

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 429 | DICIEMBRE 2018



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Petróleo: reflexiones y perspectivas para 2019

ECONOMÍA INTERNACIONAL

EE. UU.: ¿qué pasa con la desaceleración del sector inmobiliario?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los salarios en España, ¿igual moderación para todos?

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2019

2019, una visión desde el futuro

Los bancos centrales, al timón de un entorno más volátil

Politics is the name of the game: dinámicas y riesgos políticos en 2019 y más allá

La economía española en 2019: un año de transición hacia cotas más sostenibles

Las perspectivas de Portugal: crecimiento saludable para rato

INFORME MENSUAL**Diciembre 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:
 30 de noviembre de 2018

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

9 *Petróleo: reflexiones y perspectivas para 2019*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *EE. UU.: ¿qué pasa con la desaceleración del sector inmobiliario?*

17 *El primer presupuesto de la UE a 27*

21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

23 *Los salarios en España, ¿igual moderación para todos?*

25 *La diversificación geográfica de los exportadores españoles: unos sí, otros no*

27 ECONOMÍA PORTUGUESA**30 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2019**

30 *2019, una visión desde el futuro*

Àlex Ruiz

32 *Los bancos centrales, al timón de un entorno más volátil*

Adrià Morron Salmeron y Ricard Murillo Gili

34 *Politics is the name of the game: dinámicas y riesgos políticos en 2019 y más allá*

Clàudia Canals y Javier Garcia-Arenas

36 *La economía española en 2019: un año de transición hacia cotas más sostenibles*

Oriol Carreras

38 *Las perspectivas de Portugal: crecimiento saludable para rato*

Daniel Belo y Teresa Gil Pinheiro

Perspectivas 2019

Hace un año, este editorial se centraba en los retos políticos del ejercicio que estamos a punto de cerrar. Ponía el foco en Trump, el *brex*it y las elecciones italianas. También expresábamos un deseo: que el editorial de este año, sobre las perspectivas de 2019, no tuviera que volver a poner el foco sobre los populismos. Desafortunadamente, debemos volver a hacerlo: la guerra comercial entre EE. UU. y China, el *brex*it y la política italiana siguen constituyendo los tres grandes elementos de incertidumbre y riesgo.

Las tensiones entre EE. UU. y China han acabado afectando a la economía mundial en los últimos meses. La imposición de aranceles a las importaciones chinas por parte de EE. UU., y la respuesta de China, aumentando también los aranceles sobre las importaciones norteamericanas, ha sido como arrojar arena a los engranajes que constituyen las cadenas de suministro global. Además, no puede descartarse el hecho de que las tensiones vayan a más a pesar de la tregua que se ha pactado en las reuniones del G-20 de Buenos Aires. EE. UU. se siente bien preparado para la guerra (comercial), con una economía apoyada en un gran estímulo fiscal que impulsa la demanda interna, y ello refuerza la credibilidad de las amenazas de su presidente (por otra parte, bastante imprevisible). De todas formas, prevemos que se acabará alcanzando un acuerdo, porque parece haber margen para el mismo y porque a todas las partes les interesa no prolongar en exceso la incertidumbre. En caso contrario, Trump podría acabar sintiendo la presión de la bolsa americana.

En cuanto al *brex*it, nos enfrentamos a una exigente carrera de obstáculos. Este mismo mes, el Parlamento de Westminster decidirá si aprueba o rechaza el acuerdo alcanzado entre Theresa May y la UE. Un rechazo aumentaría considerablemente el riesgo de una salida del Reino Unido abrupta y desordenada el próximo 29 de marzo, lo que tendría graves repercusiones sobre la actividad económica de dicho país y haría zarandear la libra británica. Si se logra una salida pactada, todavía quedará pendiente la negociación sobre el futuro marco de relaciones entre el Reino Unido y la UE, pero el periodo transitorio que se contempla actualmente, hasta finales de 2020 y que se podría alargar hasta finales de 2022, parece otorgar suficiente margen para negociar con calma un acuerdo que será sumamente complejo. Nos preocupa más el riesgo a corto plazo que la incertidumbre en torno a la negociación sobre el marco de relaciones futuro.

Finalmente, Italia, un factor con la capacidad de desestabilizar la eurozona. Si el enfrentamiento entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea sube de tono, la prima de riesgo italiana podría dispararse e Italia, perder el acceso a los mercados. Sería una situación de alta tensión. El BCE intervendría para limitar el contagio a otros países, pero difícilmente estaría en condiciones de apoyar a Italia a no ser que el Gobierno solicitara un rescate. Ante esta tesitura, un escenario probable sería una convocatoria electoral en Italia y la formación de un nuevo Gobierno que recuperara la confianza de los mercados, pero, en cualquier caso, estaríamos contemplando unos meses de enorme incertidumbre en los que se volvería a poner en cuestión la integridad de la eurozona.

En gran medida, la evolución de estos tres grandes desafíos marcará el 2019. Nuestro escenario central presupone que la sangre no llegará al río en ningún caso, aunque tampoco contamos con una pronta resolución de ninguna de las incertidumbres. En función de su evolución, 2019 nos puede sorprender en negativo o, por qué no, en positivo. ¡Feliz 2019!

Enric Fernández
Economista jefe
30 de noviembre de 2018

Cronología

NOVIEMBRE 2018

- 5 EE. UU. reestablece las sanciones sobre Irán.
- 21 La Comisión Europea recomienda abrir un procedimiento de déficit excesivo a Italia.
- 25 La UE y el Reino Unido firman un acuerdo de salida.

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).

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.

Agenda

DICIEMBRE 2018

- 4 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: posición de inversión internacional neta (3T).
- 28 España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
España: avance del IPC (diciembre).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).

ENERO 2019

- 8 Portugal: empleo y desempleo (noviembre).
- 9 Portugal: comercio internacional (noviembre).
- 10 España: índice de producción industrial (noviembre).
- 11 Portugal: IPC (diciembre).
- 15 España: cuentas financieras (3T).
- 22 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
- 24 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 29 España: encuesta de población activa (4T).
- 30 Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (diciembre).
Portugal: empleo y desempleo (diciembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
EE. UU.: PIB (4T y 2018).
- 29-30 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 31 España: avance del PIB (4T).
España: avance del IPC (enero).
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).

Se acaba un año positivo y ya asoma un 2019 con buenas perspectivas

2018: se han cumplido los pronósticos. A medida que el año se aproxima a su fin, ya disponemos de todos los ingredientes para hacer un balance de cómo ha transcurrido. Y lo cierto es que el año que despedimos ha sido globalmente positivo y el crecimiento ha acabado mostrando un notable dinamismo. Echando la vista atrás, a finales de 2017 preveíamos que el crecimiento mundial en 2018 se situaría en el 3,8% y, al final, parece que la economía mundial crecerá un 3,7%. En las economías avanzadas, el crecimiento en 2018 podría situarse incluso ligeramente por encima de lo que anticipábamos hace un año. Estos buenos datos del bloque avanzado se explican, en gran medida, porque el crecimiento estadounidense ha sorprendido al alza gracias al notable impulso fiscal que la Administración Trump ha llevado a cabo. De cara a 2019, será complicado que este ritmo tan alto de crecimiento en EE. UU. se pueda sostener, ya que el estímulo fiscal se irá desvaneciendo paulatinamente. Las economías emergentes sí que se han dejado algunos pelos en la gatera: su crecimiento se situará en 2018 muy probablemente alrededor del 4,7%, en lugar del 4,9% que proyectábamos hace un año. Así, la mayor incertidumbre causada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y las vulnerabilidades macrofinancieras que han mostrado algunos emergentes (especialmente Argentina y Turquía) en un contexto de normalización de la política monetaria en EE. UU. se han cobrado un pequeño peaje, pero los ritmos de crecimiento son todavía muy notables. Los mercados financieros, por su parte, han notado los efectos de este entorno más exigente y se han abonado a una mayor volatilidad que, en momentos puntuales, ha ido acompañada de correcciones importantes (especialmente en las bolsas europeas y emergentes, si miramos la evolución de todo el año).

2019: buenas perspectivas, pero con riesgos bajistas. En 2019 se mantienen unas buenas perspectivas para la economía global, con un crecimiento previsto del 3,6%. Dicho esto, los riesgos bajistas continúan siendo lo suficientemente importantes como para estar alerta. Por la vertiente macrofinanciera, los bancos centrales se enfrentan al reto de que la normalización monetaria no afecte de forma disruptiva a las condiciones macrofinancieras. Por la vertiente geopolítica, los riesgos proteccionistas continuarán siendo relevantes a pesar de la expectativa de una cierta desinflación tras la cumbre del G-20 de principios de diciembre. Y, en cuanto a la eurozona, no olvidemos que dos sospechosos habituales, el *brexit* e Italia, continuarán dando mucho que hablar.

La eurozona confirma un patrón de crecimiento más moderado. En 2018, la eurozona ha conseguido, 10 años después del inicio de la Gran Recesión, cerrar su brecha de

producción y devolver la tasa de paro a niveles cercanos a los de finales de 2006. Paralelamente, el crecimiento se ha desacelerado, en buena parte por un menor dinamismo de las exportaciones, que han acusado la desaceleración del comercio global. En cambio, la demanda doméstica sigue sólida y respaldada en el mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias. Así, encara 2019 con la perspectiva de mantenerse como principal motor del crecimiento y es que, pese al fin de las compras netas, el BCE seguirá favoreciendo unas condiciones financieras acomodaticias. No en vano, continuamos esperando que inicie el gradual aumento del tipo de interés de referencia a finales del próximo año.

España continúa creciendo a buen ritmo. Una ligera desaceleración de la economía española tras tres años excepcionales era ineluctable habida cuenta del desvanecimiento de vientos de cola tan significativos como el bajo precio del petróleo o la depreciación del euro. De hecho, ya anticipábamos en nuestras previsiones de hace un año que la economía española anotaría una suave ralentización a lo largo de 2018 y que transitaría hacia niveles de crecimiento más sostenibles. Sin embargo, también es preciso apuntar que el dinamismo económico se mantiene, como atestigua el buen dato del PIB del 3T, que avanzó un 0,6% intertrimestral aupado por el vigor de la demanda interna y muy especialmente del consumo privado. En cambio, las exportaciones continúan exhibiendo una evolución más débil de lo esperado, un fenómeno que también observamos en varios países desarrollados. Las perspectivas continúan siendo positivas, y en el haber destaca que el buen ritmo de recuperación del mercado laboral se mantiene: en los últimos 12 meses se han creado 562.544 nuevos empleos. En el debe, seguimos teniendo un nivel de deuda pública y externa todavía elevados, que hacen que la economía española sea vulnerable a potenciales cambios en el sentimiento inversor global.

Portugal: se modera el crecimiento, pero las perspectivas favorables se mantienen. El 3T arrojó un crecimiento sensiblemente menor que en el pasado (0,3% intertrimestral frente al 0,6% del 2T), un registro que se explica por un bache temporal del consumo privado y por un menor dinamismo del sector exterior. A pesar de que la economía lusa se está viendo afectada por la desaceleración de la eurozona, esperamos que coja impulso de nuevo en el 4T y que en 2019 continúe creciendo a niveles cercanos al 2%. Y es que tenemos motivos fundados para conservar el optimismo: los indicadores de sentimiento continúan mostrando una evolución positiva, el mercado laboral goza de buena salud (crecimiento interanual del 2,1% en la creación de empleo en el 3T y estabilización de la tasa de paro en torno al 6,7%) y la inversión sigue avanzando de forma notable.

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	-0,23	0,12	0,62
Euríbor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,13	0,27	0,79
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,52	0,08	0,73
Deuda pública 10 años	4,30	2,21	0,29	0,35	0,48	1,26	1,96
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,16	0,84	1,43
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,62	1,29	1,86
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,68	2,26	2,76
Prima de riesgo	11	192	114	110	120	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,13	0,98	1,73
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,77	1,56	2,24
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	1,93	2,56	3,11
Prima de riesgo	19	369	346	149	145	130	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,15	1,23	1,24
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,65	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	0,77	0,71	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	76,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,09	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	2,0	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	1,9	1,8	1,7
Alemania	1,6	1,0	2,2	2,5	1,6	1,9	1,8
Francia	2,0	0,6	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Italia	1,5	-1,0	1,3	1,6	1,0	0,9	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	0,9	1,0	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	-3,3	1,1	1,3	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,1	2,0	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,8	3,2	3,0
Rusia	7,2	1,2	-0,2	1,5	1,6	1,9	2,0
Turquía	5,4	5,0	3,2	7,3	3,8	0,8	3,2
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	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,4
Países desarrollados	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,9	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	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	1,3	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	1,0	1,1	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,3	2,0
Países emergentes	6,8	6,0	4,2	4,3	4,9	5,0	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,1	2,4	2,4
India	4,5	9,0	4,9	3,3	4,0	3,5	4,6
Indonesia	8,4	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	4,8	4,1	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	4,4	4,0
Turquía	27,2	8,1	7,8	11,1	15,8	18,7	12,0
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	2,0	2,0
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,0	1,9	2,1	1,1	1,0
Formación bruta de capital fijo	6,0	-4,1	2,9	4,8	6,1	3,7	2,8
Bienes de equipo	5,3	-0,3	5,3	6,0	8,1	5,2	2,8
Construcción	6,2	-7,0	1,1	4,6	6,0	3,1	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-1,6	2,4	2,9	3,1	2,2	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,4	5,2	5,2	1,6	2,9	4,0
Importación de bienes y servicios	7,1	-1,5	2,9	5,6	3,6	3,1	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	3,1	2,8	2,5	2,1	1,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,3	13,6	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	0,3	-0,6	0,2	0,9	2,1	2,5
Saldo op. corrientes (acum., % PIB)	-6,0	-2,1	2,3	1,8	0,8	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-5,3	-1,7	2,5	2,1	1,0	0,8	0,8
Saldo público (acum., % PIB) ¹	0,4	-7,3	-4,3	-3,1	-2,7	-2,0	-1,4

Nota: 1. 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	2,3	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	2,4	0,9	0,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,5	6,2
Índice de precios de consumo	3,0	1,3	0,6	1,6	1,3	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) ¹	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,5

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

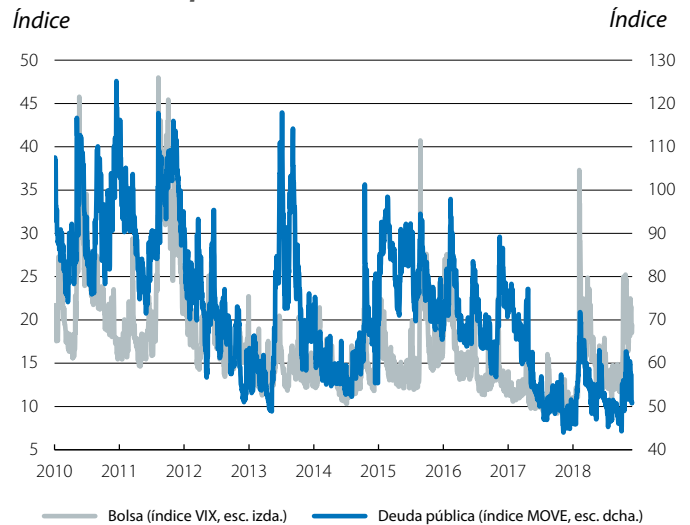
La inestabilidad perdura en noviembre

Los mercados financieros se abonan a la volatilidad en el tramo final del año. Tras un mes de octubre marcado por las pérdidas en las bolsas internacionales, sobre todo en EE. UU., en noviembre los mercados continuaron con una dinámica errática. Las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y las tensiones políticas en Europa (concentradas en Italia y en las negociaciones sobre el *brexit*) continúan marcando la evolución de la mayoría de los activos financieros. Además, a ello se le ha sumado el temor, entre los inversores, de que en 2019 la economía mundial se desacelere más de lo esperado (algo que ha penalizado especialmente al precio del petróleo). Frente a esta inquietud en los mercados financieros, tanto la Fed como el Banco Central Europeo mantienen una visión positiva del escenario macroeconómico para sus respectivas regiones y prosiguen con sus estrategias de normalización de la política monetaria.

Las principales bolsas internacionales no consiguen librarse del tono negativo de octubre. Las tensiones comerciales entre China y EE. UU., con el temor de que erosionen el crecimiento de la demanda global, provocaron descensos en las principales bolsas internacionales. Además, en Europa, los índices también se vieron lastrados por unos datos de crecimiento económico algo decepcionantes, especialmente en Alemania, y las tensiones entre Italia y la Comisión Europea alrededor de la política fiscal italiana. Sin embargo, en el tramo final del mes, los parqués de EE. UU. y Europa recuperaron parte del terreno perdido las semanas anteriores (algunos incluso consiguieron cerrar el mes en positivo), empujados por la esperanza, entre los inversores, de que las tensiones comerciales entre China y EE. UU., por un lado, y en Italia, por el otro, podrían moderarse. Por su parte, en las economías emergentes, el índice MSCI para el conjunto de la región tuvo un comportamiento muy volátil y consiguió cerrar el mes en positivo, aunque el desempeño fue dispar entre continentes (los índices asiáticos avanzaron mientras que los latinoamericanos, liderados por México, registraron pérdidas).

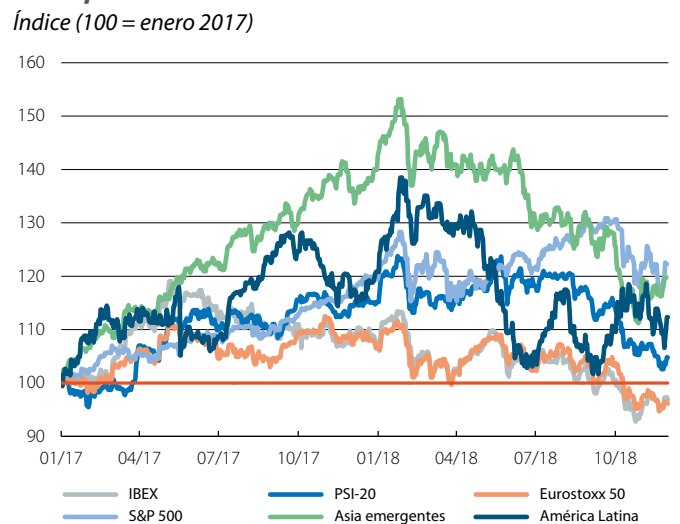
El euro se mantiene débil en su cruce con el dólar. Las tensiones políticas alrededor de Italia y la decepción de los indicadores de actividad de la eurozona también incidieron sobre el mercado de divisas, donde el euro se depreció hasta situarse cerca de los 1,12 dólares, su mínimo en lo que llevamos de año. Por otro lado, los distintos movimientos en las negociaciones del *brexit* comportaron una depreciación de la libra británica frente a la mayoría de las divisas internacionales. Así, pese a que la Comisión y el Reino Unido alcanzaron un acuerdo de salida que minimiza las interrupciones, las cotizaciones financieras se vieron más afectadas por los temores a que este no sea aprobado por el Parlamento del Reino Unido y dé lugar a un *impasse* de incertidumbre. Por su parte, en las economías emergentes, las divisas latinoamericanas, lideradas por el peso argentino y el real brasileño, se depreciaron, mientras que la mayoría de las divisas asiáticas ganaron terreno al dólar.

