticos, otros emergentes van a ver penalizado su crecimiento futuro debido a la escalada de tensiones comerciales a nivel mundial (el FMI menciona explícitamente a China e India). Caso aparte son los emergentes que, además de sufrir la combinación de tendencias globales poco propicias (endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, tensiones geopolíticas y efectos de la guerra comercial), exhiben debilidades idiosincráticas (por ejemplo, Argentina, Turquía e Irán).

Los riesgos bajistas se mantienen presentes. En el plano comercial, en las últimas semanas, y a pesar del desarrollo positivo que supuso el acuerdo entre EE. UU., México y Canadá para reformar el tratado comercial entre los tres países (NAFTA antes y ahora USMCA), las tensiones comerciales entre EE. UU. y China siguen bien presentes. Aunque no pensamos que el recrudecimiento de las sanciones arancelarias entre ambos países desembogue en una guerra comercial a escala mundial en toda regla, los riesgos han aumentado considerablemente en los últimos meses. En este sentido, las elecciones legislativas *midterms* estadounidenses (el 6 de noviembre) pueden jugar un papel importante en la evolución de dichas tensiones. Si los republicanos salen reforzados, Trump podría verlo como un respaldo a su política comercial y seguir imponiendo sanciones. Si, por el contrario, los demócratas recuperan la Cámara de los Representantes de manera contundente, el presidente podría optar por recalibrar su política comercial. No en vano, un 56% de los estadounidenses cree que los acuerdos de libre comercio han sido positivos para el país en su conjunto. Aunque este porcentaje es considerablemente menor entre los votantes republicanos (43%), ha tendido a incrementar de manera significativa en los últimos años (según una encuesta del Pew Research Center).

FMI: previsiones del PIB para 2018 y 2019

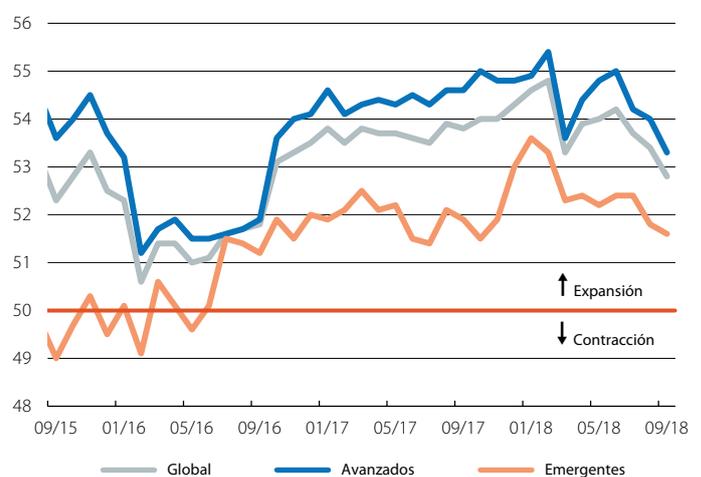
Variación anual (%)



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

Indicadores de actividad: PMI compuesto

Índice



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

Italia: objetivos de déficit

(% del PIB)

	2018	2019	2020	2021
Nuevos objetivos	-1,6	-2,4	-2,1	-1,8
Objetivos anteriores	-1,6	-0,8	0,0	0,2
Diferencia	0,0	-1,6	-2,1	-2,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones del Gobierno italiano.

En Europa, los factores geopolíticos dominan el mapa de riesgos. En concreto, en la reunión del Consejo Europeo de mediados de octubre, el Reino Unido y la UE no consiguieron llegar a un 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. Aunque prevemos que, efectivamente, se alcance un acuerdo de salida, es probable que su formalización se retrase más de lo deseado, puesto que el proceso de ratificación del acuerdo en el Reino Unido se estima complicado. Por su parte, Italia ha copado la atención durante estas últimas semanas debido a que su nuevo presupuesto público para 2019 conlleva una desviación significativa del objetivo previamente acordado con Bruselas en mayo (de un déficit del 0,8% del PIB a un 2,4%). Este cambio dificulta la corrección de la elevada deuda pública italiana (superior al 130% del PIB) y está generando tensiones con Bruselas. De hecho, la Comisión Europea ya ha manifestado formalmente el rechazo a esta propuesta, dado que considera que infringe seriamente las normas fiscales de la UE, y ha dado a Italia un plazo de tres semanas (hasta mediados de noviembre) para revisarla.

EUROZONA

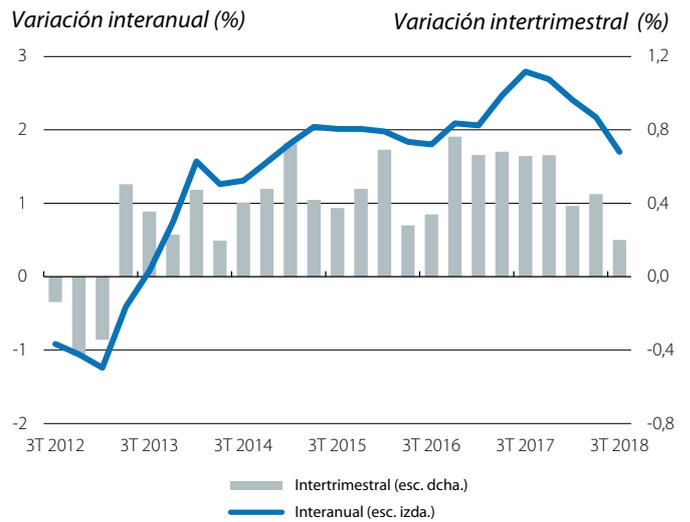
En la eurozona, el crecimiento del PIB decepcionó en el 3T 2018 al situarse claramente por debajo de lo esperado por el conjunto de analistas. En concreto, el PIB avanzó un 0,2% intertrimestral en el 3T (1,7% interanual), lo que supone una desaceleración con respecto a la primera mitad del año (en la que avanzó un 0,4% intertrimestral). Entre los países de los que disponemos datos, hubo luces y sombras. En concreto, destacó en positivo Francia, con un crecimiento del 0,4% intertrimestral y del 1,5% interanual en el 3T (0,2% intertrimestral y 1,7% interanual en el 2T 2018). En cambio, Italia decepcionó con un avance intertrimestral nulo y un crecimiento interanual del 0,8% (0,2% intertrimestral y 1,2% interanual en el 2T 2018). Respecto a Alemania, aunque todavía no conocemos los datos del PIB, todo parece indicar que su economía se ha visto lastrada de forma temporal por la nueva normativa sobre vehículos, que entró en vigor el 1 de septiembre y que introduce una regulación más estricta sobre las emisiones contaminantes.

Los primeros indicadores de sentimiento económico apuntan al mantenimiento de un crecimiento más moderado en el último trimestre del año. En particular, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona (que mide el sentimiento empresarial) cayó hasta los 52,7 puntos en octubre y, aunque todavía se sitúa en zona expansiva, se trata del menor nivel de los últimos dos años. El descenso estuvo apoyado por la desaceleración (esperada) de las exportaciones, al producirse en un entorno de persistentes tensiones comerciales. Asimismo, la normativa sobre los vehículos también puede haber contribuido a este inferior registro. Por su parte, el índice de la confianza del consumidor repuntó ligeramente en octubre hasta los -2,7 puntos, un registro similar al promedio de 2017 (-2,5 puntos).

ESTADOS UNIDOS

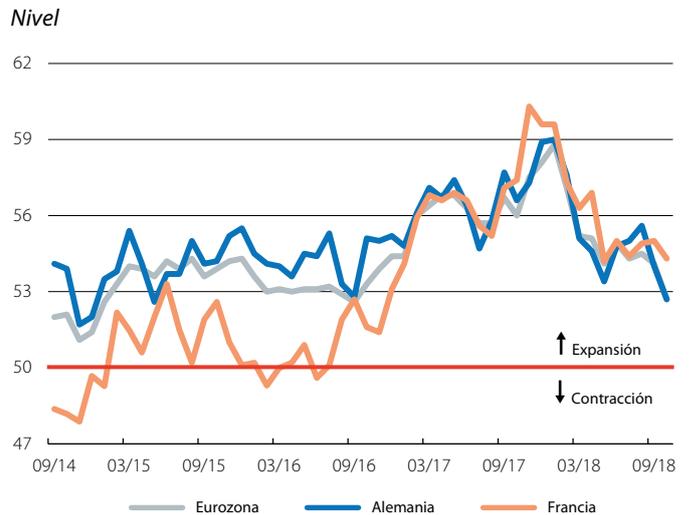
Los datos de crecimiento del 3T corroboran la buena marcha de la economía estadounidense. En concreto, el PIB avanzó un

Eurozona: crecimiento del PIB



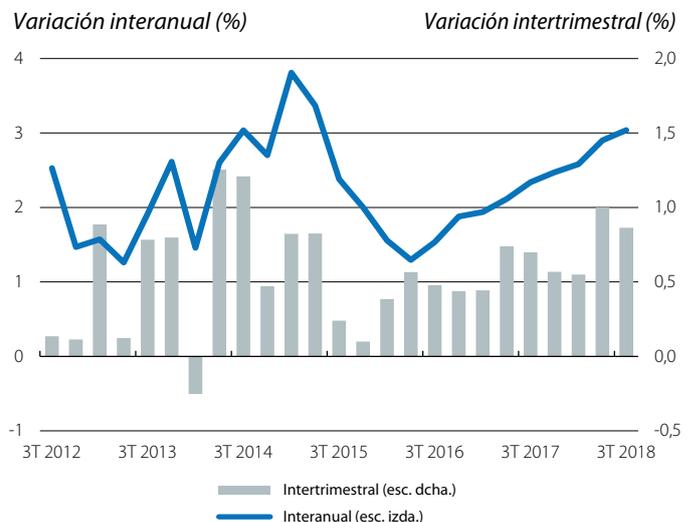
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



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

EE. UU.: crecimiento del PIB



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

sólido 0,9% intertrimestral (3,0% interanual). El avance ha sorprendido en positivo, en especial ante el ya muy elevado crecimiento del 2T (1,0% intertrimestral). Por componentes de demanda, el fuerte ritmo de crecimiento estuvo apoyado, en buena parte, por el avance del consumo privado, la gran contribución positiva del componente de existencias y del consumo público (ante el mayor gasto público aprobado en febrero en el Congreso americano). Estos elementos compensaron la caída de las exportaciones y de la inversión residencial. Por otro lado, cabe destacar la debilidad de la inversión empresarial, en especial, en equipos, a pesar de que debería haberse visto beneficiada por la nueva fiscalidad (recorte impositivo y mayores incentivos fiscales a la inversión). En este sentido, el paulatino desvanecimiento del estímulo fiscal contribuirá a moderar el crecimiento del PIB en 2019.

Los buenos datos de mercado laboral e inflación no deben llevar a la complacencia. A pesar de la leve moderación en la inflación general de septiembre, tanto la general como la subyacente se mantuvieron en niveles firmes (en el 2,3% y 2,2%, respectivamente). En un entorno de crecimientos notables y con un mercado laboral cercano al pleno empleo (la tasa de paro se situó en el 3,7% en septiembre, el menor nivel desde 1969), los riesgos de sobrecalentamiento no son desdeñables. En este sentido, el escenario de CaixaBank Research prevé que la Reserva Federal siga normalizando su política monetaria para contener estos riesgos con una nueva subida este 2018 y dos más a lo largo de 2019. Ello situaría el tipo de referencia en el intervalo 2,75%-3,00% a finales de 2019.

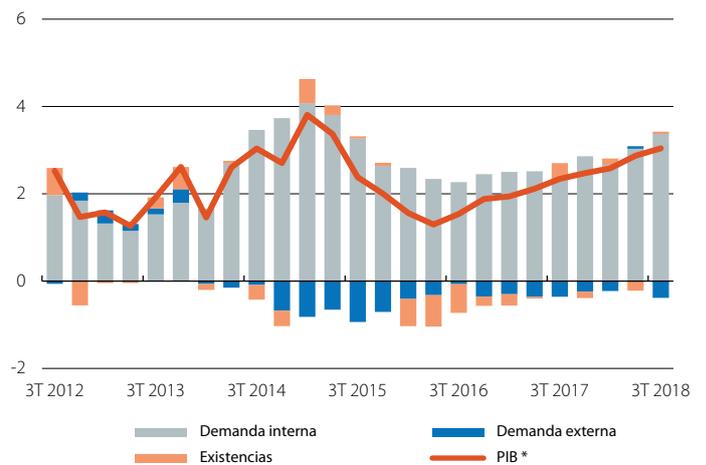
EMERGENTES

En China se confirma la desaceleración de la economía. En concreto, el PIB de China creció un 6,5% interanual en el 3T y, aunque se trata de un ritmo de crecimiento notable, se sitúa 2 décimas por debajo del avance del trimestre anterior y confirma que el país se está desacelerando. De hecho, el índice de actividad de CaixaBank Research para la economía china sugiere que la ralentización podría ser algo más clara de lo que sugieren los datos oficiales de PIB. De cara a los próximos trimestres, prevemos que la economía asiática continúe desacelerándose, aunque de forma gradual. Por lo tanto, es probable que el Gobierno chino prosiga con algunas de las medidas de estímulo ya implementadas (por ejemplo, reducciones en los requisitos de capital de los bancos).

En Latinoamérica las dos principales economías discurren por caminos distintos. En Brasil, la incertidumbre seguirá pesando sobre el crecimiento económico. La victoria de Bolsonaro puede ofrecer una agenda reformista moderada con la finalidad de corregir el fuerte desequilibrio de las cuentas públicas brasileñas, aunque será difícil que se realicen cambios más ambiciosos debido a la fragmentación política en el poder legislativo (véase el Focus «Las finanzas públicas, el talón de Aquiles de la economía brasileña» en este mismo Informe Mensual). Por su parte, en México, el PIB del 3T avanzó un considerable 0,9% intertrimestral (2,6% interanual), dejando atrás algunos trimestres de cierta debilidad ante la incertidumbre política y comercial.

EE. UU.: PIB por componentes

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).

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

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

China: PIB frente al indicador de actividad CaixaBank

Variación interanual (%)



Nota: * Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad. El crecimiento en el 3T se ha calculado a partir de datos mensuales de julio y agosto.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Las finanzas públicas, el talón de Aquiles de la economía brasileña

El nuevo presidente de Brasil no va a tener mucho tiempo para festejar la victoria. Los retos a los que se enfrenta su país son de calado, por lo que haría bien en pasar de las promesas electorales a la toma de medidas con celeridad. Concretamente, la primera prioridad del nuevo Ejecutivo debería ser, sin lugar a dudas, afrontar la complicada situación de las finanzas públicas.

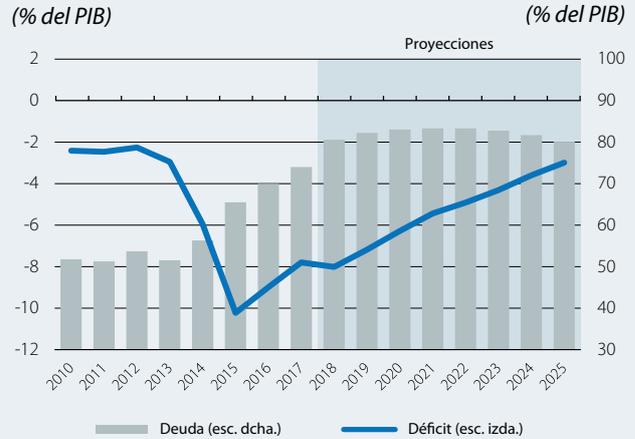
Desde el punto de vista europeo, la situación económica de Brasil no debemos mirarla como si de un problema ajeno se tratara y que solo deba preocupar a aquellos que han invertido en el país. Por un lado, a diferencia de otros emergentes, como Turquía o Argentina, las interconexiones financieras y económicas de Brasil con el resto del mundo son sustanciales. Por otro lado, Brasil, además de ser la primera economía latinoamericana, es un proveedor central de diferentes materias primas a nivel global.

Dada la importancia sistémica del país, no es de extrañar que Brasil reciba siempre una elevada atención por parte de los inversores, atención que, en los últimos meses, se ha centrado, en gran medida, en la capacidad del nuevo Gobierno de ejecutar las muy necesarias, pero prácticamente siempre demoradas, reformas estructurales que necesita, como la mejora de las infraestructuras de transporte y energía, del marco regulatorio –que sigue siendo excesivamente complejo y poco efectivo– y de los problemas crónicos de inseguridad. Pero, por encima de todo, preocupa la situación de las finanzas públicas de Brasil, cuyo saneamiento, si no se toman medidas de calado, será cada vez más difícil.

Se trata de una preocupación fundamentada: en 2017, el déficit público se situaba en el 7,8% del PIB y la deuda pública en el 74,0%, registros claramente superiores a los habituales entre los emergentes. A estos niveles se ha llegado, además, de una forma relativamente rápida, ya que en 2013 ambas cifras eran, respectivamente, el 3,0% del PIB y el 51,5% del PIB. Además, todo apunta a que estas cifras se seguirán deteriorando si no se toman medidas de ajuste de calado.