Volatilidad implícita en los mercados financieros



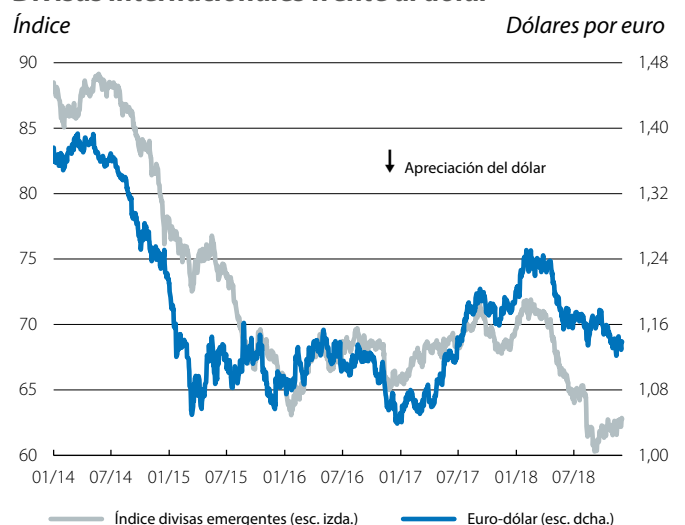
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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

Divisas internacionales frente al dólar



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

Los principales bancos centrales mantienen la hoja de ruta.

En EE. UU., en la reunión mantenida el 8 de noviembre, la Fed mantuvo los tipos de interés inalterados en el intervalo 2,00%-2,25%. Asimismo, el comunicado de prensa posterior a la reunión reiteró una visión positiva sobre el crecimiento de la actividad económica y destacó que la robustez del mercado laboral, juntamente con una inflación alrededor del objetivo del 2%, refuerza la estrategia de aumentos graduales de los tipos de interés. Por su parte, el BCE publicó las actas de su última reunión (celebrada el 25 de octubre), donde los miembros del Consejo de Gobierno reiteraron la visión positiva del escenario macroeconómico, aunque algunos de ellos mostraron inquietud por el hecho de que los riesgos sobre el crecimiento económico procedentes del entorno externo se hayan decantado a la baja. Con todo, los miembros del Consejo de Gobierno, apoyándose en la fortaleza de la demanda interna, insistieron en la intención de empezar a reorientar gradualmente la política monetaria con la finalización de las compras netas de activos en diciembre.

Los tipos de interés de los activos refugio disminuyen. Las turbulencias en las bolsas internacionales y la incertidumbre alrededor de la política fiscal italiana provocaron un aumento de la demanda de los bonos considerados más seguros. Así, el tipo sobre el bono soberano estadounidense a 10 años se contrajo más de 20 p. b., llegando a situarse por debajo del 3%, mientras que el *bund* alemán redujo en 15 p. b. su rentabilidad y cerró el mes por debajo del 0,33%. Por su parte, las primas de riesgo de la periferia de la eurozona continuaron emplazadas en los niveles más altos de los últimos meses. Así, la prima de riesgo italiana llegó a superar los 325 puntos, un nivel no visto desde 2013, mientras que las primas española y portuguesa fluctuaron algo por encima de los 120 y 150 puntos, respectivamente. A finales de mes, sin embargo, la prima italiana volvió a fluctuar cerca de los 290 puntos, al verse favorecida por noticias que sugerían la posibilidad de que el Gobierno italiano moderara su objetivo de déficit fiscal para 2019.

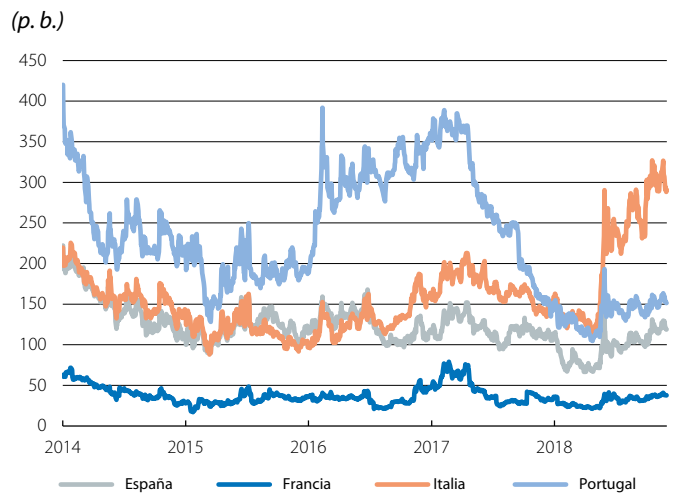
El petróleo se desploma en noviembre. Tras el fuerte repunte acontecido en verano, cuando el precio del barril de Brent llegó a superar los 85 dólares, en noviembre este ha llegado a descender por debajo de los 60 (nivel mínimo del año). Este descenso se debió a una mayor producción de crudo por parte de EE. UU. y del conjunto de miembros de la OPEP, que hasta la fecha habían recortado la oferta por encima de lo acordado en sus últimas reuniones. Asimismo, EE. UU. anunció exenciones sobre las sanciones a las exportaciones de Irán, con lo que facilita que ocho países (entre ellos China, India y Japón) continúen importando crudo iraní temporalmente. Por último, la expectativa de una moderación del crecimiento de la demanda global de petróleo en los próximos trimestres también contribuyó a empujar el precio del barril de Brent a la baja (para más detalles, véase el Focus «Petróleo: reflexiones y perspectivas para 2019» en este mismo *Informe Mensual*). Con todos estos elementos, el próximo 6 de diciembre, la OPEP celebrará una reunión en la que decidirá si extender los recortes de producción de cara a 2019.

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



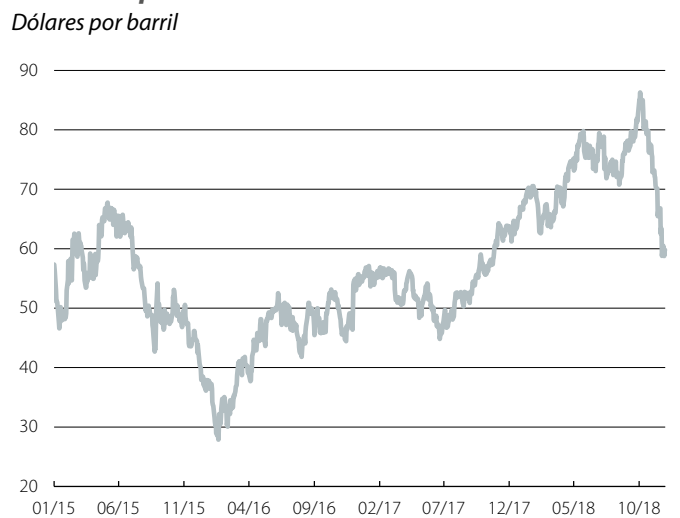
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

Precio del petróleo Brent



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

Petróleo: reflexiones y perspectivas para 2019

El 2018 ha sido un año convulso para el mercado de petróleo. A principios de año, el crudo cotizaba alrededor de los 65 dólares y las principales agencias preveían que los precios rondarían este nivel al finalizar el año. Pero, al cerrar el 3T, el precio del barril de Brent se encontraba por encima de los 85 dólares (un repunte acumulado de casi el 30%) y los analistas revisaban sus previsiones al alza. A modo de ejemplo, a principios de año, la Administración de Información Energética de los EE. UU. (EIA, por sus siglas en inglés) estimaba que el precio del barril de Brent se situaría en 60 y 61 dólares en 2018 y 2019, respectivamente. En octubre, la predicción para 2018 y 2019 había aumentado hasta los 74 y 75 dólares por barril, respectivamente. Sin embargo, en las últimas semanas, el precio se ha desplomado 20 dólares desde los máximos de octubre. En este contexto, resulta muy útil hacer un ejercicio de reflexión que nos ayude a poner luz sobre los factores clave que han determinado estos cambios tan bruscos. Ello nos ayudará a afinar las perspectivas para 2019.

Presiones de oferta

En primer lugar, a lo largo del año, el conjunto de la OPEP y sus socios han recortado su producción de petróleo más de lo acordado inicialmente (véase el primer gráfico).¹ Una razón fundamental detrás de este sobrecumplimiento es que Venezuela, el país con la mayor reserva probada de crudo, está sufriendo una fuerte recesión económica que está forzando una reducción de su producción de petróleo:² esta ha pasado de los más de dos millones de barriles diarios a principios de 2016 a poco más de la mitad a finales de 2018. Un sencillo ejercicio pone de relevancia la caída de producción petrolífera venezolana: mientras que, en el promedio de los últimos años, la OPEP ha recortado la producción un 20% más de lo acordado,³ el grado de cumplimiento del conjunto de la OPEP hubiera sido del 98% si Venezuela hubiese producido según los niveles acordados. Pero Venezuela no es el único país con problemas de producción. Las exportaciones de crudo de Irán, el tercer mayor productor de la OPEP, se han visto penalizadas por las sanciones impuestas por EE. UU. Estas fueron implementadas el 5 de noviembre, pero afectaron con antelación tanto a la producción como a la exportación de crudo. En concreto, desde el anuncio de las sanciones en mayo, y hasta noviembre, la producción de crudo iraní se ha reducido un 10%, y las exportaciones han caído un 35%. No obstante, unos pocos días antes de la entrada en vigor de las

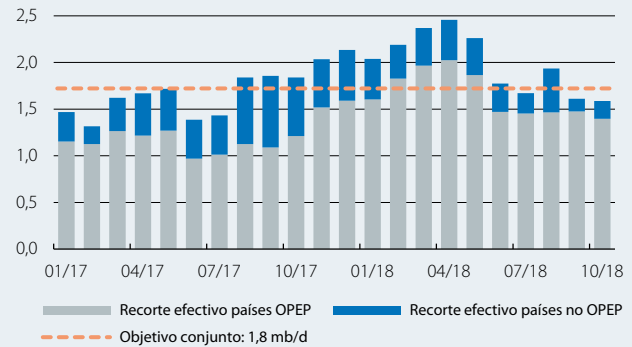
1. Para más detalles sobre el acuerdo de producción, véase el Focus «Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cártel» en el IM01/2017.

2. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional, el PIB real de Venezuela sufrió una caída acumulada alrededor del 30% en los últimos dos años.

3. Ello se ha compensado, parcialmente, por un recorte un 24% inferior entre los países no OPEP. Así, en conjunto, todos los países del acuerdo han recortado la producción un 6% más de lo acordado desde enero de 2017.

Acuerdo de recortes de la producción de crudo: grado de cumplimiento*

Millones de barriles diarios (mb/d)



Nota: * El objetivo de recortes de la OPEP se sitúa en 1,2 mb/d, mientras que el objetivo de recortes de los socios no pertenecientes al cártel es de 0,6 mb/d.

Fuente: CaixaBank, a partir de datos de Bloomberg.

sanciones, EE. UU. anunció la exención temporal de sanciones a ocho países, entre los que destacan China e India, los dos mayores importadores de crudo iraní (juntos representan cerca del 70% de las importaciones). Ello relajó la tensión en la oferta de petróleo y contribuyó a la reciente moderación de los precios entre octubre y noviembre.

Ante los ajustes de producción de Irán y Venezuela, debemos preguntarnos quién puede compensar su producción. Para responder a esta cuestión, nos centramos en los países pertenecientes a la OPEP que están produciendo por debajo de su capacidad. Uno de los indicadores que nos ayuda a entender cómo de ajustado está el mercado de petróleo es el exceso de capacidad, que la EIA define como el volumen de producción que puede ser llevado al mercado en menos de 30 días y se puede sostener durante al menos 90 días. Por ejemplo, si el exceso de capacidad es nulo, los productores están operando a su máxima capacidad y no tienen margen de maniobra para aumentar su producción a corto plazo. Por lo tanto, unos niveles menores de exceso de capacidad indican una mayor tensión en la oferta de petróleo. Si desglosamos estos valores por países, observamos que Arabia Saudí no solo es el mayor productor de petróleo del cártel, sino que también es el que mayor capacidad ociosa ha tenido en los últimos años. Actualmente, cuenta con cerca del 50% del exceso de capacidad de la OPEP y, en este sentido, es el único productor con un margen de maniobra lo suficientemente grande para poder compensar las pérdidas de Irán y Venezuela (véase el segundo gráfico).⁴ Efectivamente, el aumento de la producción petrolífera saudí observado en los últimos meses sugiere que

4. Debido a las sanciones a las exportaciones de crudo iraní, excluimos a Irán del agregado del resto de países OPEP al asumir que difícilmente su capacidad ociosa de producción puede ofrecer un factor de apoyo al mercado mundial de crudo.

están compensando estas pérdidas. Sin embargo, ello va en detrimento de un menor exceso de capacidad, que como se ve en el segundo gráfico ahora ya se encuentra en cotas relativamente bajas.

Otro país que podría compensar las pérdidas de Irán y Venezuela es EE. UU. Sin embargo, los cuellos de botella en la producción de petróleo *shale* están ralentizando su crecimiento. Estos problemas se manifiestan en dos vertientes. Por un lado, existe un problema logístico a corto-medio plazo debido a la escasez de oleoductos (la red de tuberías a través de la cual se transporta el petróleo a grandes distancias). Se están construyendo nuevos oleoductos, pero posiblemente no estén operativos hasta finales de 2019 y es probable que hasta entonces la producción de *shale* no pueda repuntar con todo su potencial. Por otro lado, existen otros problemas a más largo plazo, como son la alta rotación de personal en el sector, el bajo nivel de desempleo y el uso intensivo de agua y arena para la extracción del petróleo de esquisto. Mientras que la tasa de desempleo en EE. UU. fue del 3,8% en el tercer trimestre del año, para el sector petrolífero fue del 2,3%, lo que está dificultando la contratación y encareciendo la mano de obra. Además, para conseguir extraer más petróleo de los pozos, las empresas están utilizando más del doble de agua y tierra que utilizaban en 2014, generando problemas logísticos y medioambientales.

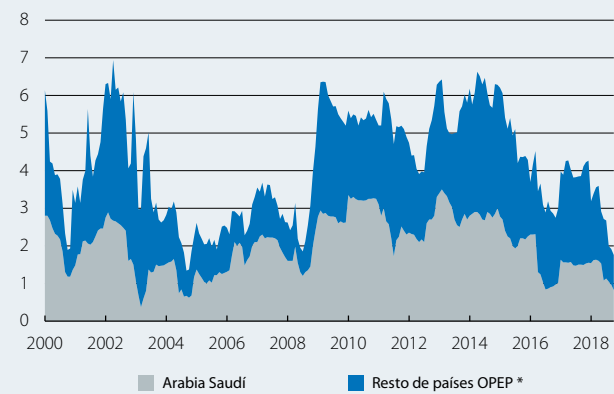
En conjunto, el menor exceso de capacidad, la reducción de los inventarios⁵ y los cuellos de botella en EE. UU. indican que la oferta de petróleo es ahora más vulnerable que a principios de año a otras disrupciones inesperadas, y añaden incertidumbre y volatilidad al mercado de crudo. Esto se ha visto reflejado en las grandes variaciones del precio del Brent durante todo 2018. Por ejemplo, el precio aumentó de 62 a 79 dólares entre febrero y mayo, de 70 a 86 dólares entre agosto y octubre, y cayó repentinamente de 86 a 65 dólares entre octubre y noviembre.

Factores de demanda

Por el lado de la demanda, en 2017 y principios de 2018, un crecimiento económico mundial superior a lo esperado y liderado, principalmente, por las economías emergentes, apoyó la demanda de crudo y contribuyó al aumento del precio del petróleo.⁶ No obstante, en los últimos meses, el consenso de analistas ha revisado a la baja las expectativas de crecimiento económico para lo que queda de año y el siguiente. En este sentido, la EIA lleva desde mayo revisando a la baja las previsiones sobre el consumo global de petróleo (véase el tercer gráfico). Además, a mediados de noviembre, la OPEP también revisó a la baja las perspectivas de consumo global de crudo tanto para 2018 como para 2019, otro de los factores

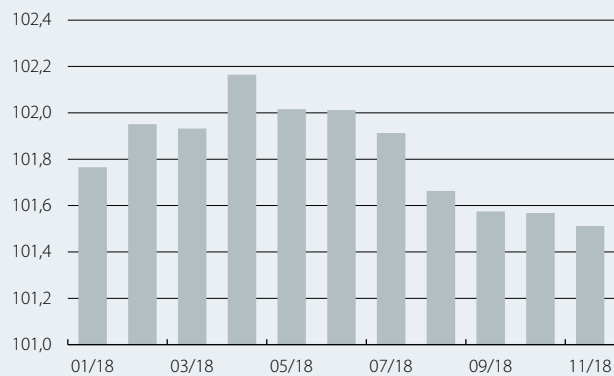
5. Véase el Focus «¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?» en el IM07/2018.
6. China fue responsable del 40% del crecimiento de la demanda de petróleo en el último año.

Capacidad de producción de crudo no utilizada
Millones de barriles diarios



Nota: * Incluye todos los países pertenecientes al cártel, excepto Irán y Arabia Saudí.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas de consumo de petróleo para 2019*
Millones de barriles diarios



Nota: * Los datos reflejan cómo han variado las expectativas de consumo de petróleo para 2019 a lo largo del año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

detrás de la caída del precio de petróleo entre octubre y noviembre.

Perspectivas futuras

Con todos estos elementos, es probable que la volatilidad siga condicionando la evolución del petróleo en los próximos meses. Por un lado, los riesgos geopolíticos y cualquier disrupción adicional en la producción podría tensionar todavía más un mercado ya de por sí convulso. En este contexto, el 6 y 7 de diciembre se reúnen en Viena la OPEP y sus socios para decidir si imponen nuevos recortes de producción. Un acuerdo que prolongue los recortes a lo largo de 2019 reduciría la incertidumbre sobre la evolución de la oferta de crudo. Sin embargo, a medio plazo, la desaceleración de la economía mundial y un repunte en la producción de *shale* probablemente ejercerán una presión sobre el precio a la baja.