¿Cuáles son los factores que presionan el desequilibrio de las finanzas públicas al alza? Un primer candidato natural es la evolución de la propia economía, que en los últimos años ha tenido que lidiar con una recesión grave y una recuperación exigua: si en el periodo 2009-2013 el crecimiento promedio anual fue del 3,3%, en los últimos cuatro años el registro fue del -1,4%. Sin embargo, según estimaciones del FMI, el déficit público efectivamente registrado y el ajustado cíclicamente son relativamente similares en prácticamente todo el periodo comprendido entre 2002 y 2017. O, lo que es lo mismo, el deterioro del saldo público se produce por motivos estructurales, ajenos a la mala evolución económica de los últimos años.

Brasil: proyecciones del déficit y deuda públicos



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central de Brasil y Oxford Economics.

Un segundo sospechoso habitual en países con elevado nivel de deuda pública es el pago de intereses. En el promedio de 2014-2017, cuando el déficit público fue del 8,2% del PIB, el pago de intereses fue equivalente al 6,6% del PIB (es decir, el grueso del déficit registrado se debía al pago de intereses, mientras que el déficit público primario, del 1,6% del PIB, era mucho más pequeño). Sin embargo, si ampliamos el foco temporal, la conclusión se mantiene: en los «años buenos», es decir, del 2000 al 2013, Brasil pagó en promedio anual un 6,1% de su PIB en intereses. Esta es una carga pesada y cuya evolución a corto plazo es difícil de cambiar, pero el deterioro del déficit público de Brasil no parece que sea exclusivamente resultado de un aumento del coste de la deuda.

Un tercer candidato a explicar el deterioro de las cuentas públicas suele ser el bajo nivel de ingresos, usualmente un talón de Aquiles de las economías emergentes. Tampoco es el caso. El nivel de ingresos de Brasil es elevado: aunque, en proporción al PIB, han disminuido en cierta medida en los últimos años, los ingresos públicos todavía ascienden a más del 30% del PIB (el promedio de la OCDE es del orden del 35%).

En definitiva, ninguno de los factores anteriores explica por sí mismo el empeoramiento del déficit público, y en consecuencia la escalada de la deuda, que se produce, en cierta medida, a partir de 2014 y con mayor intensidad desde 2015. Para encontrar la causa hay que fijar la atención en el lado del gasto. En estos años se produce un aumento superior al 25% en el gasto público. Se trata, como es obvio, de un aumento muy elevado, sin precedentes en las últimas décadas, y que, además, dado que la dinámica de gasto público brasileño tiene un fuerte carácter inercial, produce una situación de histéresis (es decir, el

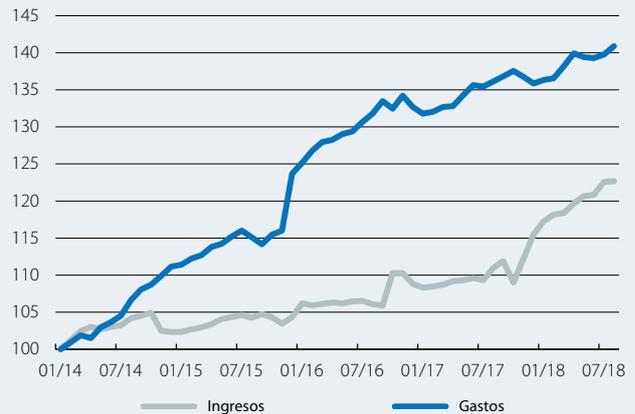
cambio de nivel se mantiene en el tiempo). Eso explica por qué, cuando se intenta reaccionar, los resultados son escasos. Así, y a pesar de que en 2016 se estableció un límite al crecimiento de las partidas principales de gasto social en manos del Gobierno central (de forma que no podían crecer más que la inflación), la medida solo ha servido para conseguir que el gasto se sitúe por debajo del 40% del PIB. Ciertamente, se ha frenado la tendencia alcista de años anteriores, pero todavía no se ha corregido.

El problema de fondo esencial reside en que el Gobierno solo es responsable directo de una parte relativamente pequeña de los gastos públicos. Así, incluso si se descuentan los intereses pagados, aproximadamente un 80% del gasto primario del Gobierno central son gastos no discrecionales. En particular, destaca que más de un 40% de los gastos primarios se destinan a la Seguridad Social (S. S.). Se trata de una partida que ha ido creciendo a lo largo de los años y que no va a dar tregua en el futuro. Según estimaciones del FMI, se pasará de un gasto en pensiones del orden del 14% del PIB en 2021 al 18% en 2030 y al 26% en 2050. Este fuerte aumento no es resultado de una situación demográfica adversa, como en muchas economías desarrolladas. Diferentes estudios reiteran que Brasil cuenta con un sistema muy generoso dados los recursos disponibles.¹ Concretamente, es relativamente frecuente jubilarse a edades tempranas (una vez cotizados 35 años, los hombres, y 30 años, las mujeres, no existe edad mínima de jubilación) con tasas de reemplazo o sustitución elevadas. En este sentido, cabe lamentar que los intentos del anterior Gobierno de conseguir una reforma moderada del sistema, centrada en aumentar las exigencias de cotización y fijar una edad obligatoria de jubilación, fracasasen.

La tesitura de las finanzas públicas es, por tanto, complicada, y el menú de alternativas a disposición del nuevo Gobierno es ciertamente limitado, a no ser que se opte por un cambio profundo en el sistema de gasto. En ausencia de esta reforma de calado, poco probable a la vista de la experiencia, lo más probable es que asistamos a una difícil gestación de un programa de ajuste que tratará de reducir los gastos discrecionales, contener los salarios públicos y lograr una reforma de la S. S., seguramente no muy distinta de la que naufragó en la legislatura anterior. Por el lado de los ingresos, cabe esperar algún aumento impositivo, cierto reordenamiento de la maraña de beneficios fiscales discrecionales y un proceso de privatizaciones modesto, pero el impacto fiscal podría acabar siendo reducido. El panorama fiscal es, y seguirá siendo, complicado, y, en consecuencia, las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas continúan siendo una fuente de incertidumbre, para Brasil... y para el mundo.

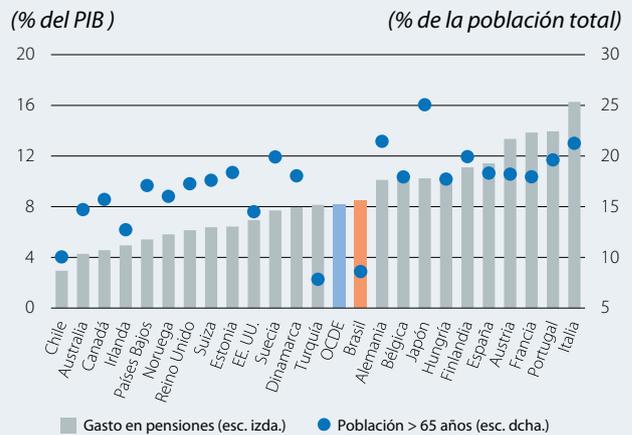
1. Véase, por ejemplo, OCDE (2017), «Pension Reform in Brazil», Policy Memo.

Brasil: ingresos y gastos del Gobierno central
Índice (100 = enero 2014)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Finanzas brasileño.

Gasto en pensiones y población de más de 65 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y el Banco Central de Brasil.

Brexit: cuenta atrás

A menos de seis meses del *brexit*,¹ aún quedan escollos importantes por resolver y el proceso de ratificación del acuerdo de separación en el Reino Unido puede resultar complicado. A ello se suman las dudas sobre si, tras el *brexit*, los dos bloques llegarán a un acuerdo que garantice una estrecha relación entre ambos y minimice los daños económicos de la separación. En este Focus, repasaremos los principales retos que se deben abordar para garantizar una salida ordenada del Reino Unido y el proceso que se inicia inmediatamente después, el cual debería llevar a ambas partes a acordar el futuro marco de relaciones.

El proceso de salida del Reino Unido de la UE parecía estar bien encauzado cuando, en diciembre de 2017, la UE y el Reino Unido sentaron las bases del acuerdo de salida. Concretamente, ambas partes acordaron la cantidad que el Reino Unido debe pagar a la UE para honrar las obligaciones financieras contraídas mientras el Reino Unido formaba parte de la UE (el denominado *financial settlement* o *brexit bill*), los derechos de los ciudadanos británicos que actualmente residen en la UE (y viceversa) tras el *brexit*, y la aplicación de una cláusula *backstop* que garantice que la frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda se mantenga abierta sea cual sea el marco de relaciones futuro entre la UE y el Reino Unido.² También se acordó, en marzo de 2018, establecer un periodo de transición tras el *brexit* –hasta diciembre de 2020– durante el cual ambas partes negociarían su futura relación. En concreto, se acordó que durante dicho periodo el Reino Unido se mantendría dentro del mercado único y la unión aduanera para minimizar cualquier disrupción y ayudar a los distintos actores económicos a acomodarse al nuevo escenario *post-brexit*. No obstante, la entrada en vigor de este periodo de transición está condicionada a que ambas partes cierren definitivamente el acuerdo de salida.

La consecución relativamente rápida de estas metas había reducido los temores a un fracaso en las negociaciones y una salida desordenada del Reino Unido. De hecho, se esperaba que pudieran cerrarse los detalles del acuerdo de salida a principios de este otoño, para así dar tiempo a que ambas partes pudieran ratificarlo antes de la fecha del *brexit*.³

Sin embargo, las negociaciones se están complicando, lo que ha retrasado la formalización del acuerdo final hasta, al menos, finales de año. En particular, las dos partes parecen no ponerse de acuerdo en la forma que debe tener la cláusula *backstop* sobre Irlanda. Para la UE, esta provisión debe

contemplar que Irlanda del Norte se mantenga en la unión aduanera y en el mercado único de bienes indefinidamente. No obstante, ello implicaría dividir el territorio aduanero del Reino Unido, al imponer controles fronterizos entre Irlanda del Norte y el resto del Reino Unido –algo a lo que el Gobierno británico se opone firmemente. Asimismo, también excluiría a Irlanda del Norte de cualquier acuerdo comercial que el Reino Unido firmara con un tercer país. Por ello, el Gobierno británico propone que todo el Reino Unido (y no solo Irlanda del Norte) se mantenga, *de facto* y de manera temporal, en la unión aduanera más allá del periodo de transición. Asimismo, también ha sugerido la posibilidad de extender dicho periodo hasta finales de 2021 para dar más tiempo a las negociaciones de un futuro acuerdo comercial (y evitar así que se tenga que aplicar el *backstop*). Así, Reino Unido parece estar tratando de cerrar el acuerdo de salida sin detallar demasiado la solución al problema de la frontera irlandesa, mientras que la UE querría pasar a la siguiente etapa de las negociaciones con unas especificaciones claras sobre la cláusula *backstop*.

Además, una vez cerrado el acuerdo de salida, este deberá ratificarse en el Parlamento británico, un proceso que no será fácil y que puede poner en riesgo el acuerdo alcanzado entre el Gobierno británico y la UE. En la actualidad, el Gobierno británico no puede dar por sentado que logrará el apoyo necesario para ratificar el acuerdo en el Parlamento. Por un lado, el bloque euroescéptico dentro del partido conservador no quiere que el Gobierno británico haga concesiones a Bruselas para tratar de mantener la frontera abierta en Irlanda, ni que el Reino Unido esté atado a una unión aduanera con la UE durante un periodo más extenso del estrictamente necesario, por lo que puede terminar bloqueando la ratificación del acuerdo. Por otro lado, algunos diputados del partido laborista también estarían dispuestos a votar en contra del acuerdo que negocie el Gobierno británico y la UE. Con todo, se espera que el Gobierno británico consiga ratificar el acuerdo final –haciendo así efectivo el acuerdo de transición–, dado que la alternativa de llegar al día del *brexit* sin acuerdo de separación conllevaría elevados costes económicos.

Más allá del acuerdo de salida, tras el *brexit*, quedarán importantes cuestiones por resolver. En particular, el Reino Unido y la UE dispondrán de 21 meses –si no se extiende el periodo de transición– para trazar los detalles de su futura relación comercial. Aunque actualmente el marco de relaciones futuro es incierto, sí conocemos los principales ejes sobre los que girarán las negociaciones y la posición inicial de cada bloque.

Para la UE, el acuerdo futuro deberá respetar la normativa de la Unión. En particular, desde el inicio de las negociaciones, los 27 dejaron claro su compromiso con la indivisibilidad de las cuatro libertades que rigen el tratado de

1. Está previsto que el Reino Unido salga de la UE el 29 de marzo de 2019.

2. Esta cláusula se aplicaría solo hasta que tuviera efecto un marco futuro de relaciones que garantizara que la frontera se mantiene abierta.

3. El acuerdo de salida debe ser ratificado por la UE (por mayoría simple en el Parlamento Europeo y mayoría cualificada en el Consejo Europeo) y por el Reino Unido (ambas cámaras).

Marco de relaciones futuras entre el Reino Unido y la UE

		+ integración ←					→ - integración
Opciones	 Estado miembro de la UE						
¿Qué líneas rojas del Reino Unido se cruzarían?	Quedarse en la UE	Estado miembro del Espacio Económico Europeo (EEA)					Sin acuerdo futuro: la relación comercial se rige por las normas de la OMC
		Aceptar la jurisdicción del Tribunal Superior de Justicia Europeo	 Acuerdos bilaterales en distintas áreas				
		Aceptar el movimiento libre de personas	Aceptar el movimiento libre de personas	 Acuerdo de asociación			
		Contribuir sustancialmente al presupuesto europeo	Contribuir sustancialmente al presupuesto europeo	Aceptar la jurisdicción del Tribunal Superior de Justicia Europeo	 Unión aduanera	 Acuerdo de Libre Comercio	
		Disponer de autonomía regulatoria	Disponer de autonomía regulatoria	Disponer de autonomía regulatoria	Capacidad de negociar acuerdos comerciales con terceros países		

Nota: Cada bandera refleja un país con el que la UE tiene este tipo de relación.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de documentos de la Comisión Europea.

Roma y el Mercado Común Europeo, esto es: la libertad de movimiento de bienes, servicios, capital y personas. Asimismo, la UE también dejó claro que, a la hora de definir la relación *posbrexit*, quiere que el Reino Unido respete el equilibrio de beneficios y obligaciones que conlleva el acceso al mercado único.⁴ En otras palabras, la UE no puede permitir que el Reino Unido escoja solamente aquellas partes del mercado único que le sean más convenientes y rechace las que no (lo que se conoce como *cherry-picking*). Por ello, según la UE, el Reino Unido puede o bien aceptar todas las obligaciones que conlleva el acceso al mercado único, tal y como hacen Estados no miembros de la UE pero miembros del Espacio Económico Europeo (como Noruega), o bien operar bajo lo que se llama régimen de tercer país (como, por ejemplo, hace Canadá) y optar por un acuerdo comercial bilateral con la UE.

La posición del Reino Unido, en cambio, es menos clara. Lo que sí sabemos es que el Gobierno británico tratará de evitar que se crucen sus líneas rojas, es decir, aquellos elementos que considera como no negociables (véase el gráfico adjunto). Muestra de ello es que, en su propuesta conocida como *Chequers* –la primera propuesta oficial del Reino Unido sobre la futura relación con la UE–, el Gobierno británico propone mantener el acceso al mercado único de bienes, pero sin aceptar la jurisdicción del Tri-

bunal Superior de Justicia Europeo en su totalidad ni el libre movimiento de personas. Sin embargo, ello es incompatible con la posición de la UE de cumplimiento de ciertas obligaciones para acceder al mercado único.

Por tanto, dada la existencia de estos condicionantes, parece poco probable un acuerdo que permita el comercio sin restricciones entre el Reino Unido y la UE, pero con control unilateral de la inmigración y ningún papel para el Tribunal Superior de Justicia Europeo. En este contexto, es probable que ambos bloques traten de negociar un acuerdo de asociación en distintas dimensiones (comercial, en seguridad, defensa y política exterior) que mantenga sus vínculos lo más estrechos posible. Con todo, cualquier modelo de relación futura que implique la salida del Reino Unido del mercado único y la unión aduanera conllevará barreras comerciales, especialmente en el comercio de servicios, sector en el que el Reino Unido es altamente competitivo.

4. Además de la libre circulación de personas, el acceso al mercado único también implicaría realizar contribuciones al presupuesto de la UE y aceptar la jurisdicción del Tribunal Superior de Justicia Europeo.

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

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Actividad									
PIB real	1,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,1	5,3	4,4	5,2	5,6	6,0	5,7	5,0
Confianza del consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	133,7	127,9	134,7	138,4
Producción industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	4,7	4,1	4,9	5,1
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	58,1	61,3	59,8
Viviendas iniciadas (miles)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.218	1.184	1.268	1.201
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	189	200	205	209	211	...	212	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,9	3,9	3,7
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,5	60,3	60,4
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	...	–2,8	–2,9	...
Precios									
Inflación general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,7	2,3
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares.

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	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Actividad									
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,3	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,5	43,3	43,4
Producción industrial	–0,2	4,5	4,1	2,5	2,0	...	0,7	–0,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	19,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	...	2,5	2,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,5	0,3	0,2
Precios									
Inflación general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	0,9	1,3	1,2
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.

CHINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Actividad									
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,7	6,5	–	–	–
Ventas al por menor	10,4	10,3	9,9	9,9	9,0	9,0	8,8	9,0	9,2
Producción industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	6,0	6,1	5,8
PMI manufacturas (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	51,2	51,3	50,8
Sector exterior									
Balanza comercial ¹	512	435	435	420	395	364	376	361	364
Exportaciones	–8,4	8,5	10,1	13,6	11,3	11,4	11,3	8,5	14,3
Importaciones	–5,7	16,1	13,2	19,2	20,1	20,7	27,6	20,5	14,8
Precios									
Inflación general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,1	2,3	2,5
Tipo de interés de referencia ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,7	6,8	6,9

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.

UNIÓN EUROPEA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Ventas al por menor (variación interanual)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	...	1,0	1,8	...
Producción industrial (variación interanual)	1,6	3,0	4,1	3,2	2,4	...	0,3	0,9	...
Confianza del consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-0,5	-1,9	-2,9
Sentimiento económico	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	112,1	111,6	110,9
PMI manufacturas	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	55,1	54,6	53,2
PMI servicios	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	54,2	54,4	54,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	...	-	...	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	8,1	8,1
Alemania (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Francia (% pobl. activa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,1	9,3	9,2	9,3	9,3
Italia (% pobl. activa)	11,7	11,3	11,0	10,9	10,6	10,0	10,2	9,8	10,1
España (% pobl. activa)	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	15,0	15,0	14,9

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.

Precios

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

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	...	3,7	3,6	...
Alemania	8,5	7,9	7,9	7,9	8,1	...	8,0	7,9	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	...	-0,3	-0,6	...
Italia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	...	2,8	2,8	...
España	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	...	1,3	1,2	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	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.

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,1	4,0	4,1	4,3
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,0	3,1	3,1
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,1	9,2	8,1	7,2	7,5	6,8	7,3
Otros depósitos a corto plazo	-1,9	-2,7	-2,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,1	-1,5	-1,5
Instrumentos negociables	2,7	1,1	-1,6	-5,8	-2,8	-5,4	-3,3	-4,0	-8,9
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

Notas: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

Buen ritmo de avance hacia una fase más madura del ciclo

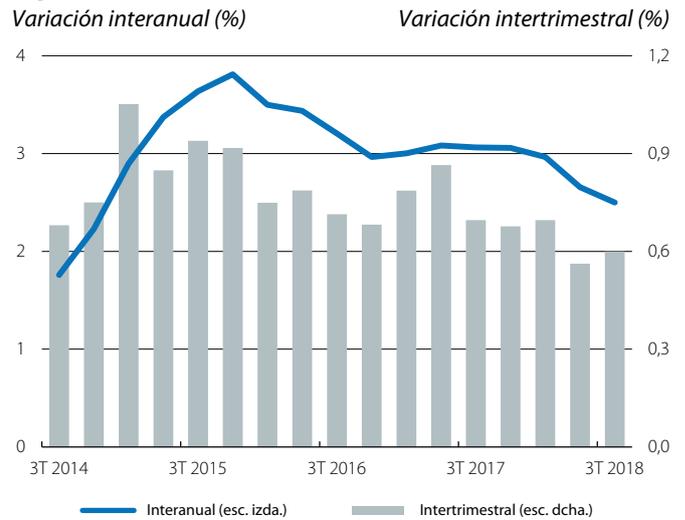
La economía avanza hacia una fase más madura. El mes pasado, desde CaixaBank Research, revisamos ligeramente el escenario con una rebaja de 0,2 p. p. en las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 (hasta el 2,5% y el 2,1%, respectivamente) para recoger la revisión de la serie histórica del PIB realizada por el INE, el aumento de los riesgos bajistas en el entorno internacional y la moderación del crecimiento en una fase más madura del ciclo económico. Del mismo modo, la actualización del cuadro macroeconómico del Gobierno, que se incluye en el borrador del Plan Presupuestario para el 2019, también refleja este avance de la economía hacia una fase más madura del ciclo económico. En particular, el Gobierno ha rebajado las previsiones del PIB en 0,1 p. p., hasta el 2,6% para 2018 y el 2,3% para 2019, relativamente en consonancia con el escenario de CaixaBank Research. Además, el borrador de presupuestos mandado a Bruselas mantiene el compromiso con la reducción del déficit hasta el 1,8% en 2018 (una reducción de 0,9 p. p. que incluye una corrección del déficit estructural en 0,4 p. p.).

La economía sigue creciendo de forma robusta en el 3T. Según la primera estimación del INE, el crecimiento del PIB se mantuvo en el 0,6% intertrimestral y 2,5% interanual en el tercer trimestre del año (las mismas cifras que en el 2T). Así, la economía española registró un ritmo de avance superior al de las principales economías de la eurozona, pero algo inferior al exhibido en los últimos años, lo que refuerza la visión de una desaceleración suave a medida que se avanza hacia una fase más madura del ciclo. Por componentes, la demanda interna se mantuvo como principal motor de la economía (contribución de 3,0 p. p. al crecimiento interanual) y destacó, especialmente, el repunte del 0,6% intertrimestral del consumo privado tras haber sufrido un bache en el 2T (0,1%), mientras que el crecimiento de la inversión se mantuvo en un sólido 1,0% intertrimestral (una buena cifra que sigue al fuerte 3,5% del 2T). Por su parte, la demanda externa tuvo una contribución neta negativa (-0,5 p. p. tras los -0,8 p. p. en el 2T) que, sin embargo, se situó en línea con lo esperado debido a las tensiones comerciales a nivel global y a la desaceleración de la eurozona.

Los indicadores de actividad respaldan una desaceleración suave. Por el lado de la oferta, los índices PMI de manufacturas y servicios se situaron en los 52,4 y 52,6 puntos, respectivamente, en el promedio del 3T, unos registros algo inferiores a los del 2T (promedio de 53,7 y 55,8 puntos, respectivamente). Asimismo, la producción industrial, con un crecimiento del 1,2% interanual en agosto y del 0,7% en julio, habría avanzado en el 3T a un ritmo parecido al 0,9% registrado en el 2T. Por último, por el lado de la demanda, en el 3T, las ventas minoristas descendieron un 0,4% interanual tras su estancamiento en el promedio del 2T.

El ahorro se mantiene en tasas bajas mientras los salarios crecen robustamente. En concreto, la tasa de ahorro de los

España: PIB



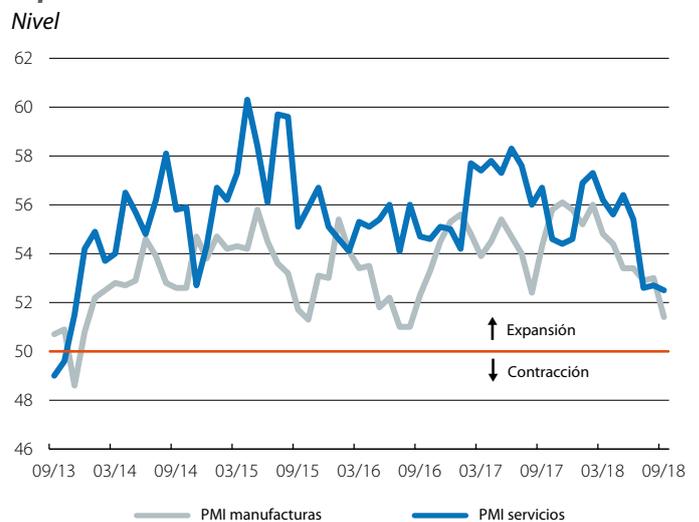
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Cuadro macroeconómico del Gobierno

	Escenario nuevo	
	2018	2019
PIB real (%)	2,6	2,3
Anterior	2,7	2,4
Ocupación (%)	2,5	2
Tasa de desempleo	15,5	13,8
Consumo final (% del PIB)	2,2	1,8
Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	5,3	4,4
Exportaciones (% del PIB)	3,2	3,4
Importaciones (% del PIB)	4	3,8
Déficit público (% del PIB)	2,7	1,8
Deuda pública (% del PIB)	97	95,5

Fuente: Borrador del Plan Presupuestario 2019.

España: indicadores de actividad



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

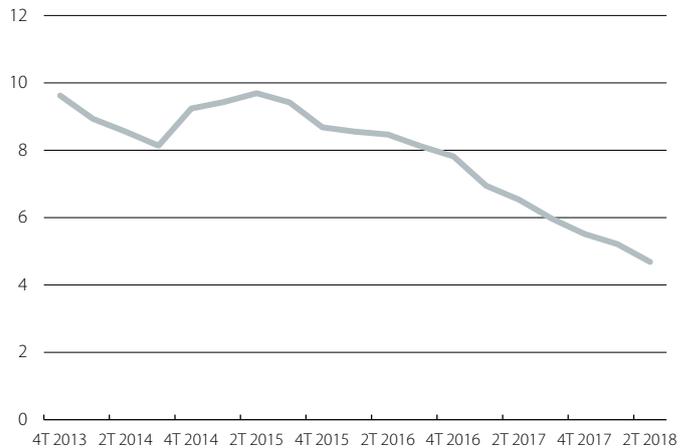
hogares se situó en el 4,7% en el 2T 2018 (acumulado de cuatro trimestres), 0,5 p. p. por debajo del registro del trimestre anterior. Esta disminución reflejó una divergencia entre el consumo nominal, que mantuvo un crecimiento alrededor del 4% en el segundo trimestre del año, y la renta bruta disponible (RBD), con un avance del 1,9%. Con todo, de cara a los próximos trimestres, prevemos que la tasa de ahorro se estabilice de la mano de la recuperación del mercado laboral. Muestra de ello es que el componente más importante de la RBD, las rentas salariales, creció a un ritmo similar al del consumo nominal (3,8% interanual en el 2T 2018), lo que sugiere que otros componentes más volátiles serían los responsables temporales del menor crecimiento de la RBD.

Evolución positiva del empleo en el 3T. Los datos más recientes de la encuesta de población activa (EPA) reflejan una sólida creación de empleo en el 3T y una marcada reducción de la tasa de paro, del 16,4% en el 2T al 14,6% en el 3T (su menor nivel desde el 4T 2008). En particular, el crecimiento del empleo en el 3T fue del 2,5% interanual y el 0,5% intertrimestral, registros levemente inferiores a los del 2T, pero que suponen un aumento del número de ocupados en 478.800 personas en los últimos 12 meses. Por sectores, el buen desempeño del sector servicios, con la creación de 346.900 empleos en el acumulado de los últimos cuatro trimestres, compensó el menor incremento de la ocupación en el sector industrial (+55.000 ocupados). Por último, en contraste con estas buenas dinámicas, los datos de la EPA señalan que la tasa de temporalidad se situó en el 27,4%, el mismo nivel que el año anterior y en cotas muy superiores a las de las principales economías de la eurozona. De cara a los próximos trimestres, se espera que la buena evolución del mercado laboral perdure, pero que pierda algo de intensidad en consonancia con la esperada suavización del ritmo de crecimiento de la economía española.

El sector exterior se modera. El superávit de la balanza por cuenta corriente se situó en el 1,2% del PIB en agosto (acumulado de 12 meses), cifra ligeramente inferior a la del pasado julio (1,3%) y a la de agosto de 2017 (1,9%). Esta moderación reflejó, principalmente, un deterioro del saldo comercial de bienes energéticos (afectado por la persistencia de los mayores precios del petróleo) y una desaceleración de las exportaciones de servicios no turísticos. Asimismo, en 2018, se está observando una normalización de los flujos de turistas después de un 2017 extraordinariamente positivo. En particular, el pasado agosto llegaron un 1,9% menos de turistas que en agosto de 2017, una ralentización esperada si se considera la recuperación gradual de algunos de los principales centros turísticos de la ribera sur y oriental del Mediterráneo. Sin embargo, pese a la menor llegada de turistas, su gasto total aumentó un 1,8% interanual, hecho que podría reflejar la sustitución progresiva de turistas de nacionalidades con un perfil de menor gasto por los de uno con mayor gasto.

España: ahorro bruto de los hogares sobre la renta disponible

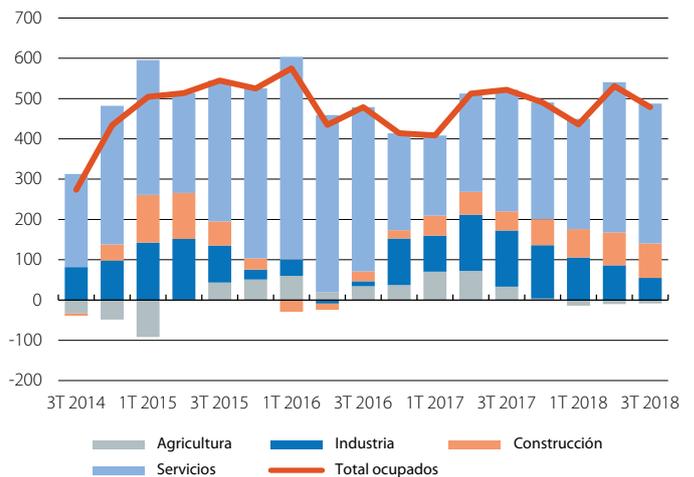
Datos acumulados de cuatro trimestres (%)



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

España: ocupación por sectores

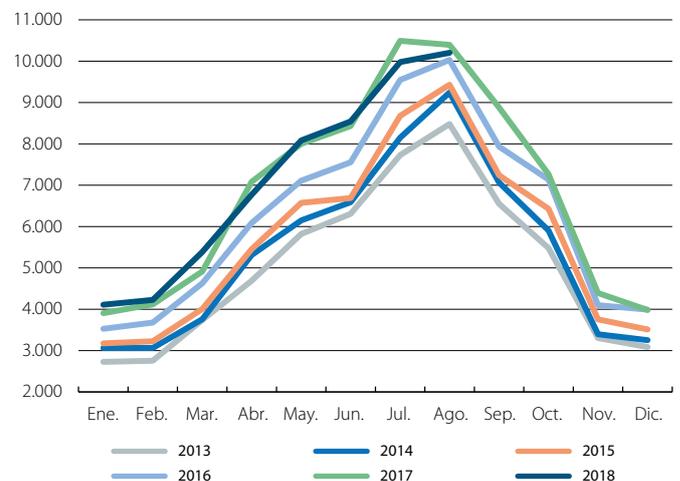
Variación interanual (miles)



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

España: entrada de turistas extranjeros

Número de turistas (miles)



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

El año que viene, ¿cuánto vamos a gastar?

La economía española está entrando en una fase más madura del ciclo y, por tanto, su crecimiento se va moderando gradualmente hacia cotas más sostenibles a largo plazo. En este contexto, nos preguntamos sobre el comportamiento que tendrá el principal motor de la economía: el consumo privado. Tal y como veremos, cabe esperar que el consumo modere su crecimiento, aunque de forma muy gradual, gracias a los sólidos fundamentos que lo sostienen.

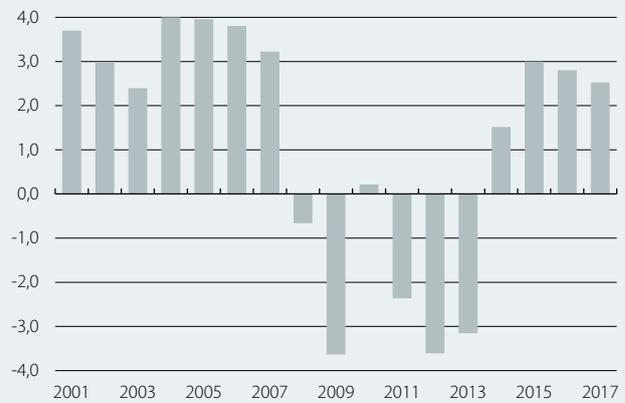
Como muestra el primer gráfico, tras experimentar fuertes caídas entre 2008 y 2013, el consumo de los hogares repuntó con fuerza en 2015 de la mano de la recuperación económica, el aumento del empleo y el consiguiente incremento de la renta bruta disponible de las familias y de su riqueza, tanto financiera como inmobiliaria (véase el segundo gráfico). Sin embargo, la recuperación del consumo ha ido más allá de lo que sugiere la mejora de los ingresos de las familias, hecho que mostramos en el tercer gráfico. La brecha que se ha abierto entre el consumo y los recursos que lo respaldan se puede explicar, en parte, por el efecto del «consumo embalsado»: tras varios años de apretarse el cinturón y posponer planes de consumo para hacer frente, primero, a una recesión y, luego, a una incierta recuperación, muchos hogares han pasado a materializar estos planes gracias a la mayor confianza que ofrece el nuevo entorno económico.¹ Con todo, ello solo ofrece un apoyo temporal que, probablemente, irá perdiendo ímpetu. ¿Cuáles son, por tanto, las perspectivas de crecimiento del consumo a medio plazo?