Tipos de interés (%)

	30-nov	31-oct	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	1,3	1,3
Euríbor 12 meses	-0,15	-0,15	0	3,6	3,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,63	-0,66	3	0,8	8,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,60	-0,62	2	2,7	8,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,31	0,39	-8	-11,7	-5,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,50	1,55	-5	-6,7	5,4
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,83	1,87	-4	-11,3	-4,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Líbor 3 meses	2,74	2,56	18	104,6	125,3
Líbor 12 meses	3,12	3,08	4	101,3	116,8
Deuda pública a 1 año	2,68	2,65	3	94,8	107,3
Deuda pública a 2 años	2,79	2,87	-8	90,7	100,8
Deuda pública a 10 años	2,99	3,14	-15	58,5	58,0

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	81	74	7	35,8	32,2
Itraxx Financiero Sénior	104	92	12	60,5	57,3
Itraxx Financiero Subordinado	211	187	24	106,2	100,0

Tipos de cambio

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,132	1,131	0,0	-5,7	-4,9
EUR/JPY (yenes por euro)	128,440	127,760	0,5	-5,1	-4,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,887	0,886	0,1	-0,1	0,8
USD/JPY (yenes por dólar)	113,570	112,940	0,6	0,8	0,9

Materias primas

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	416,2	416,1	0,0	-3,7	-3,1
Brent (\$/barril)	58,7	75,5	-22,2	-12,2	-7,6
Oro (\$/onza)	1.222,5	1.214,8	0,6	-6,2	-4,1

Renta variable

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.760,2	2.711,7	1,8	3,2	4,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.173,1	3.197,5	-0,8	-9,4	-11,1
Ibex 35 (España)	9.077,2	8.893,5	2,1	-9,6	-11,1
PSI 20 (Portugal)	4.914,1	5.030,7	-2,3	-8,8	-8,4
Nikkei 225 (Japón)	22.351,1	22.201,8	0,7	-1,8	-1,6
MSCI emergentes	994,7	955,9	4,1	-14,1	-11,2

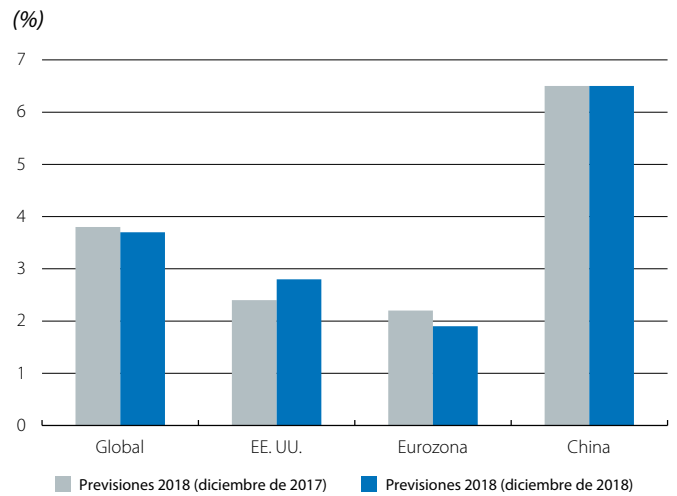
Se cierra un año positivo, pero los riesgos bajistas no remiten

2018: no estamos tan mal. Los datos macroeconómicos agregados dibujan un 2018 globalmente positivo, en consonancia con las previsiones realizadas a finales del año pasado, y todo apunta a que el crecimiento global se habrá situado alrededor del 3,7% en el conjunto del año (solo 1 décima por debajo de lo que esperábamos en diciembre de 2017). Así, a pesar de que han aumentado los focos de riesgo, la salud macroeconómica global ha mostrado, por el momento, una resiliencia remarkable. Las perspectivas para 2019 también se han mantenido prácticamente inalteradas: ahora esperamos un crecimiento del 3,6%, solamente 1 décima por debajo de la previsión de hace un año. Por países, empero, sí que se han producido algunas sorpresas destacables, algunas positivas y otras negativas. Empezando por las primeras, la evolución de la economía norteamericana ha sido mejor de lo esperado, con un crecimiento que probablemente acabe siendo 0,4 p. p. superior al pronosticado hace un año. De todas formas, es importante recalcar que ello se debe, en gran medida, al impulso fiscal que ha llevado a cabo la Administración Trump, no a factores estructurales. En cambio, la eurozona ha sido la principal sorpresa negativa ya que, con toda probabilidad, el crecimiento de 2018 será inferior al esperado hace un año. Sin embargo, no hablamos de ninguna debacle: la gran sorpresa negativa se ha producido en el crecimiento del 3T (se ha quedado en un 0,2% intertrimestral), pero ello ha sido, principalmente, por factores temporales, y las perspectivas para 2019 siguen siendo positivas y razonablemente parecidas a las que estimábamos hace un año.

Los riesgos proteccionistas siguen siendo significativos. Las elecciones legislativas de EE. UU. (*midterms*) no han supuesto un castigo contundente a Trump (la pérdida de la Cámara de Representantes es un toque de atención, pero el Partido Republicano ha conservado su mayoría en el Senado), con lo que no se espera que este proceso electoral lleve a la Administración norteamericana a cambiar de forma sustancial sus posiciones en política comercial. En esta línea, es probable que las tensiones comerciales entre EE. UU. y China se mantengan en cotas elevadas en los próximos meses. No obstante, se ha abierto una ventana de oportunidad que podría conducir a una cierta desinflación: las conversaciones de representantes comerciales de alto nivel de China y EE. UU. en el mes de noviembre han sido un paso positivo y gana enteros la posibilidad de que en la cumbre del G-20 en Buenos Aires de principios de diciembre se produzca una tregua comercial tras el encuentro entre Trump y Xi Jinping.

Se desencalla el preacuerdo por el *brexit*, pero su aprobación está en el alero. En concreto, Londres y Bruselas han llegado a un preacuerdo para la salida del Reino Unido de la UE. El preacuerdo permite alargar el periodo de transición más allá de 2020 y establece la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la UE si no se llega a un acuerdo sobre la futura relación económica de ambas partes durante el periodo de

Crecimiento del PIB en 2018: previsiones actuales frente a las anteriores



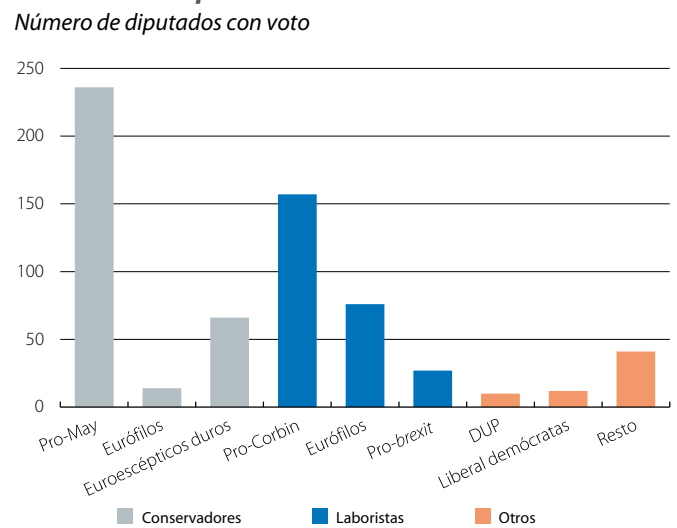
Fuente: CaixaBank Research.

Indicadores de actividad: PMI compuesto



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

Brexit: los bloques en el Parlamento británico



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

transición. Este último es un elemento ciertamente positivo, ya que implica que, si no se llegara a un acuerdo durante dicho periodo, la inestabilidad quedaría atenuada por la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la UE. Ahora sendos parlamentos deberán aprobar el preacuerdo, lo que se antoja complicado en el caso del Reino Unido debido a la férrea oposición del ala euroescéptica del Partido Conservador y a la decisión del líder laborista de oponerse al acuerdo. El desenlace se conocerá el próximo 11 de diciembre, que es cuando está prevista esta importante votación, que se prevé muy ajustada, en Westminster.

EUROZONA

En la eurozona, los indicadores más recientes sugieren un ritmo de crecimiento moderado en el inicio del 4T. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona, que mide el sentimiento empresarial, disminuyó hasta los 52,4 puntos en noviembre, 5 décimas por debajo del dato de octubre y el registro más bajo desde diciembre de 2014. Ello, sumado a un PIB algo decepcionante en el 3T (0,2% intertrimestral), nos ha llevado a reducir ligeramente nuestras previsiones para 2018 (1,9%) y 2019 (1,8%). Este entorno con ritmos de crecimiento más moderados, pero en cotas saludables, también se reflejó en las nuevas previsiones de crecimiento de la Comisión Europea. Así, en la actualización de otoño de su escenario económico, la Comisión revisó a la baja (-0,1 p. p.) su previsión para 2019, hasta el 1,9% (1 décima por encima de nuestras previsiones), debido al menor dinamismo previsto del sector exterior. No obstante, el organismo señaló que el crecimiento de la eurozona seguirá apoyado en las mejoras del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias. En relación con Alemania, el mal dato del PIB en el 3T (-0,2% intertrimestral) confirmó los augurios de un frenazo temporal en dicho trimestre debido a una contribución negativa de las exportaciones netas y una menor producción de coches (asociada a las nuevas regulaciones sobre emisiones que entraron en vigor el 1 de septiembre).

Las tensiones entre Italia y la Comisión Europea continúan a la orden del día. Tras analizar el nuevo borrador de los presupuestos para 2019 del Gobierno italiano, la Comisión consideró que Italia no cumple con las normas fiscales de la UE, dado que no está reduciendo su ratio de deuda pública sobre PIB a la velocidad que se exige. Y, por ello, decidió iniciar el proceso para que el Consejo Europeo abra un procedimiento de déficit excesivo a Italia. Este procedimiento implicaría un seguimiento más exhaustivo de las recomendaciones de la UE en materia fiscal y puede conllevar la imposición de sanciones de hasta el 0,5% del PIB. Sin embargo, se trata de un procedimiento largo y es probable que las tensiones y desacuerdos entre ambas partes persistan en los próximos meses.

ESTADOS UNIDOS

Los indicadores económicos en EE. UU. no pierden comba y siguen apuntando a avances considerables en el último trimestre del año, tras un 3T más robusto de lo esperado. Así, en octu-

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

Variación anual (%)

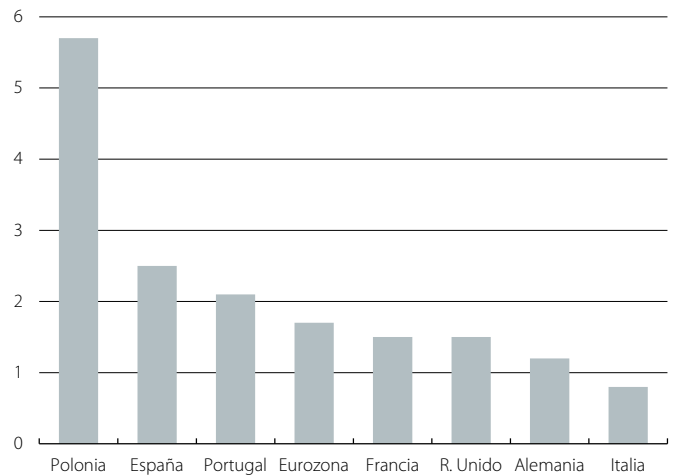
	Previsión		Variación respecto a previsión verano de 2018*	
	2018	2019	2018	2019
Eurozona	2,1	1,9	= 0,0	▼ 0,1
Alemania	1,7	1,8	▼ 0,2	▼ 0,1
Francia	1,7	1,6	= 0,0	▼ 0,1
Italia	1,1	1,2	▼ 0,2	▲ 0,1
España	2,6	2,2	▼ 0,2	▼ 0,2
Portugal	2,2	1,8	= 0,0	▼ 0,2
Reino Unido	1,3	1,2	= 0,0	= 0,0

Nota: * Variación en puntos porcentuales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, otoño de 2018).

Unión Europea: PIB del 3T 2018

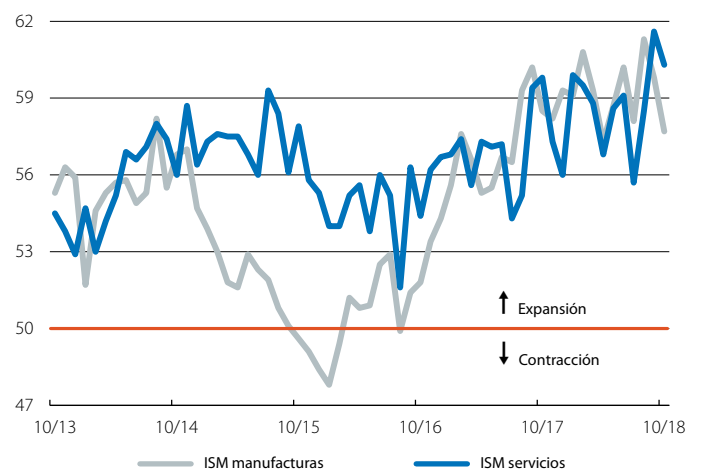
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

bre, los índices de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas continuaron emplazados en una cómoda zona expansiva (muy por encima de los 50 puntos). En el ámbito laboral, se crearon 250.000 puestos de trabajo, un dato muy fuerte, en especial, en una situación de práctico pleno empleo; la tasa de paro se mantuvo en un bajo 3,7% (el menor nivel desde 1969), y los salarios aumentaron un sólido 3,1% interanual. Todo ello afianza la perspectiva de que la economía estadounidense empezará 2019 con dinamismo.

Nuevos equilibrios políticos. En las elecciones legislativas al Congreso, los demócratas consiguieron recuperar la mayoría en la Cámara de Representantes, mientras que los republicanos mantuvieron el control del Senado, con lo que los contrapesos a la Administración norteamericana ganarán fuerza en la segunda mitad del mandato del presidente Trump. Ello será especialmente relevante en el plano de la política interna, al dificultar mucho la aprobación de nuevas rebajas de impuestos y establecer un mayor control sobre el presidente de aquí a 2020.

JAPÓN

El crecimiento nipón se ha tomado un respiro con una caída temporal del PIB en el 3T (-0,3% intertrimestral). Aunque se esperaba un débil registro como consecuencia de la disrupción de la actividad económica por las inundaciones y la ola de calor que sufrió el país durante gran parte del mes de julio, el efecto ha sido peor de lo previsto. De cara al último trimestre, y a pesar de los efectos sobre la demanda externa que se puedan derivar de las tensiones comerciales, prevemos que la economía nipona retorne a tasas positivas de crecimiento.

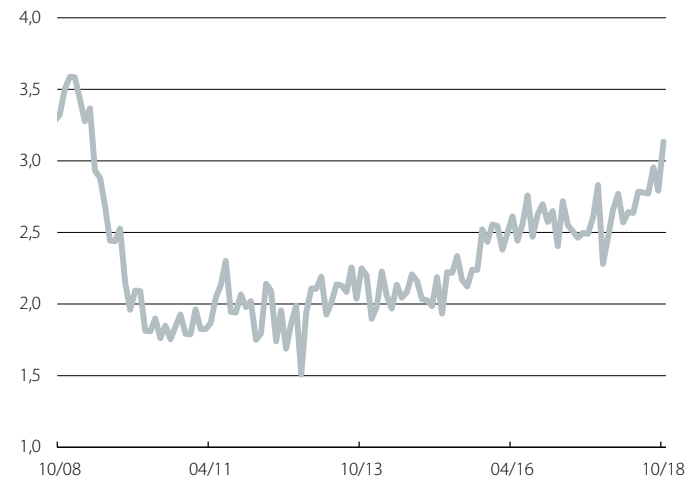
EMERGENTES

El sector exterior de China capea bien el temporal de las tensiones comerciales. En concreto, las exportaciones chinas (en dólares) aumentaron un significativo 15,6% interanual en octubre, lo que además supone una ligera mejora respecto al dato de septiembre (14,4%). De este modo, el sector exportador chino sigue mostrándose dinámico, también en las exportaciones hacia EE. UU., que se han mostrado resistentes a pesar de los aranceles introducidos por la Administración estadounidense a lo largo de 2018. Los indicadores de actividad, por su parte, siguieron respaldando nuestra visión de que la economía china seguirá avanzando hacia una desaceleración suave en los próximos trimestres.

Brasil e India: dos emergentes que crecen. El PIB de la economía brasileña mostró un rebote importante en el 3T, con un crecimiento interanual del 1,3% (0,8% intertrimestral) tras el 1,0% del 2T (el repunte del crecimiento estuvo favorecido por el fin de una importante huelga de camioneros que había lastrado la actividad en el trimestre anterior). La economía india, por su parte, sigue avanzando con dinamismo y, en el 3T, su PIB registró un crecimiento interanual del 7,1%, un ritmo notable, aunque algo por debajo del esperado por el consenso de los analistas (7,5%) e inferior al de un 2T en el que fue excepcionalmente elevado (8,2%).

EE. UU.: salarios

Variación interanual (%)

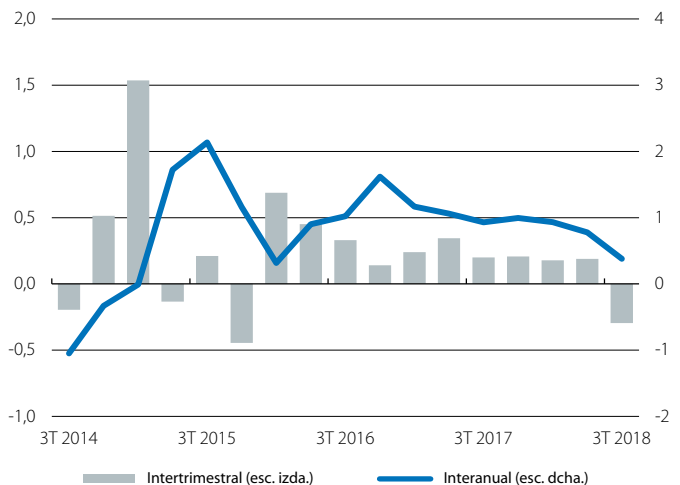


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

Variación intertrimestral (%)

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

China: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana china.

EE. UU.: ¿qué pasa con la desaceleración del sector inmobiliario?

El sector inmobiliario de EE. UU. ha empezado a mostrar signos de ralentización en los últimos trimestres, y este cambio de tendencia ha abierto el debate sobre si supone un riesgo importante para la actual etapa expansiva de la economía estadounidense, que se encuentra cerca de batir el récord de crecimiento más duradero de los últimos 170 años. Especialmente, porque a nadie se le escapa que el sector inmobiliario jugó un papel determinante en la crisis económico-financiera de 2008.

Constatación de la ralentización y efecto económico a corto plazo

Diversas variables del mercado inmobiliario han mostrado una clara desaceleración en los últimos meses. La inversión residencial ha pasado de crecer cerca de un 3,5% en términos reales en 2017 a menos de un 1,0% en los tres primeros trimestres de 2018, las ventas de viviendas tanto nuevas como de segunda mano han caído desde principios de año, y el crecimiento de los precios se ha moderado (véase el primer y segundo gráfico).