Con este objetivo, analizamos la sensibilidad del consumo a la evolución de los factores que determinan los ingresos de los hogares: el empleo, los salarios, los tipos de interés y el precio de la vivienda (el principal activo de muchos hogares). Los resultados se muestran en el cuarto gráfico.² Por un lado, se evidencia que la reacción del consumo frente al aumento del empleo es mucho mayor que en respuesta a un incremento salarial, al menos a corto plazo. Si este resultado parece sorprendente, una posible explicación es que nuestros patrones de consumo cambian más

1. El desacople entre consumo y renta no ha ido acompañado de un aumento de la deuda del sector de los hogares, sino más bien al contrario: en el 2T 2018, la deuda de los hogares se situaba en el 60,8% del PIB, más de 20 p. p. por debajo de la cota alcanzada en los peores momentos de la crisis.
 2. Las sensibilidades se calculan en dos etapas. Primero se estima la relación de largo plazo entre el consumo y sus determinantes: la renta bruta disponible, la riqueza financiera neta de los hogares y el precio de la vivienda (todas las variables en logaritmos y deflactadas por el IPC). Luego se estima una regresión entre el crecimiento intertrimestral del consumo y la variación intertrimestral del empleo, los salarios, el tipo de interés hipotecario y el residuo de la ecuación de la primera etapa. Los tres primeros factores capturan el impacto a corto plazo de estas variables sobre el consumo, mientras que el último factor captura la tendencia del consumo a retornar a su tendencia de largo plazo.

España: consumo privado

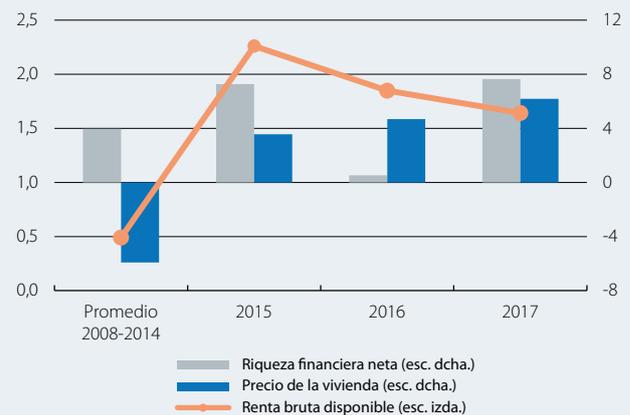
Variación interanual (%)



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

España: evolución de los recursos de los hogares

Variación interanual (%)



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

España: la relación entre consumo e ingresos y riqueza

Índice estandarizado *



Nota: *Residuo de una regresión del logaritmo del consumo real con el logaritmo de la renta bruta disponible, la riqueza financiera neta de los hogares y el precio de la vivienda. Todas las variables han sido deflactadas por el IPC. Serie estandarizada con promedio 0 y desviación estándar 1.

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

cuando pasamos de estar desempleados a obtener un trabajo que como reacción a variaciones en el sueldo. Por otra parte, vemos cómo la respuesta del consumo se incrementa a lo largo del tiempo y las diferencias entre el impacto del empleo y los salarios se reducen: es decir, la propensión marginal al consumo de los hogares aumenta cuando las ganancias en renta bruta disponible pasan a ser más duraderas.

Otro hecho de relieve es que el impacto del crecimiento de los precios de la vivienda sobre el consumo agregado es muy reducido.³ Una posible explicación es que el aumento del precio de la vivienda supone un aumento de la riqueza para un sector de la sociedad (los propietarios) pero una disminución del poder adquisitivo del otro (los que quieren comprar).⁴ Por último, destacamos que el impacto que se puede esperar de una moderada subida de tipos de interés (de 0,5 p. p.) es relativamente bajo.

Para realizar proyecciones del consumo, debemos formarnos una idea de las perspectivas sobre el empleo, los salarios, los tipos de interés y el precio de la vivienda para el año que viene. Así, por el lado del empleo, cabe esperar que el crecimiento de la ocupación se modere a medida que lo haga la actividad.⁵ Sin embargo, la demanda interna se espera que mantenga unas perspectivas favorables y aún subsiste un elevado grado de holgura en el mercado laboral, por lo que es de prever que esta moderación sea leve y que el empleo siga creciendo ligeramente por encima del 2% en 2019 (2,5% en el 3T 2018). Por su parte, los últimos indicadores sugieren que los salarios podrían repuntar levemente en 2019 tras varios años de moderación. Por ejemplo, los incrementos salariales pactados en convenio hasta septiembre de 2018 fueron del 1,7%, mientras que los firmados un año antes se situaban en el 1,3%. Por el lado de los tipos de interés, las perspectivas son muy estables: el BCE ya ha indicado que no subirá el tipo de interés de referencia antes del último tramo de 2019 y es poco probable que se aleje de esta previsión en ausencia de grandes sorpresas macroeconómicas. Asimismo, en relación con el precio de la vivienda, tras repuntar con fuerza en los últimos tres años, CaixaBank Research espera que el crecimiento de los precios se consolide en cotas elevadas pero más moderadas que las del último año.

Combinando estas perspectivas con los resultados anteriores, presentamos tres escenarios para el consumo en

el último cuadro: un escenario parecido al descrito anteriormente, otro que dibuja una evolución algo más fuerte de las variables consideradas y un tercero que considera un escenario más moderado. Tal y como podemos ver, en todos los casos el grado de ralentización sería moderado. Así, es de prever que la demanda interna siga ofreciendo un pilar de crecimiento sólido en los próximos trimestres.

España: sensibilidad del consumo real a distintas variables

Variación del crecimiento anual del consumo real (p. p.)



Nota: Reacción del crecimiento del consumo agregado de los hogares frente a un aumento del crecimiento interanual del empleo y los salarios del 1% desde el 1T 2019. Para el caso del precio de la vivienda, el aumento es del 2%. En todos los casos el aumento es sostenido en todo el horizonte temporal. El tipo de interés se asume que sube 0,5 p. p. en 2019 y se mantiene estable en este nuevo nivel.

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

España: proyecciones de crecimiento del consumo real *

Variación interanual (%)

	2018 **	2019		
		Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Empleo	2,5	2,5	2,0	1,5
Salarios	0,6	3,0	1,8	0,5
Precio de la vivienda	6,2	7,0	5,5	4,0
Tipo hipotecario (tasa) ***	1,9	2,4	2,1	1,9
Previsión de crecimiento del consumo	2,7	2,8	2,5	2,3

Notas: * El impacto sobre el consumo se calcula tomando la diferencia entre los valores de cada variable en cada uno de los escenarios con los valores promedio de 2018 y multiplicando este diferencial por las sensibilidades calculadas anteriormente. La previsión del consumo a 2019 se obtiene sumando el impacto obtenido en cada escenario al promedio de crecimiento del consumo en los dos primeros trimestres de 2018. ** Promedio de los datos disponibles para los dos primeros trimestres del año. *** Se asume que el tipo hipotecario reacciona uno por uno con el tipo de referencia del BCE.

Fuente: CaixaBank Research.

3. Otros estudios corroboran que la propensión al consumo ante un aumento de la riqueza en España es limitada. Véase, por ejemplo, Banco de España (2005), «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultado a partir de la Encuesta Financiera de las Familias».

4. Otra posible explicación sería que en España, a diferencia de EE. UU., no se suele utilizar la vivienda como garantía para financiar el crédito al consumo.

5. Para un análisis de la relación entre el crecimiento del PIB y el empleo, véase el Focus «Una recuperación intensiva en empleo: factores explicativos» en el IM07/18.

Nuevo impulso del sector exportador

El sector exportador es uno de los principales protagonistas de la recuperación de la economía española. Dos cifras lo ilustran muy bien: entre 2009 y 2017 las exportaciones de bienes y servicios aumentaron del 22,7% del PIB al 34,5% del PIB, y el número de empresas que exportan de manera regular aumentó cerca de un 50%.

Sin embargo, en los últimos trimestres, el empuje que el sector exportador está prestando a la economía española parece que ha perdido fuelle: las exportaciones de bienes y servicios han pasado de crecer un 4,7% en promedio entre 2013 y 2017 al 2,3% en el 2T 2018. Parte de esta desaceleración la podemos atribuir al menor empuje de la economía global y, en particular, a la desaceleración de nuestros principales socios comerciales, los países de la eurozona. A pesar de esta difícil coyuntura, el número de empresas españolas que miran hacia el exterior en busca de nuevos mercados sigue aumentando.

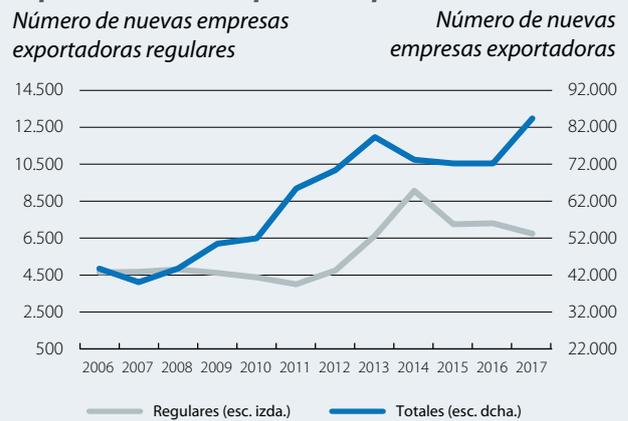
Como se observa en el primer gráfico, el fuerte aumento en el número de empresas exportadoras que se observó desde el inicio de la crisis fue seguido de un notable repunte de las empresas que exportan de manera regular.¹ Ello no es trivial. El mercado internacional es muy competitivo y los primeros años en el proceso de internacionalización de una empresa son claves: solo aquellas empresas que los superan y consiguen sobrevivir suelen ser capaces de permanecer en el mercado internacional.

Analizando con algo más de detalle la evolución reciente de las empresas españolas que dan el salto al mercado internacional, sobresalen dos elementos, uno negativo y otro esperanzador. El elemento menos favorable es que la proporción de nuevas empresas exportadoras que han conseguido hacerse un hueco en el mercado internacional ha flexionado ligeramente a la baja en los últimos años. Concretamente, la tasa de supervivencia de las nuevas empresas exportadoras sorprendió muy favorablemente entre los años 2009 y 2014, pues el fuerte aumento del número de nuevas empresas exportadoras fue acompañado de un aumento de su tasa de supervivencia, que pasó del 11% que se registró en promedio en los años anteriores a la crisis al 14% en el año 2014.² Sin embargo, en los últimos años esta tasa ha ido descendiendo hasta situarse en el 9,2% en 2017.

1. Se califican como exportadoras regulares a aquellas empresas que exportan durante cuatro años seguidos.
2. La tasa de supervivencia se define como la proporción de nuevas empresas regulares en el año t en relación con el número total de nuevas empresas exportadoras en el año $t-3$.
3. Aunque no disponemos de datos directos sobre la tasa de supervivencia de las empresas exportadoras por destino de las exportaciones, la proporción de empresas regulares (es decir, la fracción de empresas que llevan cuatro años exportando sobre el total de empresas exportadoras tres años atrás) apunta en esa dirección.

El segundo elemento por destacar es el notable repunte en el número de nuevas empresas exportadoras que se observa en el año 2017. Concretamente, se pasó de 72.000 nuevas empresas exportadoras en 2016 a más de 82.000 en 2017, un aumento del 14%, similar al que se observó entre los años 2010 y 2014, pero esta vez partiendo desde cotas notablemente más elevadas. Así, si la tasa de supervivencia se mantiene en las cotas actuales, el número de nuevas empresas exportadoras regulares podría superar las 8.500 en los próximos años, y batir así un nuevo récord histórico. Sin embargo, hay un elemento que invita a la cautela. Concretamente, se observa que el grueso del crecimiento de las nuevas empresas exportadoras se concentra en los países de América Latina, región en la que, en general, la tasa de supervivencia ha sido relativamente inferior.³ En cambio, en los países de la UE, en los que la tasa de supervivencia suele ser mayor, el número de nuevas empresas exportadoras ha descendido ligeramente.

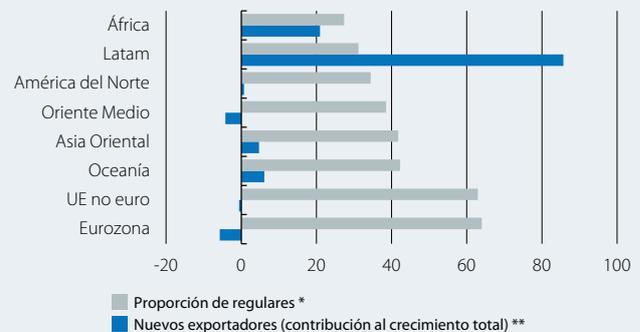
España: nuevas empresas exportadoras



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

España: nuevos exportadores y exportadores regulares por destino geográfico

Periodo 2015-2017 (%)



Nota: * Fracción de empresas que llevan cuatro años seguidos exportando sobre el total de empresas exportadoras tres años atrás (dato referente a 2017). ** Variación del número de empresas exportadoras a cada destino respecto a la variación total del número de empresas entre 2015 y 2017.

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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Industria								
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	...	1,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-2,3	1,0	2,8	1,2	-2,6	-3,5	-3,0	-1,5
PMI de manufacturas (valor)	53,2	54,8	55,3	53,7	52,4	53,0	51,4	...
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	28,1	...	26,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	13,1	13,8	15,0	15,2	...	13,0	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	2,7	3,8	...	-	-	-
Servicios								
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	8,2	5,3	...	1,7	...	...
PMI de servicios (valor)	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	52,7	52,5	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	1,8	0,0	-0,4	0,1	-0,9	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	48,7	-17,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-0,6	0,5	-3,3	-2,5	-8,0	-7,5
Mercado de trabajo								
Población ocupada ¹	2,7	2,6	2,4	2,8	2,5	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	16,7	15,3	14,6	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ²	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9	...
PIB	3,2	3,0	2,8	2,5	2,5	-	-	-

Precios

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
General	-0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	2,2	2,3	2,3
Subyacente	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	...

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,7	8,9	5,8	5,2	...	5,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	6,6	6,9	...	6,8	...	...
Saldo corriente	25,2	21,5	20,8	17,2	...	14,3	...	...
Bienes y servicios	36,0	33,6	33,5	29,5	...	26,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-10,7	-12,1	-12,7	-12,3	...	-12,3	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	27,8	24,2	23,8	20,4	...	17,4	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

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

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.

El buen ritmo de crecimiento se respalda en la demanda interna

Los indicadores de actividad reflejan un buen ritmo de crecimiento, pero con visos de suavizarse. El indicador coincidente del Banco de Portugal exhibe una suave tendencia a la baja, pero sigue situado en niveles históricamente elevados y apunta a un crecimiento alrededor del 2% de cara a los próximos trimestres (una cota levemente inferior a las de los últimos registros). Así, se espera una moderación de la economía en la segunda mitad del año debido, especialmente, a una menor contribución del sector exterior (por el desvanecimiento de varios factores que venían respaldando la actividad, como el bajo precio del petróleo y un fuerte crecimiento entre los principales socios comerciales). No obstante, la demanda interna sigue mostrándose sólida y con un buen desempeño del consumo privado y público, y de la inversión. En particular, el consumo privado continuará beneficiándose de la recuperación del empleo y de la renta disponible gracias a la aceleración de los salarios (en el primer semestre, las remuneraciones netas aumentaron prácticamente un 4,0%), mientras que el desempeño del consumo público se verá influido por la proximidad de las elecciones legislativas (previstas para octubre de 2019). Por último, la inversión seguirá recuperándose gradualmente, aunque, posiblemente, a un ritmo más lento debido a la moderación del crecimiento global. En conjunto, pues, Portugal mantiene unas buenas perspectivas de cara a los próximos trimestres pero, al ser una economía pequeña y abierta al comercio, cabe recordar que la desaceleración del crecimiento mundial aparece en el horizonte como un riesgo bajista.

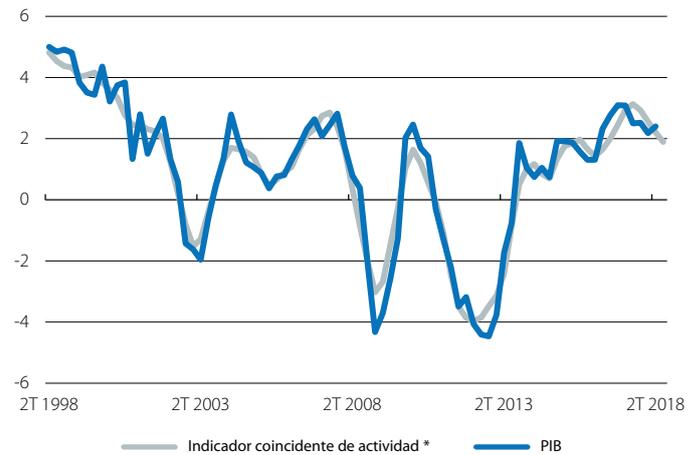
El desempleo sigue disminuyendo. El número de desempleados registrados disminuyó de forma significativa en septiembre (-17,5% interanual) y se mantiene alrededor de sus mínimos históricos, mientras que en agosto la tasa de desempleo siguió estable en el 6,8% por tercer mes consecutivo (-2,0 p. p. respecto a agosto de 2017). De todos modos, la reducción del número de desempleados avanzó a un ritmo ligeramente inferior al de los meses anteriores, lo que podría indicar que el ritmo de recuperación del mercado laboral empieza a moderarse.