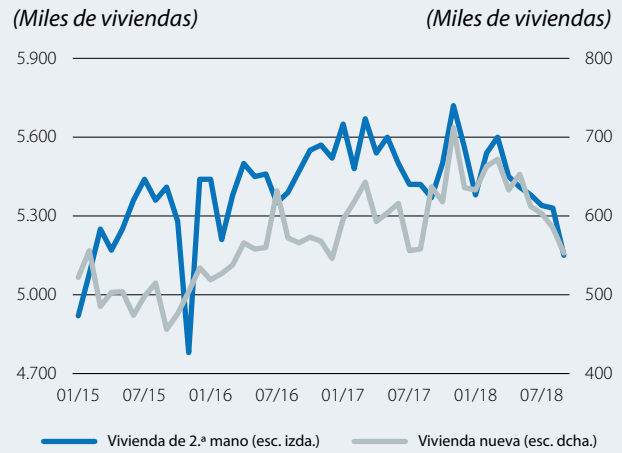
Se trata de un cambio de tendencia previsible, en parte, habida cuenta del proceso de normalización monetaria de la Fed. Así, como consecuencia de la retirada gradual de estímulos monetarios, el tipo de interés sobre las hipotecas a 30 años ha aumentado 100 p. b. en apenas un año (hasta en torno al 5,0%, el máximo de los últimos ocho años), lo cual explica cerca de dos terceras partes de la desaceleración observada en la inversión residencial.¹ Asimismo, la reforma tributaria aprobada por el Congreso americano en diciembre de 2017, que rebajó la deducción tanto de intereses hipotecarios como de impuestos sobre bienes inmuebles, también ha influido en la reciente desaceleración del sector.

Estas presiones bajistas sobre el sector inmobiliario se mantendrán en los próximos trimestres, lo que lastrará en cierta medida la actividad económica. En concreto, como consecuencia de esta ralentización de la inversión residencial y del impacto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, el sector inmobiliario pasará de contribuir al crecimiento anual del PIB estadounidense en torno a 0,3 p. p. entre 2015 y 2017 a, probablemente, tener una contribución nula en 2018, y en torno a 0,15 p. p. en 2019 y en 2020.

A medio plazo, creemos que es poco probable que se produzca una fuerte disrupción en el sector inmobiliario con consecuencias sobre el sistema financiero y la actividad económica, como sí ocurrió hace 10 años. De hecho, como veremos a continuación, los desequilibrios actuales en el sector parecen ser relativamente contenidos, lo que debe-

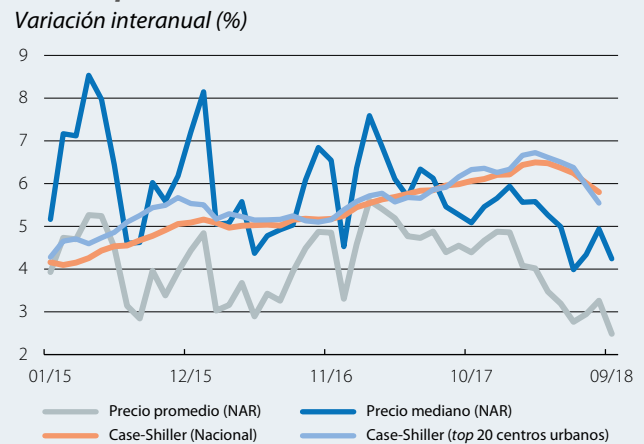
1. Así lo sugieren las estimaciones de Goldman Sachs (2018), «The Housing Slowdown».

EE. UU.: compraventa de vivienda



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors.

EE. UU.: precio de la vivienda



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors (NAR) y Standard & Poor's.

ría facilitar que retomara la senda de crecimiento en los próximos años.

Desequilibrios contenidos: precios, oferta y endeudamiento

Tras cinco años de crecimiento considerable (en torno al 6,0% anual), los precios de la vivienda en EE. UU. se sitúan un 50% por encima de los registrados en 2012 (su punto más bajo) y un 10% por encima de los de principios de 2007 (el pico más alto). Sin embargo, para valorar si los precios de la vivienda son demasiado altos (o bajos), ante todo debemos ponerlos en relación con otros indicadores que muestren la capacidad de compra de las familias. Una medida común es la ratio entre los precios de la vivienda y la renta de los hogares. Si nos fijamos en el caso de la familia mediana, entre 1980 y 2017, esta ratio ha oscilado entre el 2,5 y el 4, con un promedio histórico del 3. Dado que, en

la actualidad, se sitúa en el 3,3, el nivel de esfuerzo o accesibilidad de las familias para adquirir una vivienda no parece encontrarse excesivamente lejos de lo que ha venido siendo habitual en el país.²

Con todo, en este punto, es necesaria cierta cautela. En primer lugar, porque, en un país tan grande como EE. UU., los agregados a nivel nacional pueden resultar engañosos, ya que el mercado inmobiliario está muy segmentado y, a veces, se producen diferencias regionales notables. En este sentido, aunque los niveles de esfuerzo para acceder a la vivienda en general se sitúan en niveles razonables, existen algunas importantes zonas metropolitanas en la costa oeste del país y también en el noreste donde los precios se emplazan en cotas mucho menos asequibles para las familias con unos ingresos medios (véase el tercer gráfico).³ En segundo lugar, es remarcable que, si bien la ratio de esfuerzo a nivel nacional no se aleja de los parámetros habituales, ha ido aumentando de forma gradual pero ininterrumpida desde 2012 (desde el 2,7 en 2012 al 3,3).

El endeudamiento de las familias relacionado con el sector inmobiliario es otro elemento que debe analizarse cuando evaluamos el nivel de desequilibrios del sector. En este ámbito, observamos cómo, por un lado, la deuda hipotecaria de los hogares en relación con su riqueza inmobiliaria se sitúa ligeramente por debajo del promedio histórico (en el 35,5% actual frente al promedio del 37,2).⁴ Por otro lado, durante el boom inmobiliario previo al estallido de la burbuja en 2007, se produjo un fuerte incremento de las llamadas líneas de crédito hipotecario (en las que las familias conseguían préstamos al consumo usando su casa como colateral) que fomentó niveles muy elevados de consumo de los hogares (y que fueron insostenibles tras el colapso del sector). En la actualidad, sin embargo, estas líneas de crédito han disminuido de forma pronunciada, hasta situarse en cotas mínimas.

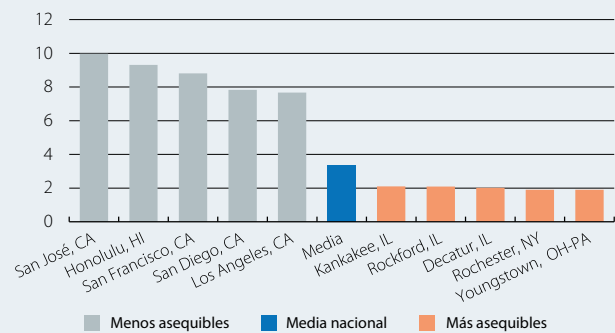
Por último, no se observa un desequilibrio entre la oferta de viviendas y la demanda que se deriva de las tendencias demográficas del país americano. En concreto, el ritmo de construcción permanece en niveles contenidos en relación con la demanda por la formación de nuevos hogares (véase el cuarto gráfico), lo cual es un elemento de apoyo al ciclo expansivo del mercado inmobiliario iniciado en 2012.

2. Ratio entre el precio de la vivienda mediana y la renta de la familia mediana (según datos de la *National Association of Realtors*), ambos a nivel nacional. Los resultados son parecidos con otras fuentes de datos para el precio de la vivienda y la renta de los hogares.
 3. Honolulu, la capital del archipiélago de Hawái, también aparece en el top de las clasificaciones de ciudades menos asequibles. Una característica, por otro lado, bastante común de las grandes ciudades en islas remotas.
 4. Si bien esta ratio no es muy informativa en periodos con unos niveles de precios de los activos inmobiliarios insosteniblemente altos, este no parece ser el caso hoy en día, tal y como se deduce de las ratios de esfuerzo para la compra de vivienda de los hogares.

En definitiva, en este nuevo ciclo expansivo del sector inmobiliario no se observan los excesos más relevantes que sí se dieron a mediados de los 2000, como la elevada construcción, precios desbocados y el auge del crédito apoyado en el mercado inmobiliario. Así pues, todo indica que la ralentización actual no es, de manera generalizada, una fuente de riesgo importante para la expansión actual de la economía estadounidense. Sin embargo, algunas regiones del país deben seguirse de cerca, puesto que presentan unos indicadores algo menos contenidos.

EE. UU.: índice de accesibilidad por área metropolitana

Precio sobre ingresos *

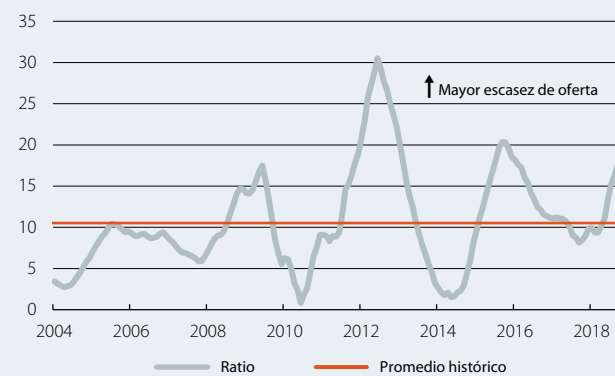


Nota: * Basado en los ingresos de los hogares medianos por áreas metropolitanas y en el precio mediano de la vivienda por áreas metropolitanas (2017).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del American Community Survey y la National Association of Realtors.

EE. UU.: ratio entre formación de hogares y nuevas viviendas construidas

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors y el U.S. Census Bureau.

El primer presupuesto de la UE a 27

A principios de 2018, los distintos países de la UE y las instituciones europeas empezaron a negociar el próximo presupuesto de la UE (formalmente llamado marco financiero plurianual o MFP), el cual debe fijar los límites de gasto anuales que la UE puede destinar a financiar políticas comunes durante un periodo de siete años (2021-2027).¹ En este Focus, repasaremos los puntos centrales sobre los que girarán las negociaciones del próximo marco financiero de la UE y veremos qué cabe esperar de él.

Aunque el presupuesto común es más bien modesto –representa el 2,0% del total de gasto público de la Unión y el 1,03% de la renta nacional bruta de la UE–, constituye una expresión de las prioridades políticas de la Unión, dado que en él se detallan las áreas en las que los Estados miembros quieren dedicar los esfuerzos durante los próximos años. No obstante, se deberán superar importantes restricciones para que la composición del gasto refleje adecuadamente la visión de la UE y permita afrontar adecuadamente los retos presentes y futuros.

En primer lugar, el próximo presupuesto será el primer *postbrenxit*. Con la salida del Reino Unido, la UE pierde un contribuidor neto importante. Como muestra el primer gráfico, en el marco presupuestario actual, el Reino Unido ha pagado aproximadamente 28.000 millones de euros más de lo que ha recibido (o el 1,4% de su PIB)² en el acumulado entre los años 2014 y 2017, lo que le convierte en el mayor contribuidor neto después de Alemania. Por tanto, cuando el Reino Unido deje de contribuir al presupuesto común,³ a partir de 2021, ello tendrá un impacto financiero considerable sobre los ingresos –algunas estimaciones sitúan la brecha financiera entre 10.000 y 12.000 millones de euros por año, lo que equivale aproximadamente al 7,1% del presupuesto actual.⁴ Esta brecha de financiación puede dificultar las ya de por sí complicadas negociaciones entre contribuidores⁵ y beneficiarios netos del presupuesto, dado que los 27 deberán decidir si quieren compensar esta reducción de ingresos con un aumento de las contribuciones o con una reducción del gasto. Y, en el caso de que acuerden aumentar las contribuciones, deberán decidir cómo distribuir dicha carga.

1. Aunque el marco financiero actual no finaliza hasta finales de 2020, las discusiones deben comenzar con suficiente antelación, dado que el proceso de negociación suele ser complicado y largo, al discutirse tanto los aspectos financieros como las prioridades comunes para los próximos años, y porque el presupuesto debe ser aprobado tanto por el Parlamento Europeo como por el Consejo Europeo (por unanimidad).

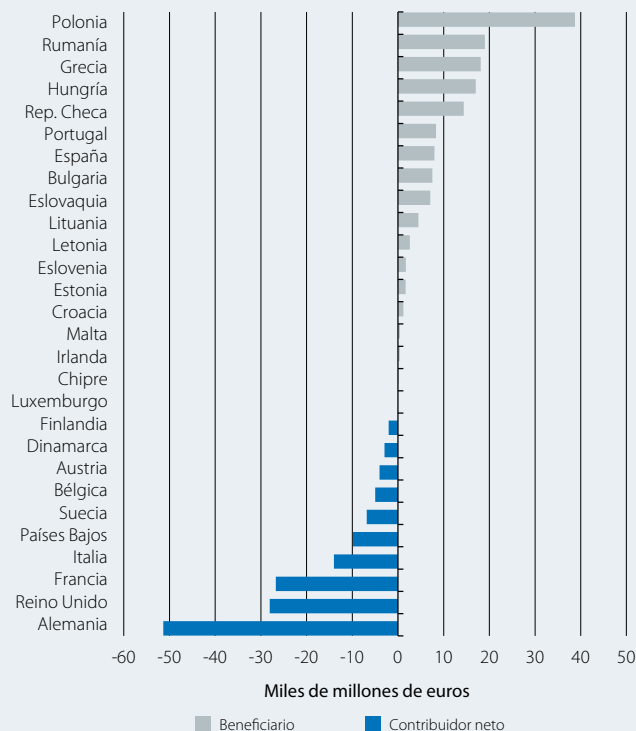
2. En términos reales.

3. Aunque el Reino Unido saldrá formalmente de la UE en marzo de 2019, en las negociaciones del acuerdo de salida, donde se fijan los términos de la separación, el Reino Unido se compromete a cubrir sus obligaciones financieras hasta 2020, cuando termina el marco presupuestario actual.

4. Más allá de los ingresos, hay que tener en cuenta el gasto que la UE realiza en el Reino Unido y el reembolso que la UE hace de parte de las contribuciones del Reino Unido al presupuesto (lo que se conoce como rebate). Asimismo, también se deberán tener en cuenta los eventuales pagos que pueda realizar el Reino Unido tras el *brenxit* a cambio de poder participar en programas específicos.

5. La contribución de cada país se divide en tres partes: un porcentaje fijo de su renta nacional bruta (RNB), aranceles recaudados en nombre de la UE y un porcentaje de los ingresos por IVA que los países recaudan.

Presupuesto de la UE: beneficiarios netos y contribuyentes netos (datos para el acumulado de 2014-2017)



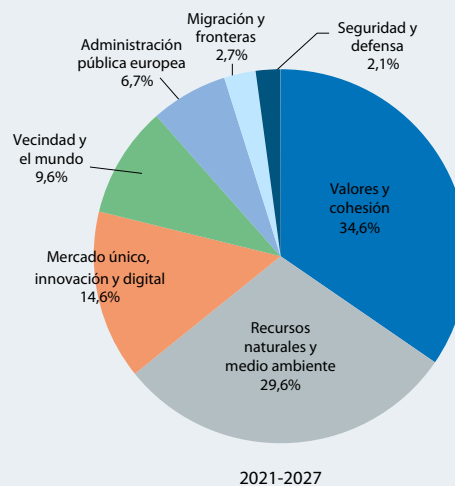
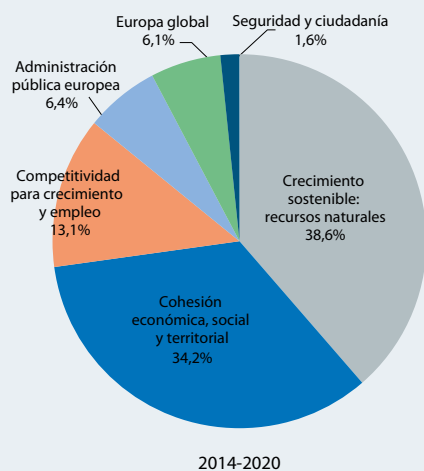
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Asimismo, esta disminución de recursos consecuencia del *brenxit* coincide con la voluntad de los Estados miembros de destinar más esfuerzos a nuevas áreas consideradas como prioritarias. En particular, los 27 fijaron recientemente su visión para la Unión para los próximos 10 años⁶ y concretaron las áreas sobre las que se comprometen a trabajar para lograrlo. En este sentido, los desafíos globales que han surgido en los últimos años –entre ellos, conflictos geopolíticos, terrorismo y la crisis de refugiados– han puesto de manifiesto la importancia de una mayor coordinación e integración europea en materia de política exterior, defensa y seguridad. Por ello, los 27 quieren dedicar más recursos, y también más esfuerzos de coordinación, en estos ámbitos. El reto consiste en cómo conseguir dedicar más recursos a estas nuevas prioridades políticas y, a la vez, seguir destinando recursos a otras partidas presupuestarias ya existentes que siguen siendo importantes para el futuro económico de la Unión, como la investigación y desarrollo, la transformación digital o la movilidad juvenil.

En este contexto, y con el fin de tratar de cubrir el agujero que dejará el *brenxit* y de disponer de recursos suficientes para las líneas prioritarias de gasto, la Comisión Europea

6. En particular, en la Declaración de Bratislava (en septiembre de 2016) y, posteriormente, en la Declaración de Roma (en marzo de 2017), los 27 se fijaban como objetivo lograr una Europa más segura y protegida, más próspera y sostenible, más social y con mayor presencia global.

Comparativa entre el marco financiero actual y futuro



Notas: El reparto de gasto por categorías en el marco financiero futuro (2021-2027) se basa en la propuesta de la Comisión Europea de mayo de 2018. Un mismo color significa un área de gasto relativamente similar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de documentos de la Comisión Europea.

propone encontrar un equilibrio entre el recorte de gastos y la búsqueda de nuevos ingresos. Aunque los números que se barajan en la propuesta de la Comisión todavía deben ser debatidos y consensuados por todos los Estados miembros, sirven como punto de partida en las negociaciones y señalan cuáles son los retos y las restricciones que se deberán superar. En particular, la institución propone un aumento muy moderado de los fondos desde el 1,03% actual hasta el 1,14% de la renta nacional bruta de la Unión –una cuantía que sigue siendo modesta en comparación con el tamaño de la economía de la UE. Sin embargo, algunos países, como Austria y los Países Bajos, se oponen a esta opción e insisten en que, tras el *bretxit*, se debería reducir el tamaño del presupuesto y trabajar para hacerlo más eficiente. Asimismo, la Comisión propone introducir nuevas fuentes de ingresos propios, como impuestos medioambientales, aunque algunos países miembros ya han mostrado su reticencia a ceder autoridad tributaria a Bruselas. No obstante, es probable que en los próximos años se avance en la introducción de nuevas fuentes de ingresos ya que, tras la salida del Reino Unido, los que no querían avanzar en esta dirección pierden un aliado de mucho peso.