Los precios mantienen un crecimiento moderado. En octubre, la inflación general se situó en el 1,1%, 0,3 p. p. por debajo del registro de septiembre, y la inflación subyacente disminuyó hasta el 0,5% (-0,3 p. p. respecto a septiembre). A falta del detalle por componentes, todo apunta a que los precios de la energía, arrastrados por el incremento del precio del petróleo en los últimos 12 meses, siguen jugando un papel principal (en septiembre, mes en el que se dispone del desglose por componentes, contribuyeron en +0,6 p. p. a una inflación general del 1,4%).

La balanza por cuenta corriente se deteriora. Por primera vez desde 2015, el saldo de la balanza por cuenta corriente se ha situado en terreno negativo en términos acumulados de los últimos 12 meses. En agosto, este saldo fue de -425 millones

Portugal: PIB e indicador coincidente de actividad

Variación interanual (%)



Nota: * Nivel.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream y Banco de Portugal.

Portugal: paro registrado

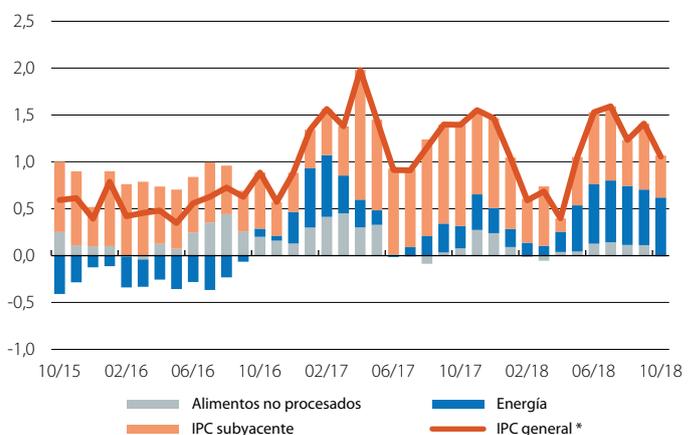
Número de parados registrados en los centros de empleo



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

Portugal: contribución a la inflación por componentes

(p. p.)



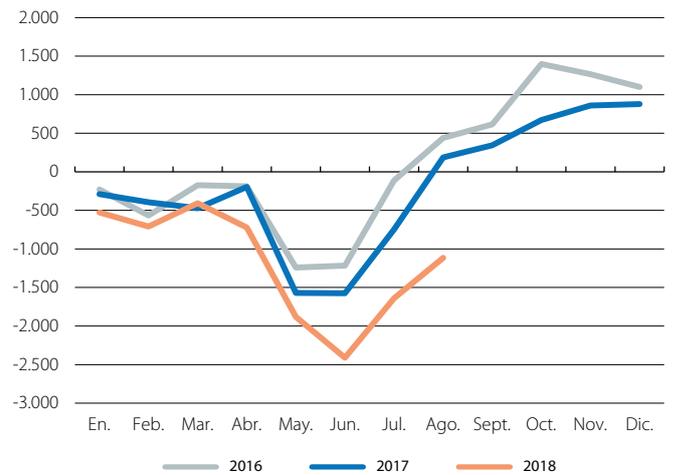
Nota: * Variación interanual (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

de euros (un -0,2% del PIB) y reflejó el empeoramiento de las balanzas de bienes y de rentas primarias. Sin embargo, algunas de las causas detrás de este deterioro no son necesariamente negativas. En concreto, parte del deterioro de la balanza de bienes no energéticos se debe al dinamismo de la inversión doméstica, un componente del PIB con un elevado contenido importador y cuyo avance, por lo tanto, arrastra al alza a las importaciones. Asimismo, en la balanza de rentas primarias, el deterioro es consecuencia de la mayor inversión directa extranjera recibida por Portugal, que provoca un mayor pago de rentas al exterior. No obstante, parte del deterioro también responde a dinámicas menos positivas, como el encarecimiento del petróleo, que posiblemente seguirá afectando a las importaciones en los próximos trimestres. Por su parte, gracias al turismo, la balanza de servicios es la única que continúa registrando un superávit, aunque empieza a mostrar señales de desaceleración.

Cuentas públicas en terreno positivo. Con datos hasta septiembre, las Administraciones públicas registran un superávit presupuestario de 1.338 millones de euros, lo que equivale al +0,9% del PIB. Esta buena dinámica se ha visto favorecida por el firme desempeño de la economía y del mercado laboral, que han contribuido al crecimiento de los ingresos fiscales y a las contribuciones sociales (con datos hasta septiembre, ambas partidas representan más del 80% del crecimiento total de los ingresos). Por su parte, el gasto creció un 2,2% interanual, una cifra menos acentuada que la prevista por el Gobierno (4,5%) y que se explica, en gran medida, por un efecto de composición en los gastos de personal. En concreto, si se excluye del cálculo la partida destinada a la paga de Navidad de los funcionarios públicos y pensionistas (cuyo pago en 2017 se había dividido en 12 mensualidades), el gasto total habría aumentado un 4,3% hasta septiembre. En definitiva, una vez corregidos estos factores, el comportamiento observado hasta ahora refuerza nuestra previsión del déficit de 2018 de -0,7% del PIB y es acorde con la estimación del Gobierno (para más detalles, véase el Focus «Corrección del déficit presupuestario a gran velocidad» en este mismo Informe Mensual).

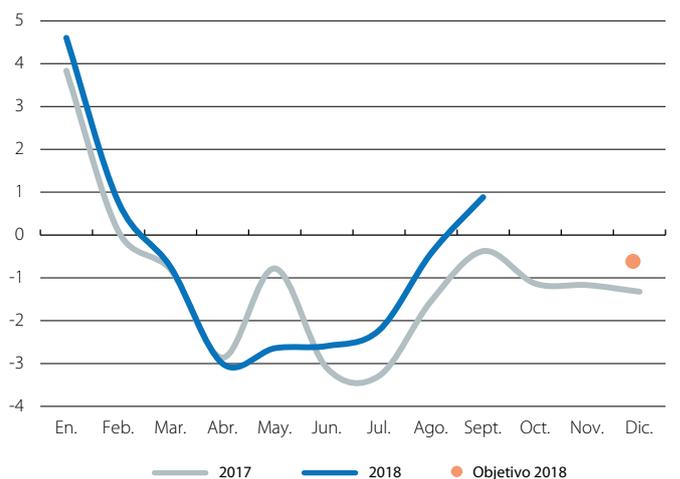
Los préstamos dudosos han disminuido significativamente respecto a los máximos de 2016. En el 2T 2018, la ratio de préstamos dudosos se situó en el 11,7%, con una reducción de 1,1 p. p. respecto al 1T 2018 y 6,2 p. p. frente al máximo registrado en el 2T 2016. Esta reducción sustancial de los préstamos dudosos se debe a la venta de carteras de activos dudosos y refleja el considerable esfuerzo realizado por el sector bancario para sanear los balances. Por sectores, la reducción de los préstamos dudosos fue especialmente notoria en el caso de las empresas, donde la ratio se redujo del 23,9% en el 1T 2018 al 22,3% en el 2T, aunque permanece en niveles elevados. Por su parte, la contracción del crédito al sector privado no financiero se ralentizó en septiembre debido, principalmente, al crédito a la vivienda, que en agosto se contrajo un 1,2% interanual, y al crédito a las sociedades no financieras, que registró una caída del 3,8% interanual.

Portugal: saldo de la balanza por cuenta corriente
Miles de euros (acumulado en el año)



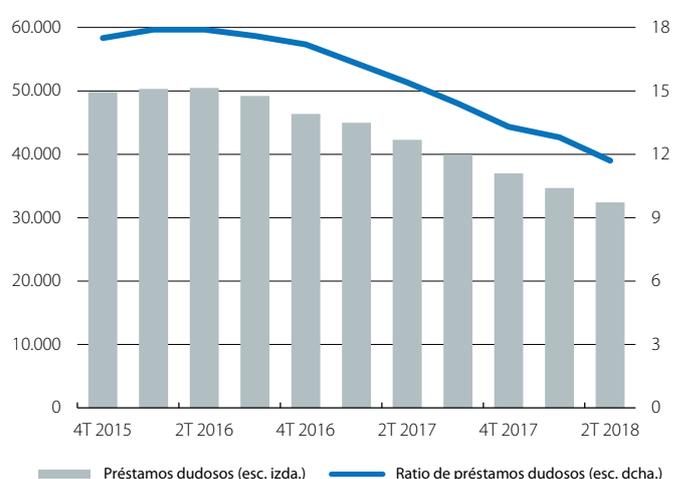
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Portugal: saldo del Estado
(% PIB)



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

Portugal: préstamos dudosos
(Millones de euros) (%)



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

Corrección del déficit presupuestario a gran velocidad

Parecía difícil imaginar que el déficit presupuestario de Portugal alcanzara niveles inferiores al 1% del PIB poco tiempo después de salir del procedimiento de déficit excesivo (PDE). Sin embargo, en 2017, el déficit presupuestario de las Administraciones públicas alcanzó el nivel más bajo desde 1974.¹ Esta dinámica reciente contrasta con lo observado anteriormente: Portugal sobrepasó el límite de déficit del 3% del PIB prácticamente cada año desde 2009 y la Comisión Europea lo incluyó en el PDE hasta 2017. Además, el buen registro de 2017 no parece ser puntual: la información disponible en lo que va de año apunta a que el déficit volverá a alcanzar un nuevo mínimo en 2018 (y posiblemente por debajo de lo previsto inicialmente). ¿Qué factores han contribuido a este ajuste fiscal? ¿Cuáles son las perspectivas para 2019? ¿Qué nos dice la propuesta de los Presupuestos del Estado (PE) recientemente presentada por el Gobierno?

¿Cómo evolucionan las cuentas públicas en 2018?

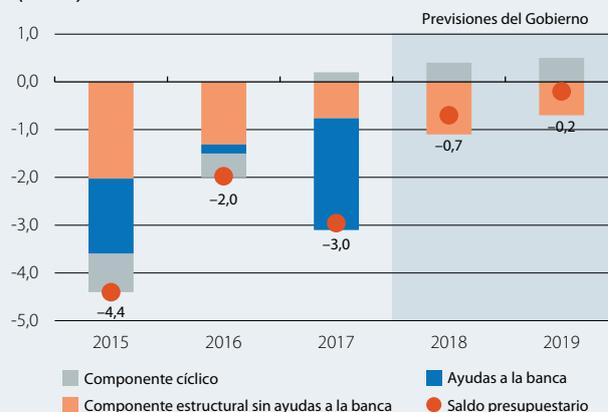
Transcurridas tres cuartas partes del año, la evaluación de la salud de las cuentas públicas en 2018 es positiva: la ejecución presupuestaria hasta el mes de septiembre señala que se conseguirá cerrar el año con un déficit público del -0,7% del PIB, claramente por debajo del 1,1% previsto hace un año en los PE 2018. Una de las razones de esta mejora es el buen desempeño cíclico de la economía.

En este sentido, es probable que los ingresos fiscales y las contribuciones sociales superen las previsiones iniciales del Gobierno. De hecho, las sensibilidades de estos ingresos respecto al PIB² y las previsiones macroeconómicas del Gobierno sugieren que la previsión realizada en los PE 2018 para esta partida de ingresos era conservadora. Concretamente, se asumió un crecimiento del empleo y de las rentas del trabajo³ inferior al que se ha terminado registrando en la primera mitad del año: el empleo ha crecido un 2,6%⁴ interanual y las rentas del trabajo han aumentado un 4,0%. Asimismo, en la primera mitad del año, el crecimiento del consumo privado fue del 2,5%, 0,6 p. p. superior a lo previsto inicialmente por el Gobierno, y ha beneficiado a la recaudación procedente de los impuestos indirectos.

En la misma línea, por el lado del gasto, el buen desempeño cíclico de la economía también podría ofrecer sorpre-

Portugal: saldo presupuestario

(% PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y previsiones del Gobierno portugués.

sas positivas. Dado que el escenario para el mercado laboral asumido en los PE 2018 era conservador, es posible que el gasto en prestaciones sociales termine siendo inferior al proyectado inicialmente. En particular, los PE asumían una tasa de desempleo del 8,6%, claramente superior a la cifra observada hasta el momento (7,2% en el promedio de lo que va de año, con datos hasta agosto). Así, a pesar de la implementación de algunas medidas⁵ a lo largo de 2018 que han potenciado el incremento de las prestaciones sociales, es posible que el gasto global quede por debajo de lo inicialmente previsto.

Además, la inversión pública también podría redundar en una menor ejecución del gasto. Hasta septiembre, los datos apuntan a un grado de ejecución en torno al 61% de lo inicialmente presupuestado. Al mismo tiempo, tal y como sucedió en años anteriores, con la reciente presentación de la propuesta de los PE 2019, el Gobierno ha revisado a la baja el importe estimado para la inversión en un 0,2% del PIB. Es decir, frente a un crecimiento de la inversión inicialmente previsto en un 40,4% interanual, el Gobierno estima ahora un avance del 16,3%. Una de las principales razones detrás de esta revisión podría ser el retraso en la recepción de fondos procedentes de la UE en el marco del programa de inversión Portugal 2020.⁶

En cambio, los gastos de personal podrían ser mayores de lo esperado. Los PE 2018 apuntaban a un aumento del 0,3% que parecía insuficiente para financiar distintas medidas referentes al funcionamiento que se anunciaron

1. Un -0,9% del PIB excluyendo la recapitalización de la Caixa Geral de Depósitos y un -3,0% sin excluirla.

2. Análisis realizado considerando las tasas de crecimiento recogidas en los PE 2018 y usando los valores de referencia de la OCDE («New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance»).

3. El Gobierno ha previsto un crecimiento del empleo del 0,9% interanual (concepto de población empleada de acuerdo con las cuentas nacionales) y un aumento de las remuneraciones del 3,2% interanual.

4. Incremento del 2,7% (promedio hasta agosto) según datos mensuales del INE de Portugal.

5. Actualización extraordinaria de las pensiones de la Seguridad Social y de la Caja General de Jubilaciones, aumento del número de pensionistas y actualización del índice de referencia de la Seguridad Social para calcular contribuciones, pensiones y otras prestaciones.

6. Véase Banco de Portugal, Boletín Económico de octubre de 2018.

con el presupuesto.⁷ Al presentar la propuesta de PE 2019, el Gobierno ha revisado al alza su estimación para estos gastos para 2018 hasta el 2,6%.

¿Cuáles son las perspectivas para 2019?

El pasado 15 de octubre, el Gobierno presentó la propuesta de presupuestos para 2019. En ella, da continuidad a la dinámica observada en 2018 y prosigue con la reducción del déficit apoyándose en un entorno económico positivo. En concreto, con un crecimiento previsto del PIB del 2,2%, el Gobierno proyecta una reducción del déficit hasta el -0,2% del PIB en 2019.

Por el lado de los ingresos, el Gobierno espera que la creación de ocupación (proyección del 0,9% en 2019) contribuya a mantener, junto al incremento de los salarios, el crecimiento de las cotizaciones sociales por encima del 4,0% en 2019, una previsión que podría ser algo optimista.⁸ Asimismo, el consumo privado, uno de los motores de la economía, respaldará el aumento de los impuestos indirectos. Por otra parte, el crecimiento previsto de los impuestos directos podría ser algo conservador (dado que las elasticidades de estos impuestos respecto al crecimiento del PIB nominal predicen un mayor incremento de la recaudación de acuerdo con las propias proyecciones de PIB del Gobierno). En conjunto, según el escenario del Gobierno, es probable que la carga fiscal se mantenga en torno al 35% del PIB.⁹ Además, el aumento de los ingresos procedentes de los dividendos (relacionados con Caixa Geral de Depósitos y el Banco de Portugal) puede compensar el impacto de las medidas de reducción de ingresos (equivalentes al 0,2% del PIB). En general, pues, los ingresos totales estimados por el Ejecutivo parecen ser razonables.

Por el lado del gasto, destacan el aumento de los gastos de personal y de las prestaciones sociales.¹⁰ Aun así, la reducción prevista de la tasa de desempleo hasta el 6,3% en 2019 debería contribuir a atenuar este aumento con una reducción de las prestaciones de desempleo en un 4,3%.¹¹ No obstante, la previsión del Gobierno para la tasa de desempleo puede ser optimista (nuestro escenario contempla una disminución menor, hasta el 6,6%) y, en este sentido, es posible que el ahorro en prestaciones de desempleo sea inferior al previsto. Por otra parte, el gasto en intereses de-

7. Reactivación de las carreras profesionales en la Administración pública y programa de regularización de las relaciones laborales precarias en las AA. PP.

8. Nuestro análisis de las elasticidades frente al PIB nominal sugiere un crecimiento de las contribuciones sociales de cerca del 3% en 2019.

9. Según las cotizaciones sociales efectivas presentadas en el análisis de los presupuestos realizado por UTAO, algo inferiores a las reflejadas por el Gobierno y presentadas en la tabla adjunta.