Por el lado del gasto, la Comisión plantea simplificar y reorganizar los compromisos de gasto hacia aquellas prioridades mencionadas anteriormente que han ganado en importancia, así como reducir la proporción de recursos que se destinan a los dos programas más importantes en cuanto a tamaño se refiere, es decir, la Política Agraria Común (que emplea el 39% del total de gasto)⁷ y el Fondo de Cohesión (que representa alrededor del 27%). Sin embargo, algunos países beneficiarios de estos fondos, como Irlanda o Polonia, rechazan esta estrategia por miedo a sufrir recortes, por lo que acordar qué partidas recortar para financiar las nuevas iniciativas puede poner en conflicto los intereses de los distintos países y ser un punto contencioso en las negociaciones.

7. Datos de la Comisión Europea para 2017.

Asimismo, hay otros puntos que pueden generar debate. Por un lado, la voluntad de la Comisión y de algunos Estados miembros de condicionar el gasto presupuestario que recibe un país al respeto de los valores y principios democráticos de la Unión puede acentuar las divisiones existentes entre los países del Este y Oeste de la Unión. Y, por el otro, la propuesta de Francia y de la Comisión Europea de dedicar recursos (el 2,3% del presupuesto) a una institución que ejerza una función macroestabilizadora en la eurozona,⁸ que permita hacer frente a futuros *shocks*, ya cuenta con la oposición de, entre otros, los Países Bajos y Finlandia –países que subrayan la importancia de que cada país sea responsable de su política fiscal.

Así, la discusión sobre el próximo MFP supone, en principio, una oportunidad para reformar las finanzas europeas y enfatizar el principio de que la puesta en común de recursos a nivel europeo puede añadir valor en algunos ámbitos y producir resultados que el gasto individual de los países, por sí solo, no puede. No obstante, para que la composición del gasto refleje adecuadamente las prioridades políticas de la Unión, se requieren importantes cambios en la asignación de los recursos comunes y que los países dejen de poner el foco en los balances netos –la diferencia entre lo que los países contribuyen y reciben. El resultado de las negociaciones del próximo marco financiero será un reflejo del compromiso real de los 27 de avanzar firmemente en la construcción de la Unión. En este sentido, a pesar de las continuas manifestaciones por parte de los principales líderes políticos europeos a favor de seguir avanzando en el proyecto de construcción europea, y de la voluntad de poner énfasis en áreas consideradas como prioritarias, será difícil cambiar las dinámicas que han guiado las negociaciones de presupuestos anteriores. El riesgo, en definitiva, es que los Estados miembros terminen adoptando un presupuesto muy parecido a los anteriores.

8. Y en aquellos países que participen en el mecanismo de tipo de cambio europeo (actualmente, solo Dinamarca).

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	10/18	11/18
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	5,4	4,7	...
Confianza del consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	135,7
Producción industrial	-1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,1	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.225	1.228	...
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	3,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,8	-2,9	...	...
Precios								
Inflación general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	...
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	...

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	10/18	11/18
Actividad								
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,4	0,4	...	-
Confianza del consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,0	42,9
Producción industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	-0,1	2,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	...
Precios								
Inflación general	-0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	...
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	...

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	10/18	11/18
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	8,6	...
Producción industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	5,9	...
PMI manufacturas (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	...
Sector exterior								
Balanza comercial ¹	512	435	420	404	377	349	346	...
Exportaciones	-8,4	8,5	9,6	13,7	11,4	11,9	15,6	...
Importaciones	-5,7	16,1	13,4	19,4	20,6	20,4	21,4	...
Precios								
Inflación general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	...
Tipo de interés de referencia ²	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	6,9	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	10/18	11/18
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,3	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	1,6	3,0	4,2	3,2	2,4	0,8	...	...
Confianza del consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-2,7	-3,9
Sentimiento económico	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	109,7	109,5
PMI manufacturas	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	52,0	51,5
PMI servicios	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,1
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	...
Alemania (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	...
Francia (% pobl. activa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,0	9,0	8,9	...
Italia (% pobl. activa)	11,7	11,3	11,0	11,0	10,7	10,3	10,6	...
España (% pobl. activa)	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	14,8	...

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	10/18	11/18
General	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2	2,0
Subyacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	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	10/18	11/18
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	3,4	...	...
Alemania	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	...	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	...	...
Italia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	...	...
España	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	98,9	98,3

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	10/18	11/18
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	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	...	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	...
Otros depósitos a corto plazo	-1,9	-2,7	-2,4	-2,2	-1,5	-1,4	-1,0	...
Instrumentos negociables	2,7	1,1	-1,6	-5,7	-2,9	-5,1	-4,8	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	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.

La economía española se muestra sólida

Hacia una desaceleración suave del crecimiento. Prácticamente con el año concluido, y con datos oficiales de crecimiento del PIB para tres de los cuatro trimestres del año, todo apunta a que la economía española habrá crecido alrededor de un 2,5% en 2018, una cifra muy en consonancia con el 2,4% que barajaba nuestro escenario hace un año. Ello representa una desaceleración suave después de tres años excepcionalmente positivos creciendo por encima del 3%, en los que la economía española se vio favorecida por una serie de factores que dieron más impulso a la recuperación que ya estaba en marcha (como la reducción del precio del petróleo, la compresión de los tipos de interés o la depreciación del euro). Esta dinámica de moderación suave del crecimiento tendrá continuidad en 2019, cuando esperamos que la economía crezca ligeramente por encima del 2%; una cota más moderada que la de los años anteriores, pero superior a la prevista para la mayoría de economías desarrolladas y más sostenible a largo plazo. En la misma dirección apuntan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), publicadas el pasado noviembre en el análisis que realiza de forma anual (el llamado «Artículo IV»). En él, el Fondo pronostica un avance del 2,2% para 2019 y recalca que la moderación del crecimiento responde a un menor empuje de los factores de apoyo cíclicos y a un contexto internacional más adverso. Asimismo, el FMI también destaca la necesidad de reducir la deuda pública, que permanece en niveles elevados (cerca del 98% del PIB) a pesar del ajuste del déficit de los últimos años. Una reflexión que coincide con las valoraciones realizadas por la Comisión Europea en su opinión sobre los presupuestos de 2019 presentados por el Gobierno ante Bruselas.

Los indicadores de actividad señalan un buen ritmo de avance. En octubre, el índice de sentimiento empresarial PMI para el sector manufacturero se situó en los 51,8 puntos, un registro muy similar al de septiembre (51,4 puntos) y cercano al promedio del 3T (52,4 puntos). Por su parte, el índice PMI del sector servicios repuntó hasta los 54,0 puntos, +1,5 puntos respecto al registro del mes anterior y ligeramente por encima del promedio del 3T (52,6 puntos). Por el contrario, el avance de la producción industrial en septiembre fue algo menor de lo esperado, con un crecimiento nulo en términos interanuales. Por último, las ventas minoristas crecieron un significativo 1,8% interanual en octubre, muy por encima del registro del mes anterior (-0,4%) y del promedio de 2017 (0,9%), y apuntan al mantenimiento del buen tono del consumo privado en el último trimestre de 2018. En conjunto, pues, los indicadores sugieren que el crecimiento del 4T se mantiene en cotas similares a las del trimestre anterior (del 0,6% intertrimestral).

La creación de empleo mantiene un buen tono. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 110.567 personas en octubre (datos desestacionalizados), lo que supone un avance del 3,1% interanual en el empleo (2,9% en septiembre) y eleva

España: PIB

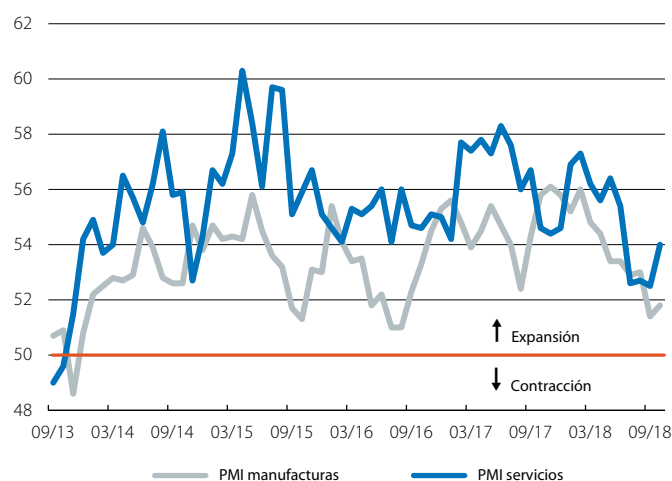
Variación intertrimestral (%)

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

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

España: indicadores de actividad

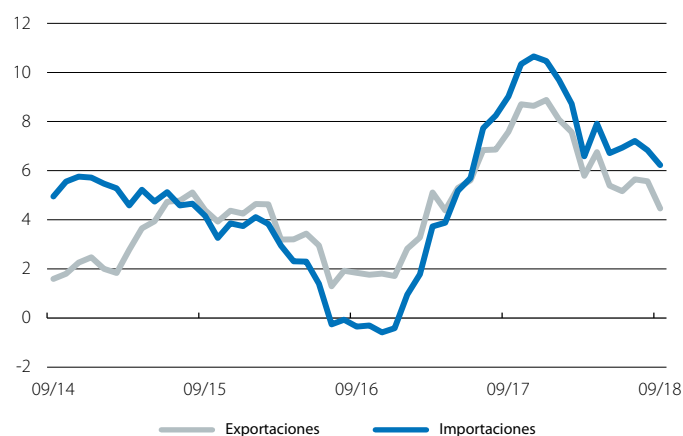
Nivel



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

España: exportaciones e importaciones de bienes *

Variación interanual (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses.

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

hasta las 562.544 personas la creación de empleo acumulada en los últimos 12 meses. Este dato se suma a la buena evolución de la EPA y a los datos de contabilidad nacional del 3T. Así, cabe recordar que, en el 3T, la tasa de paro se situó en el 14,6%, su menor nivel desde el 4T 2008, mientras que la remuneración por asalariado a tiempo completo subió un 1,1% interanual, una tasa superior al promedio de 2017 y la primera mitad de 2018.

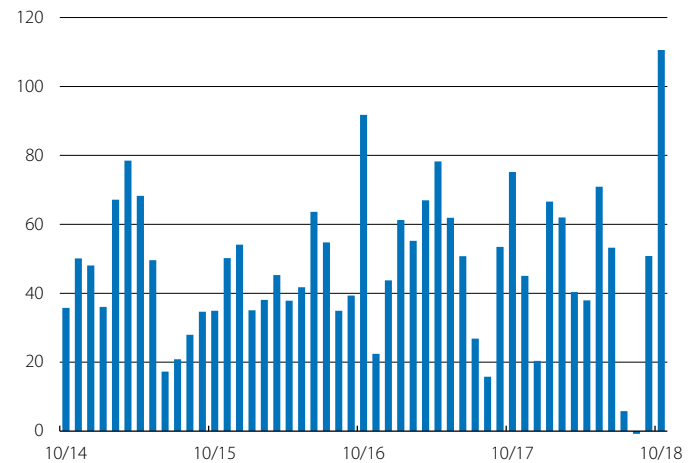
La moderación del superávit exterior continúa. En septiembre, el saldo por cuenta corriente se situó en el +1,1% del PIB (es decir, 13.339 millones de euros, con datos acumulados de 12 meses), un registro inferior al 1,8% de septiembre de 2017. El descenso se explica, en gran medida, por el deterioro del saldo comercial, tanto energético como no energético (a partes iguales). Además, la disminución del superávit de servicios también contribuyó al deterioro del saldo por cuenta corriente. De cara a los próximos meses, los indicadores sugieren que el saldo corriente seguirá presionado a la baja por el continuado deterioro del saldo no energético, aunque estas presiones bajistas podrían verse suavizadas por la reciente corrección en el precio del petróleo y una desaceleración del saldo turístico que está resultando más benigna de lo que se anticipaba antes de la temporada veraniega.

El ciclo sigue facilitando el ajuste del déficit público. Los datos disponibles hasta septiembre muestran que el déficit consolidado del conjunto de las Administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) fue del 1,5% del PIB, lo que representa un ajuste de 0,5 p. p. en las cuentas públicas con respecto al año pasado y debería permitir alcanzar el objetivo de déficit público para 2018 (2,7%). Por su parte, la deuda del conjunto de las Administraciones públicas se mantuvo en el 98,1% del PIB en el 3T 2018, un nivel muy similar al registro del 3T 2017 (98,4%). Precisamente, en referencia a este elevado nivel de deuda pública, que lleva casi cinco años en cotas cercanas al 100% del PIB, en noviembre la Comisión Europea subrayó la necesidad de asegurar la reducción prevista del déficit estructural, así como la del elevado nivel de deuda pública.

El precio de la vivienda modera su avance en el 3T. Los precios de tasación de la vivienda registraron un avance modesto en el 3T 2018 (0,1% intertrimestral, 3,2% interanual) y se desaceleraron respecto al 2T (1,4% intertrimestral, 3,8% interanual). Sin embargo, la mayoría de indicadores de oferta y demanda del sector siguen mostrando una buena evolución y, junto con la mejora del mercado laboral, unas condiciones financieras acomodaticias y el soporte de la demanda de vivienda procedente del exterior, respaldan las perspectivas positivas del sector. En concreto, por el lado de la demanda, en el acumulado de 12 meses hasta septiembre, se realizaron 506.749 compraventas de viviendas, una cifra un 12,6% superior al registro de septiembre de 2017, muestra de que la demanda de vivienda sigue creciendo con robustez. Asimismo, por el lado de la oferta, la inversión residencial mantuvo una dinámica favorable con un crecimiento interanual del 6,5% en el 3T, un registro similar al del trimestre anterior (7,0% interanual).

España: afiliados a la Seguridad Social *

Variación mensual (miles de personas)

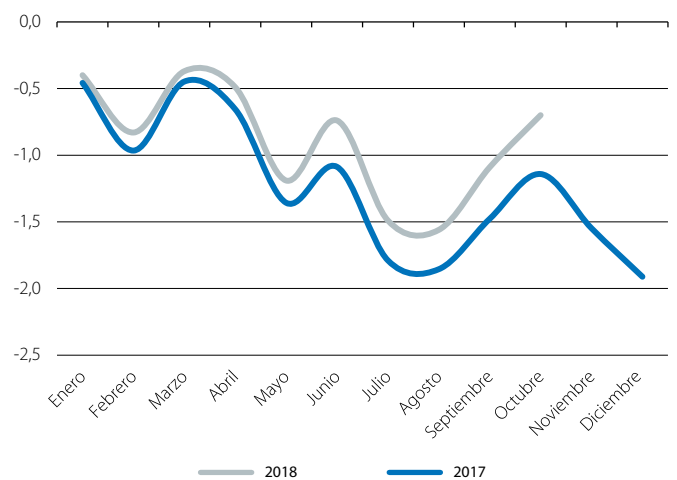


Nota: * Serie desestacionalizada.

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

España: saldo del Estado

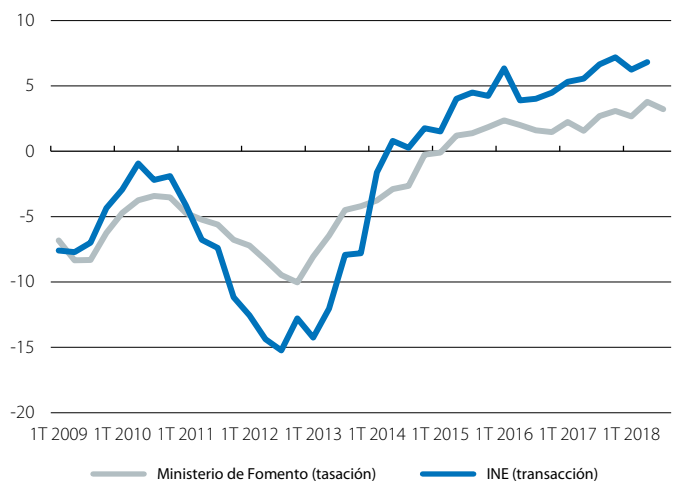
(% del PIB)



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

Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

Los salarios en España, ¿igual moderación para todos?

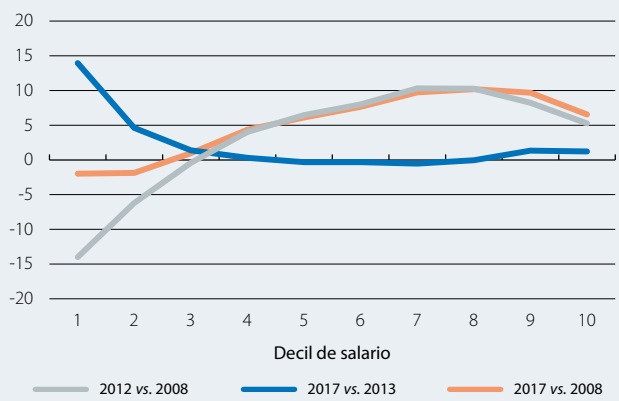
El mercado laboral en España lleva exhibiendo un ritmo de recuperación notable desde hace varios años. En 2018, por ejemplo, hay cerca de dos millones de empleados más que en 2013 y la tasa de paro se ha reducido a un ritmo de unos 2 p. p. por año durante este periodo. A pesar de ello, el ritmo de avance de los salarios ha sido relativamente contenido. Según datos de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado a tiempo completo ha aumentado un 0,5% anual en promedio entre 2013 y 2018. Este bajo ritmo de crecimiento de los salarios se debe, en gran medida, al elevado nivel de infrautilización de la fuerza laboral, reflejado tanto en la elevada tasa de paro como en otros indicadores de subempleo como, por ejemplo, la elevada tasa de trabajadores a tiempo parcial involuntario.¹ Otro factor que también ha contribuido a un crecimiento de los salarios en niveles bajos es el mantenimiento de las expectativas de inflación en cotas también relativamente reducidas. Pero, ¿la moderación salarial ha sido generalizada entre todos los empleados?