10. Con medidas relacionadas con las carreras profesionales, como la posibilidad de que los mayores de 60 años con 40 años de cotizaciones se puedan jubilar sin penalización en la pensión, aumento de las prestaciones sociales en grupos con riesgo de exclusión y aumento extraordinario de las pensiones.

11. Estimaciones recogidas en la propuesta de Presupuestos del Estado para 2019.

Portugal: ingresos y gastos de la Administración pública (contabilidad nacional)

	% PIB			Variación (%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ingresos	42,7	43,2	43,3	4,0	4,9	4,1
Ingresos fiscales	25,1	25,3	25,1	5,1	4,7	2,9
Impuestos sobre rendimiento, patrimonio	10,1	10,2	9,9	3,5	4,5	0,8
Impuestos sobre producción e importación	14,9	15,1	15,2	6,2	4,9	4,3
Contribuciones sociales	11,7	11,8	11,8	4,9	4,7	4,1
Gastos	45,7	43,9	43,5	6,4	4,4	2,8
Gastos de personal	10,9	10,8	10,8	1,9	2,6	3,1
Consumo intermedio	5,4	5,3	5,2	2,4	2,2	1,7
Prestaciones sociales	18,3	18,3	18,3	1,4	3,8	3,8
Intereses	3,8	3,5	3,3	-4,7	-6,3	-1,4
Formación bruta de capital fijo	1,8	2,1	2,3	24,9	16,3	17,1
Otros gastos de capital	2,6	1,0	0,7	41,2*	92,7	-28,9
Saldo total	-0,9*	-0,7	-0,2	-	-	-
Saldo primario	2,9	2,7	3,1	-	-	-

Nota: *Excluye la recapitalización de la Caixa Geral de Depósitos, por un total de 3.944 millones de euros (el 2,0% del PIB).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y el Ministerio de Finanzas portugués.

bería seguir bajando de la mano de los bajos tipos de interés de mercado: el Gobierno prevé un ahorro del 0,1% del PIB y se estima que el coste implícito de la deuda¹² disminuya hasta cerca del 2,8%, en mínimos históricos. Finalmente, el crecimiento previsto en inversión pública se verá respaldado por una mayor ejecución de los fondos estructurales asociados al programa Portugal 2020.¹³

En conjunto, el objetivo del déficit previsto por el Gobierno es ambicioso pero parece factible, especialmente en vista del buen desempeño de los últimos años. Sin embargo, el escenario previsto por el Gobierno se enfrenta a algunos riesgos que podrían complicar la consecución de este objetivo. En el plano macroeconómico, estos son, predominantemente, de origen externo, especialmente por los temores a un aumento del proteccionismo, aunque también pueden afectar sensiblemente al crecimiento de la economía un aumento del precio del petróleo mayor de lo esperado o las incertidumbres en torno a algunos de los focos de riesgo político (como Italia). Respecto a las variables presupuestarias, el mayor riesgo lo constituye un aumento de los tipos de interés por las elevadas necesidades de financiación del Estado:¹⁴ el Gobierno estima que un aumento de 100 p. b. del tipo medio aumentaría el gasto en intereses en 0,2 p. p. del PIB y el déficit alcanzaría el 0,4%.

12. Peso de los cargos con intereses en el total de la deuda del año anterior.

13. Propuesta de Presupuestos del Estado para 2019.

14. Véase el artículo «¿Cómo se financiará el Estado en 2019?», disponible en <http://www.caixabankresearch.com/>.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Índice coincidente de actividad	1,7	2,8	2,6	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	...
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	-1,5	-0,1	-1,0	-3,3	-0,1	...
Índice de confianza en la industria (valor)	-0,7	2,3	2,1	0,0	0,4	0,5	0,9	1,6	-1,2	-1,1
Construcción										
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	7,9	19,8	8,8	10,3	...	10,3	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	18,8	20,5	15,7	23,7	...	23,7	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	3,8	5,0	5,4	6,1	...	6,1	...	...	6,2	...
Servicios										
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	11,2	7,6	...	6,3	5,0	3,9	...	...
Índice de confianza en los servicios (valor)	7,3	13,8	13,2	14,4	16,5	18,9	18,3	14,5	16,7	8,6
Consumo										
Ventas comercio minorista	2,7	4,1	5,9	2,6	2,3	3,2	2,4	3,4	1,1	...
Índice coincidente del consumo privado	1,9	2,6	2,5	2,2	1,6	2,0	1,8	1,6	1,4	...
Índice de confianza de los consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,0	2,8	-1,4	1,3	-1,4	-1,3	-1,5	-0,4
Mercado de trabajo										
Población ocupada ¹	1,2	3,3	3,2	2,4	...	2,8	2,2	2,0	2,0	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,1	8,9	7,9	6,7	...	6,8	6,8	6,9	6,6	...
PIB	1,9	2,8	2,2	2,4	...	...	...	...	...	...

Precios

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
General	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,0	2,2	1,3	2,3	3,3
Subyacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8	0,7	1,4	...

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Comercio de bienes										
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,8	10,0	6,5	7,4	...	7,4	8,2	7,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,5	13,5	11,0	9,8	...	9,8	9,7	9,3	...	...
Saldo corriente	1,1	0,9	0,9	0,0	...	0,0	0,0	-0,4	...	...
Bienes y servicios	3,8	3,5	3,2	3,1	...	3,1	3,2	2,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,7	-2,6	-2,3	-3,1	...	-3,1	-3,3	-3,3	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	3,0	2,7	2,7	1,9	...	1,9	1,9	1,6	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros²

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Depósitos										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	2,6	4,3	...	4,9	3,6	4,7	...	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	2,6	4,3	...	16,2	11,4	14,6	...	...
A plazo y preaviso	-3,2	-5,8	-4,1	-2,9	...	-2,5	-1,8	-2,1	...	...
Depósitos de AA. PP.	-17,9	1,3	1,9	-0,8	...	12,8	-1,2	3,0	...	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	4,0	...	5,4	3,4	4,6	...	...
Saldo vivo de crédito										
Sector privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,8	...	-1,6	-1,5	-1,4	...	...
Empresas no financieras	-5,6	-6,5	-3,1	-3,7	...	-3,6	-3,8	-3,8	...	...
Hogares - viviendas	-3,3	-3,1	-1,9	-1,6	...	-1,4	-1,3	-1,2	...	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	0,9	3,0	4,1	...	4,5	5,6	6,1	...	...
Administraciones públicas	-9,4	9,3	19,0	14,8	...	10,6	-13,9	-12,2	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,0	-1,1	...	-1,2	-2,1	-1,9	...	...
Tasa de morosidad (%)³	17,2	13,3	12,8	11,7	...	11,7	...	...	...	...

Notas: 1. Estimación INE. 2. Datos agregados del sector bancario portugués y residentes en Portugal. 3. Dato fin del periodo.

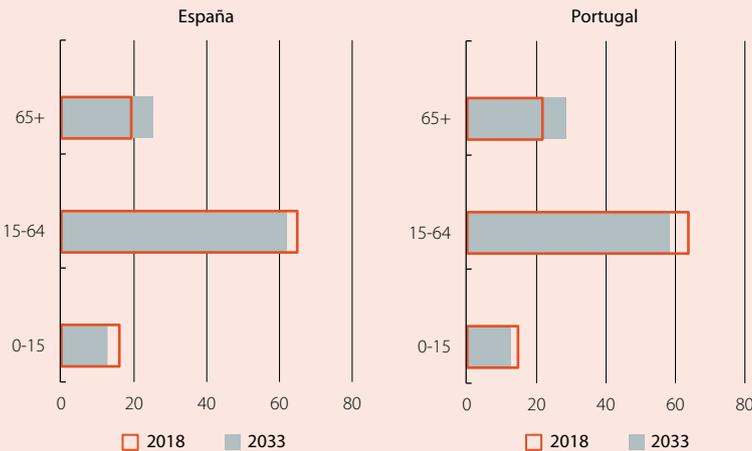
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal, Comisión Europea y Asociación Europea de Productores de Automóviles.

El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico

Según un estudio publicado recientemente en la revista de medicina *The Lancet*,¹ 59 países tendrán en 2040 una esperanza de vida media superior a los 80 años, incluyendo España y Portugal. La esperanza de vida media de los españoles será la más alta del mundo y alcanzará los 85,8 años, por encima incluso de la de los japoneses (85,7 años). Una primera posición que los autores del artículo atribuyen a la dieta mediterránea. En Portugal, la esperanza de vida será algo menor (82,0 años), pero también se espera que aumente de manera sustancial (más de 3,5 años) en los próximos decenios.

Distribución de la población por grupos de edad, 2018 y 2033

(% sobre el total)



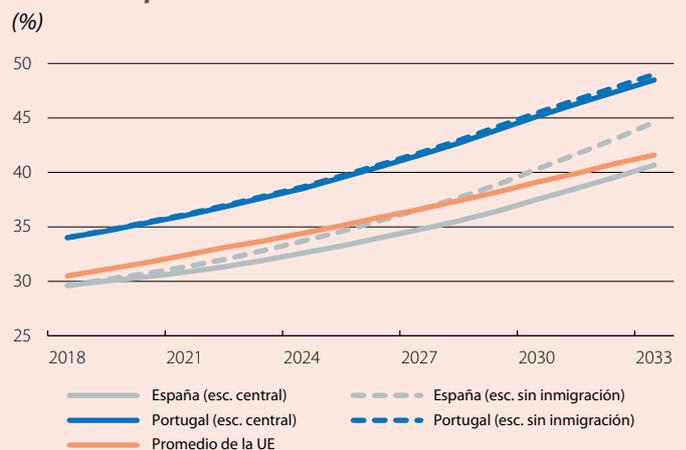
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de España y del INE de Portugal.

El aumento de la esperanza de vida es una magnífica noticia, ya que se trata de uno de los grandes logros de nuestra sociedad, pero debemos ser conscientes de que puede comportar consecuencias económicas de gran envergadura. Una de las razones es que, en la inmensa mayoría de países, los aumentos de la esperanza de vida no vendrán acompañados de un aumento de la natalidad que permita frenar el envejecimiento poblacional. Así, en los próximos 15 años, el peso de la población de edad avanzada aumentará de forma notable, mientras que el de la población en edad de trabajar se mantendrá constante, o incluso disminuirá. El envejecimiento poblacional es un fenómeno de gran alcance: el cambio en el peso de cada grupo de edad, tanto absoluto como relativo, puede tener amplias repercusiones sobre el crecimiento económico, especialmente si los comportamientos de cada grupo de edad no se amoldan a las nuevas dinámicas demográficas.

El principal factor que, en un contexto de envejecimiento de la población, puede lastrar el nivel de producción de una economía es la reducción de la fuerza laboral. Si no se producen cambios significativos en las tasas de empleo de la población de mayor edad, un descenso de la población en edad de trabajar reducirá la fuerza laboral agregada y, por ende, el PIB total de la economía. Además, en la medida en que el desahorro de la población en edades más avanzadas puede llegar a superar el ahorro de aquellos que aún no se han jubilado, el *stock* de capital de la economía también podría decrecer.² Por otra parte, el envejecimiento aumenta la proporción de pensionistas frente a trabajadores, lo que añade tensiones en los cálculos actuariales en un sistema de pensiones de reparto como el que tenemos en nuestras economías. De esta manera, el marco teórico sugiere que el envejecimiento podría reducir tanto el bienestar individual (PIB per cápita) como el agregado del país (PIB total) y, además, podría tener derivadas relevantes para la sostenibilidad de la deuda pública y del sistema de pensiones.

Es importante matizar que las consecuencias económicas del envejecimiento también dependerán de si cambia el comportamiento de cada grupo de edad como resultado del cambio de la estructura demográfica y de la mayor esperanza de vida.³ En primer lugar, es posible que las personas decidan trabajar más, ya sea aumentando la participación laboral y el número de horas trabajadas, o bien alargando la vida laboral prove-

Tasa de dependencia *



Nota: * La tasa de dependencia corresponde a la proporción de población mayor de 65 años respecto a la que se encuentra en edad de trabajar, entre los 16 y los 64 años.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de España, del INE de Portugal y de Eurostat.

1. Véase [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(18\)31694-5/fulltext](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(18)31694-5/fulltext).

2. Véase Cutler, D. M. et al. (1990), «An Aging Society: Opportunity or Challenge?», Brookings Papers on Economic Activity, n.º 1.

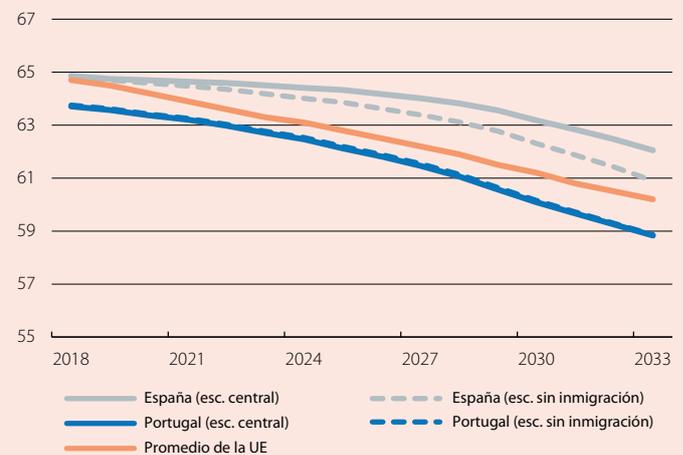
3. Véase Bloom, D., Canning, D. y Fink, G. (2011), «Implications of Population Aging for Economic Growth», NBER Working Paper n.º 16705.

chando las ventajas de gozar de una mayor esperanza de vida y de una mejor salud durante más años. Asimismo, los trabajadores pueden tomar la decisión de ahorrar más para financiar un periodo más largo de inactividad.⁴ Finalmente, si se realizan las políticas adecuadas en educación y formación, puede incrementarse la inversión en capital humano para lograr que la productividad laboral de la población sea mayor.

Así pues, el impacto económico agregado del envejecimiento poblacional es una cuestión eminentemente empírica. ¿Qué nos dicen los datos? La evidencia hasta la fecha apunta, efectivamente, a un menor crecimiento económico como resultado del envejecimiento poblacional.⁵ Según Aksoy *et al.* (2018),⁶ la disminución de la población en edad laboral reducirá de manera significativa el crecimiento en los países de la OCDE entre 2015 y 2025. En promedio, estiman una reducción de la tasa de crecimiento potencial de 0,64 p. p., una magnitud elevada. Asimismo, el crecimiento del PIB per cápita se verá reducido: según estimaciones de la OCDE,⁷ el crecimiento potencial del PIB per cápita se reducirá en 0,25 p. p. en la década de 2030. Cabe destacar que el impacto no se produciría solo por el menor crecimiento de la fuerza laboral, sino también por la reducción de la productividad laboral asociada al envejecimiento. Maestas *et al.* (2016),⁸ por ejemplo, estiman que dos tercios de la reducción del crecimiento en EE. UU. se deberá a la menor productividad laboral.

Población en edad laboral

(% de la población total)



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

¿Cuál será el impacto económico del envejecimiento poblacional para España y Portugal en los próximos 15 años?

En primer lugar, debemos analizar cuáles son los posibles escenarios de envejecimiento poblacional de ambos países. En un horizonte de 10 a 15 años, los cambios en la población en edad de trabajar no estarán muy influenciados por cambios en la natalidad o en la mortalidad. Así, es posible predecir con cierta precisión la población en edad laboral de los próximos años, a excepción de los flujos migratorios, cuya naturaleza es mucho más volátil, puesto que dependen tanto de condiciones económicas en origen y en destino como de circunstancias familiares o de crisis humanitarias.⁹

Las proyecciones demográficas del INE de España y de Portugal, que extrapolan la estructura demográfica y las tendencias recientes, muestran los cambios en la estructura poblacional de ambos países. En España, la población de más de 65 años pasará de 9 millones en 2018 a 12,4 en 2033, mientras que la población en edad laboral se mantendrá alrededor de 30,3 millones. En Portugal, la franja de más de 65 años aumentará de 2,2 a 2,8 millones, mientras que se reducirá la población en edad laboral de 6,5 a 5,8 millones. De esta manera, la tasa de dependencia –la proporción de población mayor de 65 años respecto a la población en edad de trabajar–, aumentará de 2018 a 2033 de manera muy considerable tanto en España (de 29,6% a 40,7%) como en Portugal (del 34% a 48,5%).

Estas proyecciones asumen unos flujos migratorios positivos en promedio de 2018 a 2033 de alrededor de 220.000 entradas netas anuales para el caso de España¹⁰ y de unos 14.000 para Portugal. La tasa de dependencia sería aún mayor si los flujos migratorios fueran nulos, alcanzando en 2033 el 44,6% en España y el 49% en Portugal. Así, es importante enfatizar que los flujos migratorios retrasan la velocidad del proceso de envejecimiento (especialmente si son flujos significativos como los proyectados para España), pero no contrarrestan completamente el envejecimiento poblacional. Para mantener la tasa de dependencia actual en 2033, harían falta unas entradas netas de inmigrantes en edad laboral en el periodo 2018-2035 de más de 11,4 millones en España (750.000 anualmente) y de 2,6 millones en Portugal (175.000 anualmente), unas cifras extraordinariamente elevadas.