Si analizamos la evolución a lo largo de los deciles de la distribución salarial,² vemos que la aparente estabilidad de los salarios esconde comportamientos dispares. Según el INE, el salario bruto mensual mediano de un trabajador a tiempo completo –es decir, para aquel trabajador para el cual la mitad de la fuerza laboral cobra menos que él y la otra mitad cobra más– fue muy similar en 2013 y en 2017 en términos nominales.³ Sin embargo, los salarios más bajos tuvieron una evolución más positiva: en particular, en 2017, el salario del primer decil (que comprende el 10% de los salarios más bajos) era un 14% superior al de 2013 y el del segundo, un 4,6% superior. Por tanto, desde el inicio de la recuperación económica, los trabajadores con remuneraciones inferiores están recuperando parte del terreno perdido durante la crisis.⁴

En cambio, para los siguientes deciles, los salarios se han mantenido relativamente estables entre 2013 y 2017 (véase el primer gráfico). En este caso, sin embargo, los salarios habían seguido aumentando durante la crisis, en especial para los salarios por encima de la mediana, por lo que los salarios nominales en 2017 son superiores a los de 2008. Concretamente, para las personas con un salario

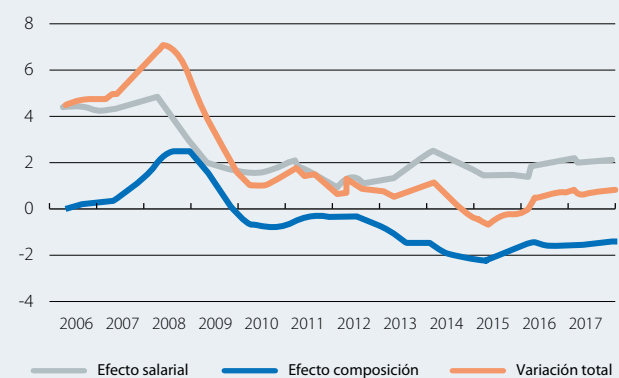
1. Para un análisis detallado véase, por ejemplo, Cuadrado, P. y Tagliati, F. (2018), «La moderación salarial en España y en la UEM», Boletín Económico 4/2018, Banco de España.
 2. Es decir, ordenando los asalariados de menos a más salario y dividiéndolos en 10 grupos de igual tamaño. Los datos corresponden al decil de salario del empleo principal a tiempo completo de la encuesta de población activa (EPA).
 3. El salario nominal pasó de 1.503 euros en 2013 a 1.498 euros en 2017, una reducción del 0,3%. En términos reales, el salario mediano se redujo un 1,4%.
 4. En términos reales, la pérdida de poder adquisitivo entre 2008 y 2017 fue de casi el 11% para ambos.

España: variación del salario nominal por deciles (%)



Nota: Decil de salario del empleo principal a tiempo completo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del decil de salario del empleo principal de la encuesta de población activa (EPA).

España: descomposición de la variación interanual de la mediana del salario por día a tiempo completo
 Variación interanual (%)



Nota: Decil de salario del empleo principal a tiempo completo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Felgueroso, F. y Jansen, M. «¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponible en internet, <http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i>

superior al salario mediano, el aumento ha sido del 8,3%.⁵ Así pues, si tomamos los últimos 10 años como referencia, se observa que la mayor parte de los ajustes salariales han tenido lugar en la parte baja de la distribución salarial.

Para entender mejor estas dinámicas, hay que tener en cuenta que la evolución salarial también refleja los cambios en la composición de la fuerza laboral. Así pues, otra mirada interesante consiste en diferenciar entre aquellos individuos que no perdieron el empleo y aquellos que pierden o encuentran trabajo. Ello permite descomponer la variación salarial en un efecto puramente salarial (la variación salarial para trabajadores con características constantes) y en un efecto composición (la variación salarial

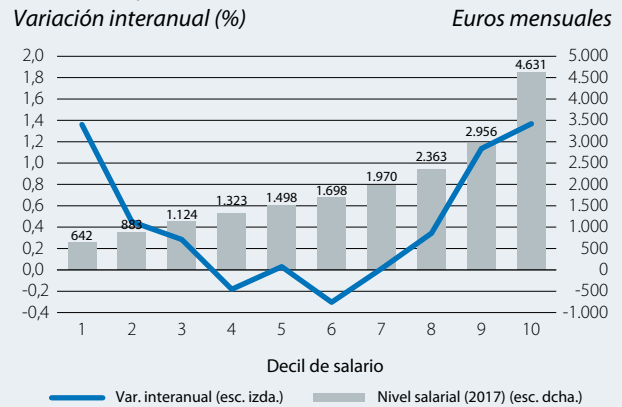
5. En términos reales, los salarios por encima de la mediana han perdido un 1,1% de poder adquisitivo entre 2008 y 2017.

debida a las diferencias salariales entre personas que entran y salen del empleo). Como muestran Felgueroso y Jansen utilizando datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL),⁶ los salarios medianos de aquellos trabajadores que no cambiaron de empleo aumentaron alrededor de un 2% anual de manera bastante continuada entre 2008 y 2017 (véase el segundo gráfico). Así, son los cambios de composición de la fuerza laboral, y en particular las entradas de trabajadores con salarios inferiores a la mediana, los que provocan las reducciones salariales vía composición y explican que el salario mediano se haya mantenido tan contenido.

Si nos fijamos en el periodo más reciente, la evolución salarial por deciles en 2017 muestra un patrón distinto al de los años de la recuperación (2013-2016). Este cambio de tendencia podría enmarcarse en el aumento de la polarización del mercado laboral que se observa en muchos países desarrollados, en los que se percibe una menor demanda de empleo en las ocupaciones en la parte intermedia de la distribución (normalmente trabajos más automatizables),⁷ lo que deprime las remuneraciones en torno a la mediana. O, lo que es lo mismo, los salarios aumentan más en los extremos de la distribución, dando lugar a una evolución salarial en forma de U (véase el tercer gráfico).

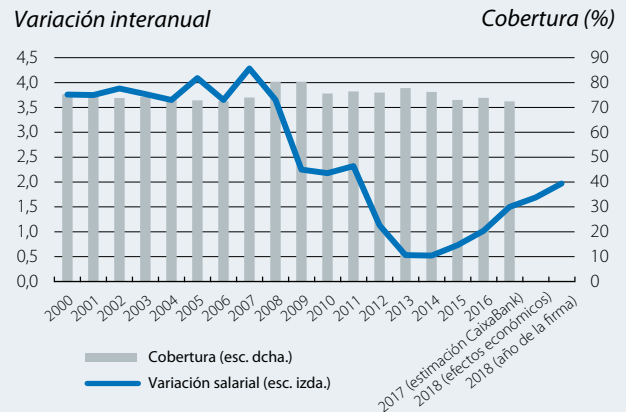
¿Qué evolución podemos esperar para los próximos años? En la medida que la holgura en el mercado laboral se reduce y las perspectivas de inflación aumentan, cabe esperar una recuperación paulatina de los salarios. Parte de esta evolución positiva ya puede observarse en las revisiones salariales pactadas en los convenios colectivos. Los convenios colectivos con efectos económicos en 2018 han acordado un aumento salarial del +1,69% en promedio (con datos hasta octubre de 2018), y aquellos firmados en 2018, un aumento del +1,97%, en consonancia con lo pactado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2018-2020.⁸ Sin embargo, habrá que seguir de cerca cómo esta tendencia de recuperación progresiva de los salarios se materializa en los distintos niveles retributivos. Las dinámicas más recientes no invitan al optimismo.

España: salario nominal por deciles en 2017, variación y cuantía



Nota: Decil de salario del empleo principal a tiempo completo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del decil de salario del empleo principal de la encuesta de población activa (EPA).

España: cobertura y variación salarial pactada * de los convenios colectivos



Nota: * La cobertura se refiere al porcentaje de empleados cubiertos sobre el total de afiliados. Dado que la totalidad de convenios tardan hasta 18 meses, la cobertura para 2017 está estimada y la cobertura para 2018 aún no está disponible. La variación salarial para 2018 se presenta tanto para el conjunto de convenios aplicables a efectos económicos como para el conjunto de convenios aprobados en 2018.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Estadística de Convenios Colectivos y de Afiliación del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

6. Felgueroso, F. y Jansen, M. «¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponible en internet, <http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i>
 7. Para más detalle, véanse, por ejemplo, los artículos «La polarización del empleo en España» en el IM05/2015 y «Polarización del empleo en la eurozona» en el IM07/2017.
 8. El Acuerdo Estatal de Negociación Colectiva 2018-2020 recomienda una revisión salarial de en torno al 2% fijo más el 1% variable ligada a factores pactados en el convenio, como la productividad.

La diversificación geográfica de los exportadores españoles: unos sí, otros no

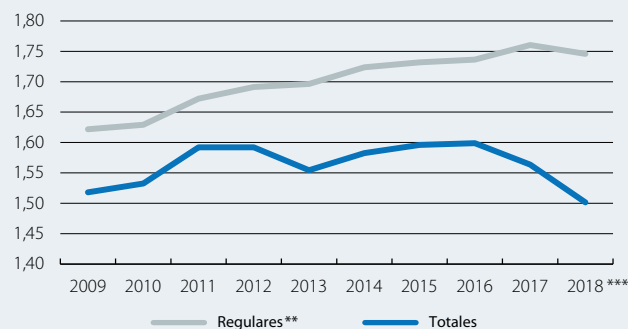
Gran parte de la desaceleración de la economía española en 2018 puede atribuirse a la pérdida de empuje de las exportaciones, junto con la continuada fuerza de las importaciones. Así, nos preguntamos si esta desaceleración exportadora es puntual o no. En artículos anteriores, hemos visto dos dinámicas que animan a pensar en positivo y otra dinámica menos optimista: por un lado, en términos absolutos, tanto el número de empresas que se lanzan a exportar como el de aquellos exportadores que se consolidan (los llamados regulares, que llevan cuatro años seguidos exportando) aumentan sostenidamente. Pero, por el otro, en términos relativos, la proporción de nuevos exportadores que se convierte en regulares ha flexionado a la baja recientemente.¹ En el presente artículo analizamos la fortaleza de cada uno de estos exportadores con otra medida: la diversidad geográfica de los destinos a los que exporta. Esta es un reflejo de las ventajas competitivas de cada exportador (una mayor competitividad debería permitir exportar a más mercados) y de su capacidad de supervivencia (una mayor diversificación ayuda a contener el impacto de un mal desempeño en economías concretas). Cabe, entonces, preguntarse ¿cuál es la diversidad geográfica de nuestros exportadores?²

Igual que en la antigüedad se hablaba de los siete mares, podemos distinguir siete zonas geográficas diferenciadas en el mundo: los cinco continentes, pero desagregando Asia entre Oriente Medio y el resto (mayormente Extremo Oriente), y América entre América del Norte y Latinoamérica. Empezamos centrando nuestro análisis a nivel amplio de estas regiones, antes de entrar en el detalle por países, ya que sus ciclos económicos están menos sincronizados que los de los países de una misma región, por lo que una medida de diversificación entre regiones probablemente recoge mejor el grado de protección de los exportadores frente a fenómenos idiosincráticos de cada destino. Así, como vemos en el gráfico adjunto, un primer resultado positivo es que la diversificación geográfica de los exportadores regulares evoluciona al alza: cada exportador regular exportó a prácticamente 1,8 regiones en 2017, por encima de las 1,6 de 2009. En segundo lugar, los exportadores regulares tienen una diversificación geográfica superior al promedio de todos los exportadores (que fue de 1,6 en 2017). Además, esta diferencia entre los regulares y los no regulares se ha ampliado en los últimos años, lo que sugiere que los exportadores regulares tienen una posición cada vez más sólida. Los nuevos exportadores

1. Véase el Focus «Nuevo impulso del sector exportador» en el IM11/2018.
2. Para calcular la diversificación geográfica, sumamos, para cada destino, el número de empresas exportadoras españolas y lo dividimos por el total de empresas exportadoras españolas.

España: diversificación geográfica de las empresas exportadoras

Número de regiones por empresa *



Notas: * Las siete regiones son: Europa, América del Norte, América Latina, Oriente Medio, Asia Oriental (Asia ex-Oriente Medio), África y Oceanía y Regiones Polares. ** Una empresa es regular si ha exportado durante cuatro años seguidos. *** Los datos de 2018 son parciales (de enero a junio).

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

empiezan exportando, naturalmente, hacia un número reducido de destinos. Pero, a diferencia de los regulares, la diversidad geográfica de los exportadores no regulares ha disminuido en los últimos años.

Realizamos, también, el mismo análisis a nivel de países considerando los principales destinos de cada empresa.³ Entre los resultados de este ejercicio, destaca que la diversidad de los exportadores a Europa, regulares y no regulares, aumenta (cada exportador exportó en promedio a 4,8 países europeos en 2017, por encima de los 4,2 de 2009), mientras que disminuye fuera de Europa. En el caso de África y Asia Oriental, la pérdida de diversidad se debe a la importancia creciente de Marruecos y de China-Hong Kong, destinos que en 2017 representaban un 45% y un 42% del total de exportaciones a sus respectivas regiones. Esto no pasa en Latinoamérica, destino de muchas de las nuevas empresas exportadoras, donde el peso del mayor importador (México, 30% del total) evoluciona a la baja y con una muy baja diversidad de destinos (de un total de cinco principales países en la región, cada exportador exporta en promedio a 1,1; a 1,5 en el caso de los regulares).

En definitiva, en los últimos años hemos observado una cierta polarización entre los exportadores españoles. Por una parte, existe un factor de fortaleza sustentado en un número de exportadores regulares que evoluciona al alza, y con una creciente diversidad geográfica por destinos. Por otro lado, entre el resto de los exportadores, nos encontramos con muchos exportadores nuevos poco diversificados, lo que en el futuro puede perjudicar a su probabilidad de permanencia.

3. La diversidad de tamaño y sofisticación de los países dentro de una misma región hace que haya que tomar los resultados con cautela.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Industria									
Índice de producción industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	0,4	-0,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	-2,6	-3,0	-1,5	-0,8
PMI de manufacturas (valor)	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,4	51,4	51,8	52,6
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	25,8	24,1	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,2	15,8	15,6	13,1	12,6	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	3,2	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	1,5	0,5	0,8	...
PMI de servicios (valor)	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,5	54,0	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	0,4	1,8	0,1	-0,3	-0,4	1,8	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	17,0	-17,0	-6,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-1,5	-0,6	0,5	-3,3	-8,0	-7,5	-6,6
Mercado de trabajo									
Población ocupada ¹	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	2,5	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	14,6	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ²	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	2,9	2,9	3,1	...
PIB	3,2	3,0	3,1	2,8	2,5	2,5	-	-	-

Precios

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
General	-0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	2,3	1,7
Subyacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	1,0	...

Sector exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	5,6	4,5	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,8	6,2	...
Saldo corriente	25,2	21,5	21,5	20,8	17,2	13,3	14,3	13,3	...
Bienes y servicios	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	25,7	26,6	25,7	...
Rentas primarias y secundarias	-10,7	-12,1	-12,1	-12,7	-12,3	-12,3	-12,3	-12,3	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	27,8	24,2	24,2	23,8	20,4	16,6	17,4	16,6	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

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

Portugal: un crecimiento en cotas sólidas

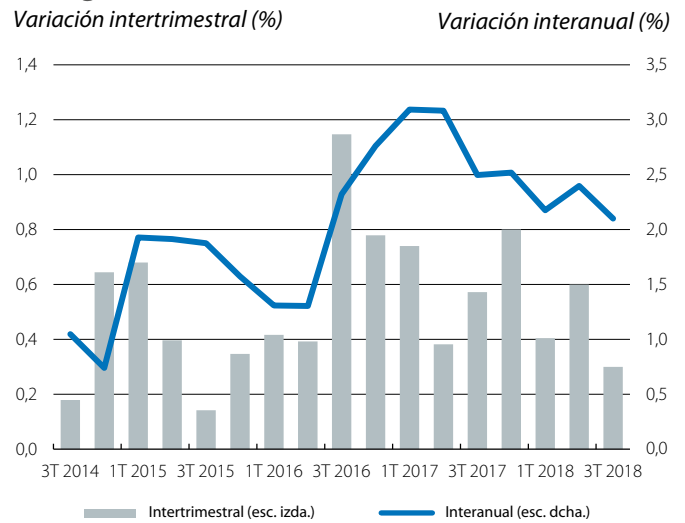
La economía suaviza su avance en la segunda mitad del año. En el 3T 2018, el crecimiento del PIB se desaceleró hasta el 0,3% intertrimestral y el 2,1% interanual (0,6% y 2,4% en el 2T 2018, respectivamente) y se apoyó con fuerza en la demanda interna (que tuvo una contribución al crecimiento de +2,4 p. p.). Por componentes, el consumo privado moderó su ritmo de crecimiento hasta el 2,3% interanual (2,7% en el 2T), mientras que la inversión destacó especialmente en positivo con un avance del 4,5% (4,1% en el 2T). Por otro lado, la contribución de la demanda externa continuó siendo negativa (-0,3 p. p.) en un trimestre en el que las importaciones (+3,5%) siguieron mostrándose más vigorosas que las exportaciones (+3,1%), aunque ambas se desaceleraron respecto al 2T. En lo referente al 4T 2018, los indicadores disponibles sugieren que la economía avanza a ritmos sólidos, respaldada por la demanda interna y con una contribución ligeramente negativa por parte del sector exterior. En particular, tanto el indicador de sentimiento económico calculado por la Comisión Europea como el indicador coincidente del Banco de Portugal siguen cerca de sus máximos históricos y apuntan a un avance del PIB de alrededor del 2%.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. El empleo creció un 2,1% interanual en el 3T 2018, una cifra que refleja un buen ritmo de avance, aunque algo inferior al del trimestre anterior (2,4%). Por sectores, los servicios fueron el principal motor de creación de empleo (+68.600 personas respecto al 3T 2017). También destacaron las actividades asociadas al sector público, responsables de más de la mitad de la creación de empleo en el 3T 2018, así como el empleo en el sector de la construcción, que empieza a mandar señales de mayor dinamismo. Por su parte, el número de desempleados disminuyó un 20,6% en términos interanuales en el 3T 2018 y la tasa de paro se situó en el 6,7%, en una dinámica positiva que seguirá dando continuidad a la recuperación del mercado laboral en los próximos trimestres.

La inflación se mantiene contenida. En noviembre, la inflación general (medida por el índice IPC no armonizado) se desaceleró hasta el 0,9% interanual (1,0% en octubre) de la mano de un crecimiento menos fuerte de los precios energéticos (4,9% en noviembre frente al 7,3% en octubre) y a pesar del alza de los precios de los alimentos no procesados (0,7% en noviembre tras un -0,1% en octubre). Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en registros moderados (0,6%) pese a aumentar en 0,1 p. p. respecto a octubre. Por último, la inflación medida por el IPC armonizado (que incluye información relativa al consumo de los turistas) avanzó hasta el 1,0% (0,8% en octubre).