4. En el siguiente artículo del presente Dossier, «El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés», se analizan con detalle los efectos del envejecimiento sobre la oferta de ahorro global.

5. Eso no implica que la productividad de la economía no pueda aumentar debido a otros factores, como los cambios tecnológicos, que logren contrarrestar, al menos en parte, los efectos del envejecimiento.

6. Véase Aksoy, Y. *et al.* (2018), «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics*.

7. OCDE (2018), «The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060», *OECD Economic Policy Papers* n.º 22.

8. Véase Maestas, N., Mullen, K. y Powell, D. (2016), «The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity», *RAND Working Paper* 1063.

9. OCDE (2018), «Can we anticipate future migration flows?», *Migration Policy Debates* n.º 16.

10. En sus proyecciones demográficas para 2018-2068, el INE de España ha modificado la metodología para proyectar los flujos migratorios, dejando de asumir flujos constantes en el periodo para proyectar tanto la tendencia reciente (2018-2022) como la dinámica hacia un objetivo de inmigración en 2033.

Contribución de la variación de la fuerza laboral al crecimiento económico, histórico y escenarios futuros

(p. p.)

	Tasa de empleo	Flujos migratorios	Variación de la fuerza laboral	Variación de la población	Contribución al crecimiento del PIB	Contribución al crecimiento del PIB per cápita
España						
2000-2016			1,2	0,8	0,5	0,3
Escenario 1 (2018-2033)	Constante	Nulos	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2
Escenario 2 (2018-2033)	Constante	Positivos	0,0	0,5	0,0	-0,3
Escenario 3 (2018-2033)	Aumenta	Nulos	-0,1	-0,4	0,0	0,2
Escenario 4 (2018-2033)	Aumenta	Positivos	0,7	0,5	0,4	0,1
Portugal						
2000-2016			-0,1	0,0	-0,3	-0,1
Escenario 1 (2018-2033)	Constante	Nulos	-0,9	-0,4	-0,5	-0,3
Escenario 2 (2018-2033)	Constante	Positivos	-0,7	-0,2	-0,4	-0,3
Escenario 3 (2018-2033)	Aumenta	Nulos	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1
Escenario 4 (2018-2033)	Aumenta	Positivos	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1

Nota: Contribución de la variación de la fuerza laboral al crecimiento económico en el marco de la contabilidad del crecimiento asumiendo la misma labour share que en 2000-2016. El aumento de la tasa de empleo previsto consiste en el escenario central del «2018 Ageing Report». La composición de la fuerza laboral por edades corresponde al escenario central y de flujos migratorios nulos del INE de España y del INE de Portugal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de España, del INE de Portugal, del «2018 Ageing Report» (Comisión Europea) y The Conference Board.

Para analizar el impacto económico del cambio de la estructura poblacional en los próximos 15 años, utilizamos un modelo sencillo de contabilidad del crecimiento a largo plazo para realizar varios escenarios que tienen en cuenta la variación de la fuerza laboral con y sin inmigración, así como los cambios previstos en el comportamiento en el mercado laboral.¹¹ En el periodo comprendido entre el 2000 y el 2016, el aumento de la fuerza laboral contribuyó positivamente en 0,5 p. p. al crecimiento promedio anual de España (este fue del 1,7% anual) y negativamente en -0,3 p. p. al de Portugal (0,5% anual). En un escenario en el que no aumente la tasa de empleo y no haya flujos migratorios, la variación de la fuerza laboral en España pasaría de contribuir al crecimiento del PIB en +0,5 p. p. a reducirlo en 0,4 p. p. entre 2018 y 2033. En cambio, en un escenario más plausible, en el que entran los flujos migratorios previstos y los cambios de comportamiento de cada generación aumentan la tasa de empleo, la variación de la fuerza laboral tendría una contribución positiva de +0,4 p. p., una magnitud relativamente acotada y muy similar a la experimentada en los últimos años. En el caso de Portugal, la contribución continuaría siendo negativa debido tanto al mayor envejecimiento de la población nativa como al saldo migratorio que se prevé menos favorable.

Por lo que respecta al PIB per cápita, en el periodo 2000-2016 en España,¹² el aumento de la fuerza laboral fue superior al de la población total, y de esta forma contribuyó en 0,3 p. p. al crecimiento promedio del 1,1% anual en el PIB per cápita. Entre 2018 y 2033, en un escenario en el que no aumente la tasa de empleo y no haya flujos migratorios, la fuerza laboral disminuiría en mayor medida que la población, y reduciría el PIB per cápita en 0,2 p. p. En cambio, en el escenario con los flujos migratorios y los aumentos de la tasa de empleo previstos, la contribución sería positiva aunque pequeña (0,1 p. p.), y ligeramente inferior a la observada durante los últimos años.

En definitiva, estos escenarios muestran cómo el mayor peso de las franjas con edades avanzadas podría incidir negativamente sobre el crecimiento económico agregado en un horizonte de 10-15 años, pero también cómo tomando las medidas adecuadas, este efecto podría ser más mitigado. De ahí la importancia de que se produzcan cambios de comportamiento de la sociedad, como una mentalidad más proclive a sacar partido de las grandes oportunidades que brinda una mayor longevidad. En este sentido, el rol de las instituciones públicas y privadas se antoja fundamental: las primeras pueden impulsar políticas que, por ejemplo, flexibilicen la edad de jubilación, mientras que las segundas deben sacar el máximo provecho del talento de sus empleados más longevos y experimentados.

Josep Mestres
CaixaBank Research

11. Utilizamos los cambios previstos en el «2018 Ageing Report», que proyectan que la tasa de empleo de la población en edad laboral aumentará del 61,3% actual hasta un 67,4% en 2033 en España, y del 66,5% al 70,0% en Portugal. Estos aumentos serían resultado tanto de los aumentos previstos en la tasa de participación, en particular en la franja de edad de 55 a 64 años, así como de retrasos en la edad de jubilación en más de dos años.

12. En Portugal, en el periodo 2000-2016, la fuerza laboral contribuyó negativamente al PIB per cápita en -0,1 p. p. del crecimiento promedio del PIB per cápita del 0,7% anual. Entre 2018 y 2033, en un escenario en el que no aumente la tasa de empleo y no haya flujos migratorios, se reduciría el PIB per cápita en -0,3 p. p. En el escenario con los flujos migratorios y los aumentos de la tasa de empleo previstos, la contribución sería negativa, de -0,1 p. p., similar a la del periodo precedente.

El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés

Desde la crisis financiera global de 2007-2008, los tipos de interés se han situado en mínimos históricos en muchas economías avanzadas y, en algunos casos, cerca del 0%, o incluso en terreno negativo. Estos mínimos se han producido en un contexto caracterizado por políticas monetarias muy acomodaticias, pero no está claro que sean exclusivamente estas políticas las que están detrás de los bajos tipos de interés. Como se observa en el primer gráfico, si ampliamos el horizonte temporal, vemos que la disminución de los tipos de interés es un fenómeno que viene produciéndose desde hace más de dos décadas, lo que sugiere que existen otras fuerzas latentes detrás de este declive de los tipos de interés. Una de ellas es la demografía y, más concretamente, el envejecimiento de la población, un proceso que afecta de manera generalizada a prácticamente todas las economías del mundo (aunque con magnitudes y velocidades diferentes) y que, probablemente, mantendrá una presión bajista sobre los tipos de interés en los próximos años.¹

El envejecimiento de la población ofrece una explicación natural dado que se trata, como veremos, de un fenómeno con importantes consecuencias sobre el ahorro de las familias. Según la teoría del ciclo vital desarrollada, entre otros, por los Premios Nobel de Economía Franco Modigliani y Milton Friedman, los patrones de ahorro varían a lo largo de la vida con una forma de U invertida: la teoría sugiere que los que menos ahorran son los jóvenes y los ancianos, y los que más las personas de mediana edad. La razón detrás de este patrón es el deseo de mantener una calidad de vida relativamente estable a lo largo del tiempo. Para conseguirlo, las personas deben ahorrar más en aquellas edades en las que perciben unos mayores ingresos y utilizar estos recursos para mejorar su calidad de vida en aquellas en las que el flujo de ingresos es menor (típicamente, la juventud y la vejez).

Las predicciones de la teoría del ciclo vital se observan de manera clara cuando analizamos los datos de las familias estadounidenses. Como vemos en el segundo y tercer gráfico, la renta familiar aumenta entre los 25 y 64 años, y disminuye a partir de entonces, con una dinámica muy parecida a la que presenta la tasa de ahorro: esta es menor entre los jóvenes y jubilados (de hecho, la tasa entre estas franjas de edad es negativa con los datos que disponemos para los años 2013-2017)² y mayor entre la población de 25 a 64 años. Dynan *et al.* (2009)³ corroboran este perfil de la tasa de ahorro en forma de U invertida con un análisis empírico más detallado para el periodo 1983-2007 en EE. UU. y, en la misma línea, un estudio del Banco Mundial sugiere que se observa un patrón parecido en otros países avanzados, como Alemania, Canadá y Reino Unido.⁴ Sin embargo, en otras economías, como Italia y Japón, los datos reflejan un aumento sostenido de las tasas de ahorro a lo largo de toda la vida, incluso para los mayores de 65 años, y este también parece ser el caso de España.⁵ Esta dinámica contradiría la teoría del ciclo vital, pero el Banco de Inglaterra⁶ señala que la observación de un aumento de las tasas de ahorro a partir de los 65 años podría deberse a dificultades estadísticas para medir correctamente la renta de los jubilados.

Más allá del comportamiento de cada familia, analizar el impacto del envejecimiento sobre el ahorro agregado de una economía requiere distinguir las distintas dinámicas demográficas detrás de este envejecimiento: el aumento de la esperanza de vida, la reducción de la fertilidad y la transición de la generación del *baby boom* a lo largo de la pirámide demográfica.

1. Otras fuerzas responsables serían una mayor aversión al riesgo o preferencia por activos seguros, un menor crecimiento de la productividad, un aumento de la desigualdad y cambios estructurales de la economía hacia un mayor peso de sectores menos intensivos en capital físico. Para más detalles sobre estas fuerzas y sus implicaciones sobre el diseño de la política monetaria, véanse los Focus «¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?» en el IM09/2017 y «La lucha por la política monetaria del futuro» en el IM10/2017.

2. Es decir, al ser la tasa de ahorro negativa, estos grupos tienen un consumo superior a la renta percibida.

3. Dynan, K. *et al.* (2009), «The Effects of Population Aging on the Relationship among Aggregate Consumption, Saving, and Income», *American Economic Review*, vol. 99, n.º 2.

4. Banco Mundial (2007), «From Red to Gray».

5. BBVA Research (2010), Determinantes microeconómicos del ahorro: un análisis estático, recuadro 1 en «España: situación consumo».

6. Banco de Inglaterra (2002), «Ageing and the UK economy».

Tipos de interés a corto plazo en las principales economías avanzadas

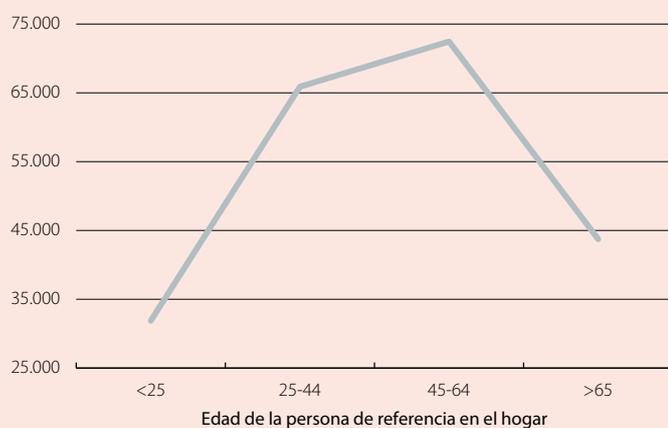


Nota: Tipos de interés naturales estimados por Holston, K. *et al.* (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Paper.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de San Francisco.

En primer lugar, el aumento de la esperanza de vida haría que, en ausencia de cambios en la edad de jubilación, las familias debieran distribuir los recursos económicos que acumulan durante su etapa laboral a lo largo de una vida más longeva. En esta disyuntiva, nos podemos encontrar con dos tipos de comportamiento. Algunos hogares anticiparán este problema de distribución de recursos y reaccionarán con unas mayores tasas de ahorro que compensen la mayor longevidad y les permitan mantener un perfil de consumo relativamente estable. Pero otros hogares pueden ser menos perspicaces y no ajustar su tasa de ahorro, de modo que, cuando se jubilen, acabarán disponiendo de menos recursos. Ambos comportamientos tienen consecuencias distintas: los primeros generan un aumento del ahorro agregado que deprime los tipos de interés; los segundos reducen el ahorro per cápita y presionan al alza los tipos de interés.

En segundo lugar, la reducción de la fertilidad modifica las necesidades de ahorro e inversión de distintas maneras. Por un lado, conlleva un menor crecimiento de la población, lo que se traduce en un menor crecimiento del PIB⁷ y, por lo tanto, de la demanda de inversión, lo que presiona a la baja los tipos de interés.⁸ Por el otro, la menor fertilidad también provoca un incremento de la proporción de población de edades avanzadas, un segmento poblacional con tasas de ahorro inferiores, pero que es el que posee un mayor volumen de capital (fruto del ahorro acumulado a lo largo de la vida laboral). De este modo, nos encontramos con dos fuerzas opuestas: por un lado, un menor flujo de ahorro que presiona al alza los tipos de interés y, por el otro, un incremento de la población con mayor volumen de ahorro acumulado (con la consiguiente abundancia relativa de capital que frena la presión al alza sobre los tipos provocada por el menor flujo de ahorro).

EE. UU.: renta familiar por edades (Dólares)



Nota: Promedio de 2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del American Community Survey.

parecido con proyecciones demográficas hasta 2030 para EE. UU., España y Portugal.⁹ Los resultados de este ejercicio, presentados en el cuarto gráfico, sugieren que los cambios de composición de la pirámide poblacional tenderían (en ausencia de otras dinámicas) a reducir las tasas de ahorro agregadas en el horizonte 2018-2030 en alrededor de un 20% en EE. UU., España y Portugal (es decir, en 1,5 p. p., 1,1 p. p. y 0,8 p. p., respectivamente). La razón es que la fracción de mayores de 65 años aumentará en las tres economías, mientras que la proporción representada por los grupos con mayores tasas de ahorro disminuye.

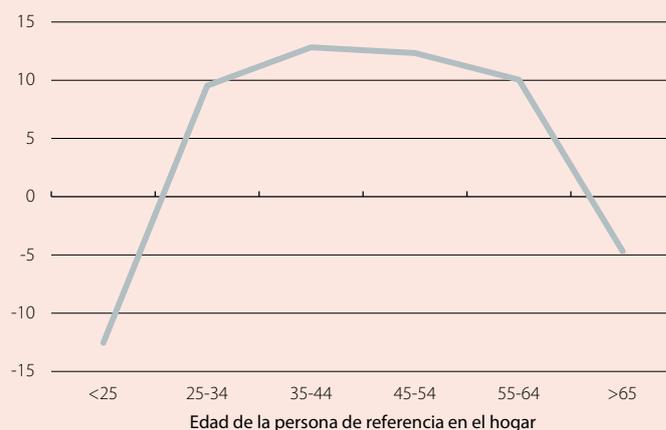
7. Véase el artículo «El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico» en este mismo Dossier.

8. Como el capital acumulado se deprecia lentamente, la oferta de inversión, que también disminuye, lo hace más gradualmente, por lo que los tipos son presionados a la baja.

9. Para España y Portugal asumimos una relación entre la tasa de ahorro y la edad en forma de U inversa y proporcional a la de EE. UU.

EE. UU.: tasa de ahorro familiar por edades

Fracción de la renta familiar disponible (%)



Nota: Promedio del periodo 2013-2017.

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

Por último, en la mayoría de las economías avanzadas, la generación del *baby boom*, nacida principalmente entre mediados de los años cuarenta y principios de los sesenta (entre 1950 y 1970 en el caso de España), está provocando cambios en la composición de la pirámide demográfica. Así, inicialmente, se ensanchó la base de estudiantes y jóvenes trabajadores, pero en la actualidad transitan hacia la jubilación y dan lugar a un porcentaje relativamente elevado de población con importantes ahorros acumulados pero que, pronto, empezarán a reducir sus tasas de ahorro.