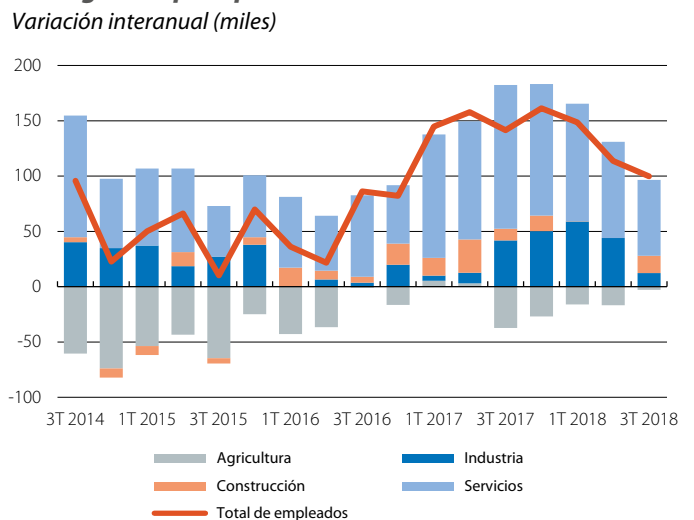
La cuenta corriente sigue ligeramente en negativo. Según datos acumulados de los últimos 12 meses, la balanza por cuenta corriente volvió a registrar un saldo negativo en sep-

Portugal: PIB



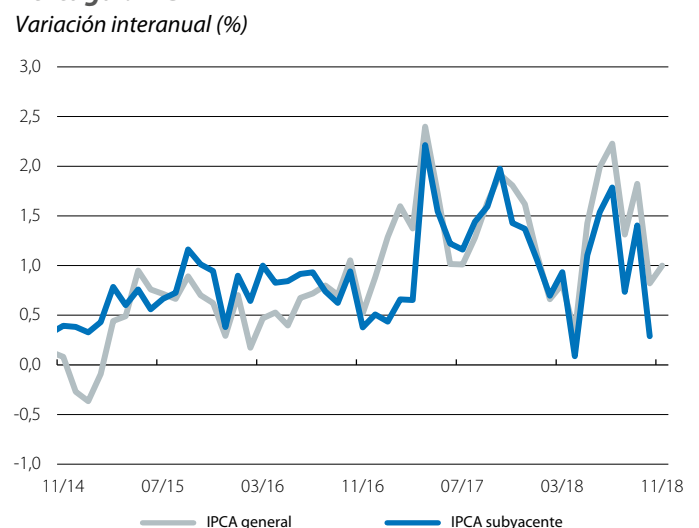
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: empleo por sectores



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

Portugal: IPCA



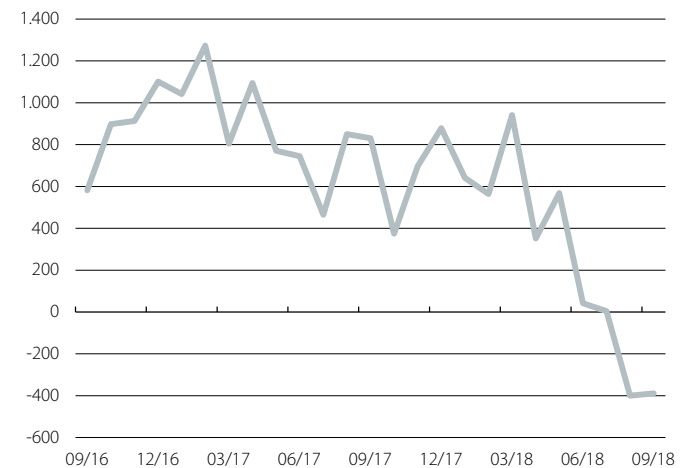
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

tiembre (-389 millones de euros, un -0,2% del PIB) y se mantuvo en unas cotas relativamente parecidas a las de agosto. Respecto al mes anterior, en septiembre se produjo un cierto aumento del saldo de la balanza de servicios (8,3% del PIB), favorecido tanto por la contribución del turismo (5,9% del PIB) como por la del resto de servicios (2,4%), además de una disminución del déficit de la balanza de bienes. Por su parte, el saldo de la balanza de bienes no energéticos, responsable en gran parte de la tendencia de deterioro de la cuenta corriente en los últimos meses, se mantuvo en el -4,3% del PIB, mientras que el déficit de la balanza de productos energéticos no empeoró y se situó en el -2,4% del PIB. Por último, en lo que respecta a la balanza de rentas, en septiembre el déficit se acentuó hasta el 1,7% del PIB (-1,6% en agosto), siguiendo con la tendencia de empeoramiento de los últimos meses.

Continúa la mejora de las cuentas públicas. Los datos disponibles hasta octubre muestran que el saldo consolidado del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.) registró un superávit del 0,2% del PIB, lo que supone una mejora sustancial respecto al mismo periodo de 2017 (cuando fue del -1,1%). Esta evolución favorable refleja, en parte, el dinamismo de la actividad económica, que continúa impulsando los ingresos por encima de los gastos. En concreto, los ingresos registraron un crecimiento acumulado del 5,4% hasta octubre, respaldados en un fuerte impulso tanto de los ingresos fiscales como contributivos, mientras que los gastos aumentaron un 2,1%. Sin embargo, cabe destacar que el menor crecimiento de los gastos se ha visto afectado por los gastos de personal y, en concreto, por un cambio en el abono de la paga de Navidad a los funcionarios públicos y pensionistas, que este año se realiza en noviembre y diciembre (mientras que, en 2017, la mitad de esta paga se abonó en 12 partes a lo largo del año y solo la otra mitad se concentró en noviembre/diciembre). Si se corrige la evolución de los gastos de personal por este factor, estos habrían aumentado un 2,5% hasta octubre (frente a la reducción observada del -1,2%). Así, el comportamiento percibido hasta ahora refuerza nuestra previsión de que se cierre el año 2018 con un déficit de las AA. PP. del -0,7% del PIB (también acorde con las proyecciones del Gobierno).

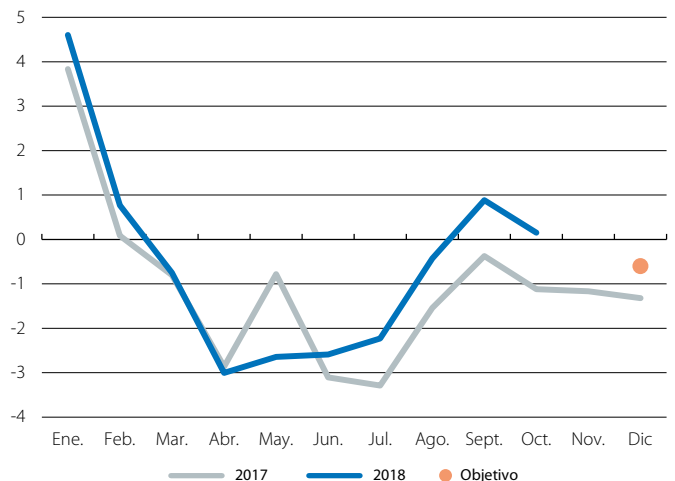
La nueva concesión de crédito avanza con firmeza. Con datos hasta septiembre, las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda crecieron un 24,3% (acumulado en lo que va de año), mientras que las nuevas concesiones de crédito al consumo aumentaron un 14,1%. A pesar de estos crecimientos firmes, en ambos segmentos de crédito se registró una cierta moderación de las nuevas concesiones respecto a agosto (cuando fueron del 26,4% y 15,6% interanual, respectivamente), reflejo de las medidas macroprudenciales implementadas desde julio por el Banco de Portugal. Por último, las nuevas operaciones de crédito a las empresas aumentaron de forma estable y ligeramente por encima del 13% interanual.

Portugal: saldo de la balanza por cuenta corriente
Millones de euros (acumulado de 12 meses)



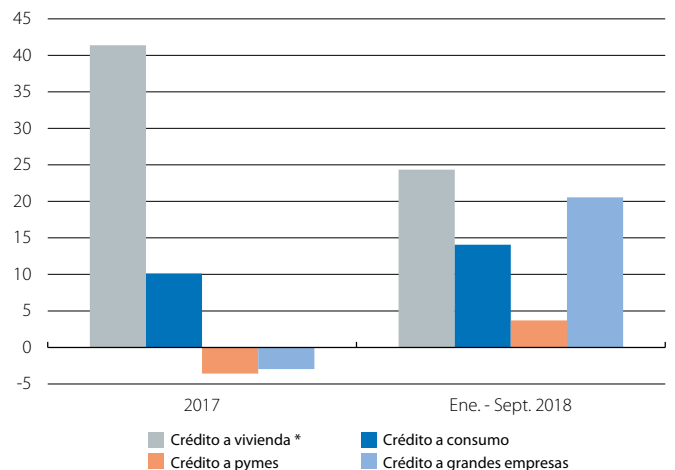
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Portugal: saldo del Estado
(% PIB)



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

Portugal: nueva concesión de crédito
Variación interanual (%)



Nota: * Crédito a vivienda excluye refinanciaciones.

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

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

Precios¹

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
General	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,2	1,3	1,8	0,8	1,0
Subyacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	...

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

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Depósitos²										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	2,6	4,3	4,4	3,6	4,7	4,7	...	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	2,6	4,3	4,4	11,4	14,6	14,9	...	...
A plazo y preaviso	-3,2	-5,8	-4,1	-2,9	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3	...	...
Depósitos de AA. PP.	-17,9	1,3	1,9	-0,8	1,0	-1,2	3,0	1,4	...	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	4,0	4,2	3,4	4,6	4,5	...	...
Saldo vivo de crédito²										
Sector privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,8	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	...	...
Empresas no financieras	-5,6	-6,5	-3,1	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-3,5	...	...
Hogares - viviendas	-3,3	-3,1	-1,9	-1,6	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	...	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	0,9	3,0	4,1	5,8	5,6	6,1	5,7	...	...
Administraciones públicas	-9,4	9,3	19,0	14,8	-12,4	-13,9	-12,2	-11,2	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,0	-1,1	-1,9	-2,1	-1,9	-1,8	...	...
Tasa de morosidad (%)³	17,2	13,3	12,8	11,7	11,7	...	...	...	...	...

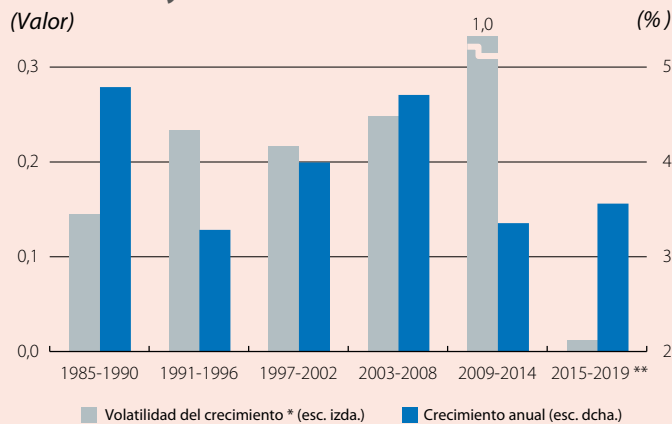
Notas: 1. Índices armonizados. 2. Datos agregados del sector bancario portugués y residentes en Portugal. 3. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal y Datastream.

2019, una visión desde el futuro

Estimados alumnos y profesores del claustro de la Facultad de Economía, es un auténtico placer poder dirigirme a esta promoción de 2029. Se me ha indicado que, como es tradicional en este evento, debo elegir un año que considere que contenga lecciones de interés para entender el devenir de la economía mundial. Desde luego no me faltan candidatos. Podría haber elegido 1997, cuando la crisis asiática castigó a los emergentes de forma virulenta. O 2001, cuando China se integró en la Organización Mundial del Comercio y aceleró el ritmo de la globalización. O, por supuesto, 2008, cuando se inició el peor episodio de crisis desde la Gran Depresión. Y, sin embargo, mi elección es 2019. Sorprendente, ¿verdad?, porque a nuestros ojos se trata de un año sin excesiva historia. Pero esto solo es porque tenemos el privilegio que otorga la experiencia, que todo lo pone en su justo punto. Además, como trataré de justificar, 2019 contenía lecciones que únicamente pudimos leer después. Acompañenme, pues, al pasado.

Crecimiento y volatilidad de la economía mundial



Notas: * Medida relativa de la varianza del crecimiento con respecto a su media, con lo que se elimina el efecto que tienen las variaciones de las tasas de crecimiento medias sobre su varianza.

** Se utilizan las proyecciones de crecimiento mundial desde el 3T 2018.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y Oxford Economics.

Recordemos cuál era el estado de ánimo a finales de 2018. Las previsiones que entonces manejábamos eran razonablemente positivas, ya que esperábamos un crecimiento mundial del 3,6% en 2019 y del 3,5% en 2020, alejándonos algo del 3,7% de 2017 y 2018. EE. UU., por su parte, iba a crecer, respectivamente, un 2,3% y un 2,1% en 2019 y 2020 (2,8% en 2018); la eurozona, un 1,8% y un 1,7% (1,9% en 2018) y el agregado de los principales emergentes, un 4,6% en ambos años (4,7% en 2018). En términos generales, las perspectivas económicas apuntaban a que en 2019 se confirmaría la entrada en una etapa de cierta moderación económica, pero también la consolidación de un régimen de menor volatilidad del crecimiento. Con todos los matices necesarios, parecía que, tras el impacto de la Gran Recesión, se reemprendía el camino de la llamada Gran Moderación, es decir, la reducción de la volatilidad del ciclo macroeconómico que se inició en los años ochenta.

Siendo esta la visión general, ¿cómo veíamos la situación del ciclo a finales de 2018? El debate que entonces nos preocupaba era si EE. UU. estaba entrando en la fase avanzada del ciclo (el *late cycle*, como se conocía en inglés), y cuál era la posición, en términos de madurez, de la eurozona y los emergentes. En el caso de EE. UU., los datos confirmaban que se estaba materializando una expansión dilatada (la más prolongada desde 1991), pero de una intensidad algo menor que las registradas en el promedio de las expansiones anteriores, como ponía de manifiesto el hecho de que el crecimiento del PIB, tanto desde el inicio de la expansión como desde que el PIB registrado superara el tendencial, había sido inferior al promedio habitual en las tres expansiones acaecidas desde 1993. Esta situación, no obstante, no permitía por sí misma diagnosticar el recorrido restante del ciclo. Para ello, se debía complementar la información sobre la duración y la amplitud con algún otro indicador. Así, cuando se combinaba dicha información con el patrón del consumo en EE. UU. en ese final de 2018, se disponía de una visión más completa: la expansión del consumo era más dinámica que la observada históricamente en fases finales del ciclo. Por tanto, era razonable suponer que existía todavía recorrido positivo. En resumen, y recuperando la terminología de 2018, quedaba claro que el *peak cycle* de EE. UU. empezaba a quedar atrás, pero que el *late cycle* todavía no se oteaba.

Más compleja era la lectura cíclica de la eurozona. Era conocido que la expansión había tardado más en arrancar que en EE. UU. y que su intensidad había sido inferior a la de expansiones precedentes. Además, en 2018, se había hecho evidente que la velocidad económica europea era más baja de lo esperado y las previsiones apuntaban a cierta moderación en el futuro. Sin embargo, tanto la duración como la intensidad sugerían que el final del ciclo estaba todavía alejado. Aunque certificarlo en 2018 no era sencillo, sí que se podía constatar que, según la evidencia histórica, la evolución del consumo y la inversión era más pujante que en fases prerrecesivas. Finalmente, por lo que se refiere al agregado de los principales emergentes, el patrón, en términos de duración e intensidad, sugería que en términos generales se estaba en zonas cíclicas aún alejadas de su final.

Pero lo que realmente preocupaba en 2018 era que, siendo este escenario central aceptablemente favorable, el balance de riesgos apuntaba claramente a la baja. Quizás pueda parecer exagerado hoy, con el privilegio de mirar el mundo de ayer desde 2029, pero en aquel inicio de 2019 veníamos de varios años en los que la realidad nos había sorprendido, y mucho. Además, no faltaban

candidatos a que estas sorpresas se repitiesen. Así, por ejemplo, no estaba claro cómo se iba a digerir el mayor nivel de deuda de la historia, y aunque se confiaba en que la anomalía china se podría gestionar en tanto que el país disponía de instrumentos fuera del alcance de cualquier otro emergente, recuerdo cuán amenazadoras eran sus ratios de deuda sobre el PIB.

China no estaba sola en el podio de preocupaciones. Cierto es que su acumulación de desequilibrios macrofinancieros y el complicado ejercicio del cambio de modelo económico que estaba llevando a cabo justificaban la atención al gigante chino. Pero EE. UU. no le iba a la zaga. Venía de un crecimiento elevado, del 2,8%, pero la mayoría de analistas sabía que ese ritmo no era sostenible, porque era el resultado de combinar condiciones financieras todavía acomodaticias, recortes tributarios y expansión del gasto público. Por ello, no eran pocas las voces que se mostraban preocupadas por el hecho de que 2019 acabase siendo un año claramente peor de lo previsto, a medida que se desvaneciera el estímulo fiscal y que las condiciones financieras se endureciesen. Además, el giro proteccionista de EE. UU. tenía entonces un alcance que no se podía calibrar y, aunque se esperaba que finalmente se encontrase un punto de equilibrio razonable para la gran triada comercial de EE. UU., China y la UE, la propia incertidumbre sobre cuándo y cómo se alcanzaría dicho equilibrio iba a cobrarse un peaje en el ritmo de actividad.

Por tanto, los riesgos a la baja para el crecimiento norteamericano eran apreciables. No obstante, tampoco faltaban voces reputadas que sostenían que el riesgo, más bien, era que las sorpresas de inflación fuesen importantes y que la Fed se viese obligada a reaccionar de forma más brusca de lo esperado, dejando a los inversores expuestos ante escenarios de tensionamiento monetario más intensos de lo previsto.

Asimismo, la política interna de muchos países y las fuentes de riesgos geopolíticos no servían, ciertamente, para apaciguar los ánimos. El auge del populismo se vislumbraba como una amenaza creciente y de inquietante evolución. En diferentes regiones se dirimía si los liderazgos tradicionales se iban a mantener: cómo olvidar la complicadísima situación en Oriente Próximo o los anhelos rusos de volver a ser un gran actor global.

El cóctel, por tanto, era de difícil digestión. El escenario central que manejábamos era solo moderadamente peor que el de años anteriores, pero los escenarios alternativos se nos antojaban abiertamente negativos y con probabilidad de ocurrencia más elevada de lo acostumbrado. Pocos analistas reconocían estar intranquilos, pero aún menos decían estar totalmente confiados. Y a ustedes no tengo que recordarles lo que acabó sucediendo.