¿Cuál es el efecto neto sobre el ahorro? Teniendo en cuenta los distintos mecanismos, Dynan *et al.* (2009) estiman que, en EE. UU., las dinámicas demográficas habrían provocado un aumento de la tasa de ahorro agregada de 1,9 p. p. entre 1980 y el 2000, aunque proyectan que puede reducirla en 0,9 p. p. entre los años 2000 y 2020. Si fijamos las tasas de ahorro por franjas de edad en 2017 como referencia, podemos realizar un ejercicio

Más allá de la evolución de las tasas de ahorro, cuantificar el impacto neto sobre los tipos de interés requiere analizar las consecuencias sobre el volumen agregado de ahorro e inversión. En este sentido, los principales estudios sugieren que el envejecimiento de la población puede explicar una parte sustancial del declive de los tipos de interés en las últimas décadas. Por ejemplo, Gagnon *et al.* (2016)¹⁰ estiman que las dinámicas demográficas de EE. UU. pueden explicar, por sí solas, una reducción de 125 p. b. en los tipos de interés estadounidenses de corto plazo entre 1980 y la actualidad (que, como se refleja en el primer gráfico, representa una fracción importante de la reducción total observada), principalmente debido a la reducción de la fertilidad y la acumulación de capital por parte de la generación del *baby boom*. En la misma línea, el análisis de Carvalho *et al.* (2017)¹¹ sugiere que el aumento de la esperanza de vida y la disminución del crecimiento de la población podrían explicar una reducción de alrededor de 200 p. b. de los tipos de interés a corto plazo de EE. UU. desde 1990 (aunque su modelo sugiere que la esperanza de vida es el mecanismo dominante). Finalmente, según Lisack *et al.* (2017),¹² el envejecimiento de la población habría contribuido a reducir el tipo de interés global a corto plazo en 150 p. b. desde 1980. Además, estos tres estudios prevén que las dinámicas demográficas mantendrán una presión a la baja sobre los tipos de interés en las próximas décadas debido, principalmente, al aumento de la esperanza de vida, que asumen que resultará en un incremento del ahorro de las familias, y al hecho de que el envejecimiento de la población aumentará el peso de aquellos grupos con más capital acumulado.

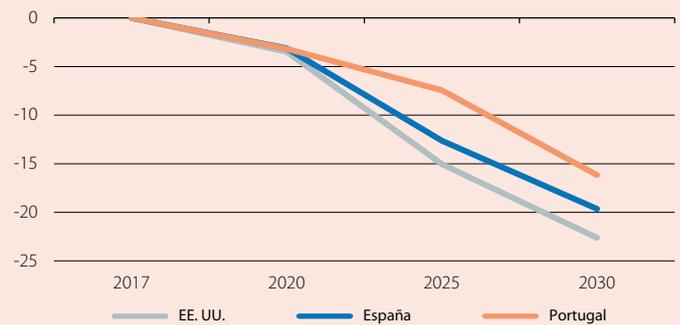
Una de las limitaciones de todas las estimaciones anteriores es que analizan el impacto del envejecimiento desde una óptica de economía cerrada: es decir, sin tener en cuenta que la pirámide poblacional del resto del mundo también evoluciona y puede generar flujos de capital entre las distintas regiones. En este sentido, el análisis de Krueger y Ludwig (2007)¹³ sugiere que considerar la posibilidad de estos flujos internacionales de capital no afecta sustancialmente a las estimaciones, al menos para EE. UU. (sus resultados, en consonancia con los anteriores estudios comentados, también apuntan al mantenimiento de presiones bajistas sobre los tipos de interés por parte de la demografía). Sin embargo, desde el Banco de Pagos Internacionales, Goodhart y Pradhan (2017)¹⁴ defienden que la transición demográfica de China tendrá consecuencias importantes a nivel global, al reducir su elevado ahorro y presionar al alza a los tipos de interés. Además, a diferencia de los estudios anteriores, estos autores pronostican que la demografía empujará al alza los tipos de interés en los próximos años por dos motivos (además del «factor China»): por un lado, consideran que el aumento de la esperanza de vida no incrementará significativamente el ahorro, mientras que, por el otro, defienden que la presión al alza procedente de un menor flujo de ahorro (por el aumento de pensionistas, con menores tasas de ahorro) más que compensará las presiones bajistas del elevado capital acumulado por estos pensionistas a lo largo de su vida laboral.

En conclusión, la evidencia disponible sugiere que, más allá de la evolución cíclica de la política monetaria (que en los próximos años debería aupar al alza los tipos de interés), la demografía seguirá siendo una variable clave para entender la evolución de los tipos de interés a medio y largo plazo.

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

Tasa de ahorro: impacto de la demografía

Desviación acumulada respecto a 2017 (%) *



Nota: * Se fijan como referencia las tasas de ahorro por franjas de edad en sus niveles de 2017 y con ellas se proyecta el cambio en la tasa de ahorro nacional que produce la demografía (a través del cambio en los pesos poblacionales de cada grupo de edad). Para España y Portugal, se asumen los mismos perfiles de ahorro según la edad que el que muestran los datos para EE. UU. (ajustados por los distintos niveles de tasas de ahorro nacionales).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, Naciones Unidas, INE de España e INE de Portugal.

10. Gagnon, E. *et al.* (2016), «Understanding the New Normal: the Role of Demographics», Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System.

11. Carvalho, C. *et al.* (2017), «Demographic Transition and Low U.S. Interest Rates», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter.

12. Lisack, N. *et al.* (2017), «Demographic trends and real interest rate», Bank of England Staff Working Papers.

13. Krueger, D. y Ludwig, A. (2007), «On the Consequences of Demographic Change for Rates of Returns to Capital, and the Distribution of Wealth and Welfare», Journal of Monetary Economics.

14. Goodhart, C. y Pradhan, M. (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Paper.

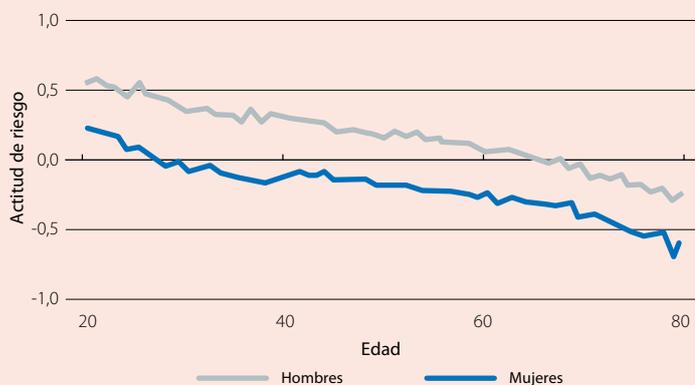
Los retos del envejecimiento: una nueva sociedad, una nueva economía

Gracias a los avances médicos y a la mayor calidad de vida, la frase de Quevedo «todos deseamos llegar a viejos, y todos negamos que hayamos llegado» cada vez se podrá aplicar a un mayor número de nuestros lectores y lectoras, en un momento u otro. En efecto, el envejecimiento de la población en las sociedades avanzadas es un fenómeno silente e imparable que tendrá un impacto indudable sobre las variables macroeconómicas y financieras... pero no solo eso. El envejecimiento tendrá un impacto mucho más amplio y transversal que moldeará el tipo de sociedad en el que viviremos y planteará una serie de retos inexcusables en materia económica y social. En este artículo arrojaremos algo de luz sobre esta y otras cuestiones al analizar el impacto del envejecimiento sobre la sociedad, el tipo de economía a la que bascularemos y los principales retos a los que nos enfrentaremos en el plano intergeneracional.

Empecemos por la esfera social, una dimensión que los economistas tienen cada vez más presente dadas las importantes interacciones entre la sociedad y la economía. Una de las cuestiones más importantes a dirimir es cómo cambiarán las preferencias de la sociedad debido al mayor peso relativo de las generaciones más longevas. Pues bien, en un artículo reciente, un grupo de economistas¹ analizaban la actitud frente al riesgo de un grupo de ciudadanos alemanes y holandeses a lo largo de su ciclo vital. La conclusión del estudio era inequívoca: a medida que envejecemos, tomamos menos riesgos. En concreto, un aumento de 10 años en la edad mediana de la sociedad reduce la toma de riesgos de modo sustancial hasta un nivel que correspondería a una reducción del 2,5% de la inversión en renta variable o del 6% en el número de personas que trabajan por cuenta propia. Ello implica que las sociedades más envejecidas serán posiblemente más adversas al riesgo, lo que puede tener un sinnúmero de repercusiones en el comportamiento económico, político y social de las personas. Así, por ejemplo, los economistas de la Universidad de Chicago Lubos Pastor y Pietro Veronesi² han documentado que el apoyo a los partidos populistas es significativamente mayor entre aquellos votantes más adversos al riesgo, toda vez que estos votantes toman decisiones financieras y de consumo más seguras y, por tanto, menos sensibles a la incertidumbre política y económica.

Impacto del envejecimiento sobre el riesgo

Predisposición al riesgo (nivel)



Nota: La predisposición al riesgo se mide a partir de un cuestionario y su valor promedio ha sido estandarizado a 0. Valores más bajos corresponden a una menor predisposición al riesgo. Datos de panel correspondientes a ciudadanos alemanes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Dohmen et al. (2017), «Risk attitudes across the life course», *The Economic Journal*.

Una sociedad más adversa al riesgo también puede condicionar de forma importante la velocidad del proceso de cambio tecnológico que estamos presenciando. Así, por ejemplo, se ha documentado que un mayor peso de los trabajadores de entre 50 y 59 años retrae la innovación medida con el número total de patentes.³ No obstante, conviene matizar que el efecto neto del envejecimiento sobre la innovación y la tecnología todavía está en discusión. El economista de MIT, Daron Acemoglu, por ejemplo, ha mostrado que en el sector industrial los robots son mucho mejores sustitutos de las ocupaciones realizadas por las personas de mediana edad que de aquellas realizadas por las personas mayores. A partir de este dato, Acemoglu ha comprobado que en aquellas sociedades más envejecidas –y, por tanto, con una mayor escasez relativa de trabajadores de mediana edad– se utilizan más robots por trabajador.⁴ De esta forma, sociedades más envejecidas como Alemania, Corea del Sur o Japón cuentan con una demanda mayor de robots industriales que sociedades más jóvenes como EE. UU. o Reino Unido,

y, de hecho, la brecha puede aumentar con las mayores necesidades de automatización en el sector de la salud en las sociedades envejecidas.

En cuanto a los patrones de consumo y al tipo de economía que se configurará, el envejecimiento de la sociedad también tendrá un impacto nada desdeñable. La principal característica de la «economía plateada» –término que designa a la economía de las personas con más de 50 años– es una expansión del sector servicios impulsada por las mayores necesidades en el terreno sanitario y también previsiblemente por un aumento del turismo y de actividades culturales en una sociedad que deberá lidiar con el

1. Véase Dohmen et al. (2017), «Risk Attitudes Across the Life Course», *The Economic Journal*.

2. Véase Pastor, L. y Veronesi, P. (2018), «Inequality Aversion, Populism and the Backlash Against Globalization», NBER Working Paper.

3. Véase Aksoy, Y. et al. (2015), «Demographic structure and macroeconomic trends», Documento de Trabajo n.º 1528 del Banco de España.

4. Véase Acemoglu, D. y Restrepo, P. (2017); «Demographics and robots», NBER Working Paper.

problema de la soledad (el 42% de las personas que viven solas en España actualmente ya tienen más de 65 años). Así las cosas, la «economía plateada» ofrecerá nuevas oportunidades de negocio y su peso aumentará a marchas forzadas: según la Comisión Europea esta economía contribuirá al PIB de la UE en 6,4 billones de euros en 2025 (un 32% del PIB), casi el doble que en la actualidad, y generará 88 millones de puestos de trabajo (el 38% del total).

Además, debemos tener en cuenta que la mayor longevidad entrañará que las personas permanezcan activas más tiempo en el mercado laboral y desarrollen actividades profesionales por un tiempo más prolongado. Ello generará unas mayores necesidades de acondicionar las casas, los lugares de trabajo y los medios de transporte a las necesidades de estos trabajadores para que puedan vivir y trabajar de forma autónoma.

Cabe destacar que una parte importante de la «economía plateada» corresponderá a servicios sanitarios y de dependencia.

La Comisión Europea estima que el gasto público en partidas relacionadas con el envejecimiento aumentará en 1,7 p. p. entre 2016 y 2070 en la eurozona hasta el 26,7% del PIB. Sin embargo, existe una gran incertidumbre sobre este tipo de estimaciones dado que dependen de factores como la tecnología –se espera que los avances en el ámbito de la salud sean especialmente potentes– y la morbilidad –¿más años de vida implicarán más años de salud o más personas mayores vivirán con mala salud? El elemento de la morbilidad no es menor: controlar correctamente el gasto sanitario próximo al deceso puede reducir hasta un 40% el gasto sanitario atribuido a la edad.⁵

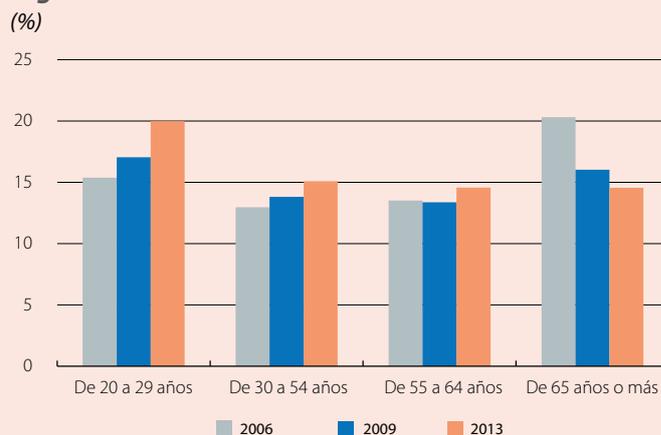
Sea como fuere, estas mayores necesidades de gasto público deberán ser financiadas de alguna forma, lo que puede generar presiones e incertidumbres en torno al sistema fiscal y a la redistribución intergeneracional. Al final, las consecuencias del envejecimiento dependerán del tipo de tributación a la que afecten: los efectos intergeneracionales serán mucho mayores si recaen sobre las cotizaciones y las rentas del trabajo que si recaen sobre el consumo. El debate en torno a qué generación deberá soportar el mayor peso de la carga fiscal será enconado y puede provocar una brecha generacional entre mayores y jóvenes si los gestores públicos no aciertan a equilibrar los intereses de todas las generaciones sin hipotecar el presente por el futuro. El buen tino de los gobernantes será fundamental dado que, en una sociedad con una mayor prevalencia de las personas mayores, es muy posible que en los procesos electorales se configuren mayorías partidarias de una redistribución intergeneracional muy sustancial de los trabajadores a los jubilados.

De hecho, es interesante tener bien presente que estas tendencias de redistribución intergeneracional ya han empezado a dejarse ver, tal como muestran dos datos. El primero es que, en los últimos 30 años en Europa, la renta disponible de los adultos jóvenes (entre 18 y 25 años) ha caído por primera vez por debajo de la renta promedio del conjunto de la población, mientras que las personas mayores han sido la única franja de edad que ha visto aumentar su renta relativa. El segundo es que el porcentaje de personas mayores en riesgo de pobreza en la UE ha bajado del 20,3% al 14,6% y, en cambio, ha aumentado en todas las cohortes más jóvenes, las cuales ya tienen un porcentaje mayor en riesgo de pobreza que los mayores de 65 años (véase el segundo gráfico). Estos datos confirman la percepción de que ya empiezan a asomar ciertos problemas de justicia intergeneracional que se explican por los problemas de las personas jóvenes para acceder al mercado laboral frente a unas cohortes de edades más avanzadas que gozan de mayores protecciones para hacer frente a los *shocks* económicos adversos.

En definitiva, el envejecimiento de la población es un fenómeno que ha venido para quedarse y que trae consigo una retahíla de cambios profundos en las preferencias de la sociedad, la forma de organizar la economía y el modo de redistribuir los recursos entre generaciones. Los retos serán arduos, pero la buena noticia es que contamos con unas generaciones mayores llenas de proyectos y de vitalidad que seguro que contribuirán a que el envejecimiento demográfico se convierta en una oportunidad para nuestras economías.

Javier García-Arenas
CaixaBank Research

Porcentaje de personas en riesgo de pobreza según edad



Nota: Datos para la UE de 28 países en 2009 y 2013, y de 27 (sin Croacia) en 2006.
Fuente: CaixaBank research, a partir de datos de la Comisión Europea.

5. Véase López-Casasnovas, G. (2015), «Envejecimiento y cambio de coordenadas demográficas. Algunas reflexiones acerca de su impacto con el gasto sanitario», Colección Health Policy Papers 2016-02.

DATOS RELEVANTES

GRUPO CAIXABANK

30 de septiembre de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	363.621
Crédito a la clientela, bruto	223.465
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	1.768
Capitalización bursátil	23.544
Cientes (millones)	15,7
Empleados	37.511
Oficinas	5.176
Oficinas <i>retail</i> en España	4.482
Número de cajeros en España	9.422

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 septiembre de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	33.153
Crédito a la clientela, bruto	23.422
Resultado atribuido, acumulado en el año	529
Resultado atribuido de actividades en Portugal, acumulado en el año	324
Cientes (millones)	1,9
Empleados	4.898
Oficinas	496
Número de cajeros	1.356

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:

Las economías emergentes en la encrucijada: de la expansión a la incertidumbre

- Turbulencias financieras en las economías emergentes: ¿antesala de algo más?
- Crisis financiera turca: en tiempo de descuento



Brexit: crónica de un shock desconocido

- ¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?
- *Brexit*, el camino que queda por recorrer



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?



El auge del sector exterior español y sus *spillovers*

- España ¿vuelve a importar tanto?
- Las exportaciones y la calidad del empleo



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



laCaixaTV