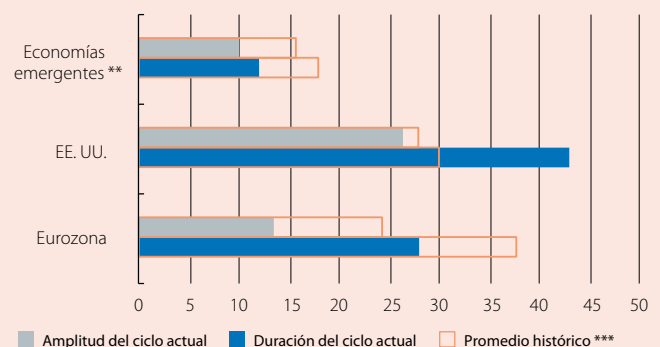
O quizás sí, que sé que prestan menos atención de lo debido a sus clases de historia económica: afortunadamente, acertamos en el escenario central. O al menos acertamos en lo esencial. El mundo creció algo menos de lo previsto, ya que los focos de riesgo penalizaron hasta cierto punto, pero no fue ningún descalabro. El sentido común prevaleció y el impacto del proteccionismo fue relativamente bajo y los compromisos adquiridos, sostenibles en el tiempo. La geopolítica y la política no cesaron de ser fuentes de incertidumbre, pero en el año del *brexit* tampoco se podía pedir mucho más. La normalización de la política monetaria se materializó plenamente en EE. UU. y en la eurozona, el nuevo presidente del BCE subió el tipo de interés por primera vez desde 2011. Los mercados digirieron con relativa holgura el nuevo escenario: 2018 había dado avisos suficientes para que los inversores estuvieran preparados y la sangre no llegó al río.

En conclusión, como les avanzaba al principio de mi exposición, he elegido 2019 porque nos hablaba del futuro, aunque entonces no fuéramos plenamente conscientes. En los años que siguieron, se empezó a entender mejor que ese año había sido un dintel hacia una nueva etapa, caracterizada por el abandono de la excepcionalidad de la política monetaria, por un crecimiento algo más moderado, pero menos volátil, y por el recordatorio, hoy tan presente, de que, sin dejar de atender lo económico, lo político iba a seguir siendo un ámbito central a la hora de detectar y acotar las fuentes de incertidumbre.

Àlex Ruiz
CaixaBank Research

Comparativa del ciclo económico *

Crecimiento (%) y trimestres de duración



Notas: * La amplitud se define como el output acumulado hasta el 4T 2019 desde el inicio de la fase expansiva. La duración, como los trimestres que han pasado entre el inicio de la fase expansiva y el 4T 2019. Para EE. UU. y la eurozona, se utilizan los ciclos definidos por el NBER y el CPER. Para los emergentes, se ha identificado el ciclo mediante la estimación de output gaps tendenciales utilizando el filtro de Hamilton. ** Se utiliza una muestra representativa de 10 países (68% del total del PIB de los países emergentes, según datos del FMI) para estimar el PIB del agregado de emergentes. *** Promedio de los últimos tres ciclos expansivos observados a partir de 1993.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs.

Los bancos centrales, al timón de un entorno más volátil

2018 ha sido un año intenso en los mercados financieros: la volatilidad ha repuntado a niveles no vistos desde 2015, se han producido múltiples episodios de correcciones bursátiles y las primas de riesgo (soberanas y corporativas) han flexionado al alza. Este panorama, que contrasta con fuerza con un 2017 de volatilidad mucho más contenida, ha venido de la mano del endurecimiento de la política monetaria global que ha liderado la Fed y ha puesto bajo la lupa focos de vulnerabilidad acumulados en los últimos años (como el elevado nivel de deuda global o las elevadas cotizaciones de algunos activos financieros). El pasado septiembre, tras una nueva subida de tipos de la Fed, la prensa internacional anunciaba «el fin de la política monetaria acomodaticia». En esa disyuntiva, debemos encarar 2019 analizando las perspectivas para la política monetaria de los dos principales bancos centrales, Fed y BCE, y las condiciones financieras de sus economías.

EE. UU.: la Fed ante unas condiciones financieras inusuales

Entrando con más detalle en el caso estadounidense, en 2015, la Fed comenzó una subida gradual de los tipos de interés englobada dentro de la normalización de su política monetaria, que había sido extraordinariamente acomodaticia en los años posteriores a la Gran Recesión. Sin embargo, el aumento de los tipos de interés oficiales, así como la reducción del tamaño del balance del banco central, no se ha traducido hasta la fecha en un endurecimiento significativo de las condiciones financieras estadounidenses. Nos da cuenta de ello el índice de condiciones financieras (ICF) de la Fed de Chicago, que se compone de más de 100 variables que afectan al coste del capital, a las decisiones de inversión y otras medidas de riesgo crediticio.¹ Históricamente, este indicador ha mantenido una relación estrecha con el tipo de interés oficial fijado por la Fed, pero últimamente el índice se sitúa en niveles muy similares e incluso inferiores a los vistos en el año 2014 (cuando los tipos estaban prácticamente al 0% y el balance del banco central no había empezado a reducirse) dado que las primas de riesgo se mantienen comprimidas, el crédito continúa siendo accesible y el impacto de las recientes correcciones bursátiles ha sido moderado.

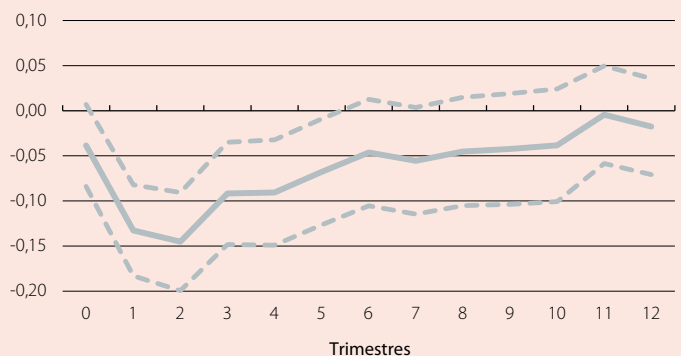
Según la relación histórica que el ICF mantiene con el tipo de interés oficial, este primero debería situarse bastante por encima de su nivel actual. El desacoplamiento entre ambos indicadores plantea diversos escenarios. Por un lado, podríamos ver cómo las condiciones financieras flexionan al alza gradualmente sin plantear disrupciones significativas en la actividad económica. Por otro lado, existen otros escenarios cuyas consecuencias sí que podrían ser más perjudiciales para la economía estadounidense, como, por ejemplo, un endurecimiento brusco de las condiciones financieras o, por el contrario, un mantenimiento de las mismas en niveles muy acomodaticios pese al aumento de los tipos de interés oficiales. Los analizamos a continuación.

Según nuestras estimaciones econométricas, en el supuesto de que las condiciones financieras recuperasen repentinamente la relación histórica con el tipo de interés oficial, la actividad económica estadounidense se vería negativamente afectada. Concretamente, y tal como vemos en el primer gráfico, el crecimiento intertrimestral del PIB de EE. UU. se reduciría alrededor de 1 décima cada trimestre por lo menos durante un año. Ello iría acompañado, además, de diversas afectaciones en el sector financiero, como un aumento de la tasa de morosidad sobre el crédito.

En el otro escenario, unas condiciones financieras que permanecieran en cotas demasiado bajas e inalterables a los aumentos de tipos de la Fed, en una economía que se encuentra en una fase ya madura del ciclo –la tasa de desempleo se sitúa actualmente en mínimos históricos de 50 años–, plantearían un riesgo nada desdeñable de sobrecalentamiento que podría empezar a manifestarse con presiones inflacionistas significativas. Normalmente, situaciones de sobrecalentamiento preceden a las recesiones, pues la economía crece a ritmos no sostenibles durante un tiempo prolongado y, entre otras consecuencias, se pueden generar burbujas en algunos mercados. Para evitar esta situación, la Fed insiste en la estrategia de subidas graduales de tipos de interés que está llevando a cabo, aunque se ha encontrado con la oposición del presidente Donald Trump a dichas subidas. Por suerte, la independencia del banco central de EE. UU. no está en entredicho y las decisiones que se tomarán en los próximos trimestres

EE. UU.: respuesta del PIB a un endurecimiento brusco de las condiciones financieras *

Impacto sobre el crecimiento intertrimestral (p. p.)



Notas: * Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.

Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.

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

1. Valores altos de este indicador sugieren que las condiciones financieras en EE. UU. son restrictivas, lo que modera el crecimiento económico, mientras que valores bajos indican que el entorno financiero es acomodaticio. Para más información, véase «La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria» en el IM03/2018.

continuarán encaminadas hacia la normalización de la política monetaria.

Europa: ante la reorientación del BCE

Pasando a Europa, la demanda doméstica encara 2019 con la perspectiva de mantenerse como principal motor del crecimiento, y es que, pese al fin de las compras netas, el BCE seguirá favoreciendo unas condiciones financieras acomodaticias. Para ello, contará con dos grandes palancas: el tamaño de su balance y la gestión de las expectativas.

El BCE ha indicado, repetidamente, que mantendrá el tamaño de su balance por un largo periodo de tiempo. Dado que el balance tiende inercialmente a reducirse (por el vencimiento de los bonos comprados), ello hará que el BCE siga adquiriendo activos en cantidades significativas a través de las reinversiones (véase el segundo gráfico). Es más, el propio hecho de mantener estable el balance seguirá respaldando un entorno de tipos de interés relativamente comprimidos y unas condiciones financieras acomodaticias. La razón es que, según muestra la evidencia disponible, los programas de compras de activos inciden más sobre las condiciones financieras a través de su efecto estocaje (el volumen total de activos adquiridos) que con el flujo mensual de compras. Como muestran los estudios que analizan el impacto macroeconómico de los programas, esto queda bien ilustrado al comparar la fuerte reacción de las condiciones financieras cuando el banco central anuncia el tamaño total del programa de compra de activos frente a los escasos movimientos que se observan en el mercado en el día en el que el banco central hace efectiva una compra.

De cara a 2019, las estimaciones del propio BCE sugieren que se ha retirado del mercado un volumen de deuda suficientemente elevado como para que las condiciones financieras no sean muy sensibles al fin de las compras netas. Para entender por qué, hay que tener en cuenta que algunos propietarios de bonos están menos dispuestos a vender que otros. Inicialmente, el Eurosistema compró el grueso de los activos a agentes con bajo precio de reserva (es decir, con mayor disposición a vender), como los inversores no residentes, pero, a medida que aumentaba la escasez de bonos, recurrió a vendedores con menor disposición a vender, como los fondos de pensiones y las aseguradoras. Sin embargo, si estos vendedores tienen mayor preferencia por estos activos (por ejemplo, porque desean tener en balance activos menos arriesgados y con vencimientos a largo plazo), es probable que, ante nuevas emisiones de deuda pública, estas mismas instituciones deseen adquirir los activos a precios relativamente elevados (es decir, sin exigir unos tipos de interés sustancialmente mayores), con lo que se favorecen unos tipos de interés estables y en niveles relativamente bajos, incluso en ausencia de compras netas del BCE.

Además, la propia comunicación del BCE persigue evitar reajustes bruscos de los tipos de mercado mediante la gestión de las expectativas: es por ello por lo que explicita la intención de no subir tipos antes del verano de 2019. Esta gestión probablemente evolucionará con el escenario económico y, además, en 2019, la comunicación se enfrentará a la renovación de parte de la cúpula del BCE. Mario Draghi, el presidente, acaba su mandato el 31 de octubre. Además, también deberán encontrar sustituto al actual economista jefe del BCE, Peter Praet, cuyo mandato termina el 31 de mayo de 2019, y a Benoît Cœuré (cuyo mandato termina el 31 de diciembre de 2019). Aunque las quinielas favorecen candidatos relativamente continuistas,² la gestión de estos cambios será importante para evitar que sean percibidos como reajustes bruscos en la evolución futura de la política monetaria.

Con las palancas comentadas, el BCE seguirá favoreciendo un entorno acomodaticio. Sin embargo, el escenario tendrá otros condicionantes que podrían endurecer las condiciones financieras más de lo deseado, como las consecuencias económicas de la geopolítica (por ejemplo, *brexit*, tensiones entre la UE e Italia o las tensiones comerciales con EE. UU.), la tolerancia al riesgo de los mercados y el contagio que pueda generar el endurecimiento de las condiciones financieras globales.

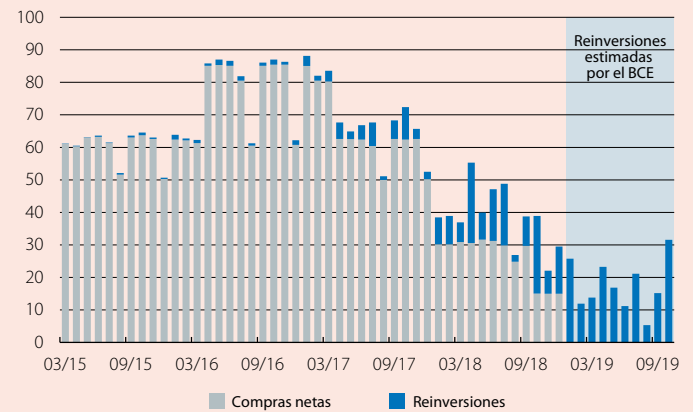
En definitiva, EE. UU. y la eurozona se encuentran en fases distintas de su ciclo financiero: mientras que la política monetaria de la Fed está cerca de pasar a ser neutral o incluso restrictiva, la del BCE se mantiene en terreno ampliamente acomodaticio. Pero, en cierto modo, ambos se enfrentan a un riesgo común: el desacople entre su política monetaria y las condiciones financieras. Ambas instituciones intentarán gestionar bien sus herramientas para, en EE. UU., facilitar un ajuste gradual de las condiciones financieras y, en la eurozona, mantenerlas en terreno acomodaticio.

Adrià Morron Salmeron y Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

2. El presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, que ha criticado las políticas lideradas por Draghi repetida y públicamente, aparecía como favorito en las quinielas iniciales, bajo la premisa de que el BCE nunca ha tenido un presidente alemán. Sin embargo, precisamente por su fuerte oposición a las decisiones del BCE, parece haber perdido apoyos en favor de candidatos más continuistas, como el presidente del Banco de Francia, François Villeroy de Galhau.

BCE: programa de compra de activos *

Miles de millones de euros



Nota: * El programa comprende compras de activos de deuda pública y distintas formas de deuda privada (corporativa, ABS y covered bonds).

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

Politics is the name of the game: dinámicas y riesgos políticos en 2019 y más allá

Basta con echar un vistazo a los medios de comunicación para darnos cuenta de los cambios vertiginosos que están teniendo lugar a nivel político. En este contexto de transformación constante y de culto a la inmediatez que caracteriza a nuestra sociedad, a veces es necesario tomar distancia de la intensa actualidad informativa y pararse a reflexionar: ¿Qué características tiene el actual ciclo político a nivel mundial?, ¿cuáles son sus manifestaciones? Este tipo de reflexiones, más pausadas y meditadas, constituyen un ejercicio necesario para intentar entender y contextualizar las dinámicas políticas que estamos presenciando.

La importancia de la política en los análisis económicos cobró especial relevancia en 2016 merced al inesperado resultado del referéndum para el *brexit* y a la victoria de Donald Trump en las presidenciales estadounidenses. Tras un 2017 relativamente tranquilo, en 2018 se han abierto numerosos focos de tensión a nivel internacional que complican la entrada a 2019. Los embates proteccionistas de EE. UU., las negociaciones de las autoridades europeas con el Reino Unido por el *brexit* y con Italia por los presupuestos y las elecciones europeas en mayo de 2019 son algunos de los desafíos más relevantes para este próximo año.

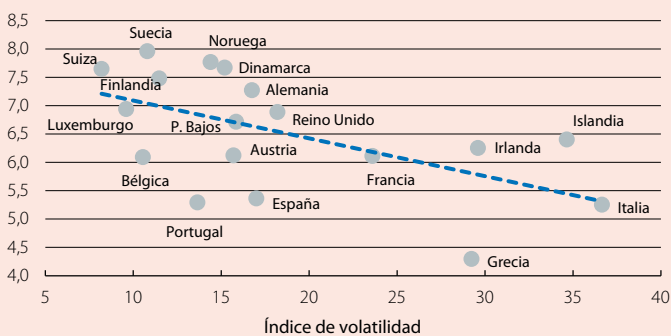
Pero, ¿qué factores hay detrás de estos desafíos? En este artículo, iremos de lo general (el nuevo estado de la política) a lo particular (algunas de las manifestaciones concretas de esta nueva configuración) e iremos rellenando los eslabones intermedios para analizar cómo el estado de la política contribuye a explicar las formas de gobernar que estamos presenciando. En concreto, para caracterizar el actual ciclo político en los países occidentales, analizamos la evolución de tres variables fundamentales: la volatilidad electoral, la polarización política y la calidad democrática.

Volatilidad electoral, polarización y democracia: evidencia y consecuencias para la gobernanza

Cuando analizamos la volatilidad electoral, se vislumbra un aumento muy importante de los cambios de voto de los ciudadanos entre un proceso electoral y el siguiente. Ello es resultado tanto del trasvase de votos entre partidos ya existentes como por el aumento del apoyo a nuevas formaciones políticas. En particular, entre 2010 y 2015, la volatilidad electoral en los países occidentales ha aumentado un 68%.¹

Correlación de la volatilidad del voto y el desempeño de las políticas públicas *

Desempeño de las políticas públicas (índice)



Nota: * Se utiliza el valor promedio del indicador de desempeño de las políticas públicas entre 2013 y 2016 y el valor promedio del índice de volatilidad entre 2011 y 2015. El indicador de desempeño va del 1 al 10, siendo 10 la valoración más positiva. El índice de volatilidad es una medida de flujos brutos de voto entre partidos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Quality of Governance Database y el Dataset of Electoral Volatility and its internal components in Western Europe.

Este entorno político caracterizado por una mayor volatilidad puede tener importantes repercusiones en el modo de actuar de los gobernantes, dado que un contexto con mayor competencia electoral puede llevarlos a impulsar propuestas políticas más cortoplacistas para intentar mantenerse en el poder, aunque ello tenga consecuencias adversas a medio plazo para el conjunto de la economía. Aunque es cierto que también podría llevarlos a centrarse en políticas y reformas importantes para el medio plazo si ven claro que no van a ser reelegidos. ¿Cuál de estos dos efectos predomina? Todo parece indicar que el primero (véase el primer gráfico), lo cual no resulta sorprendente si tenemos en cuenta que es natural que los responsables políticos decidan utilizar un amplio abanico de resortes para prolongar su mandato. En efecto, la correlación entre el índice de desempeño de políticas públicas del instituto Bertelsmann –que mide el grado de reformas que los países necesitan a medio plazo– y la volatilidad electoral es claramente negativa.

El segundo factor que analizamos es la evolución de la polarización política, entendida como el grado de alejamiento de los partidos políticos de posiciones centristas. Los resultados no dejan lugar a dudas: la polarización política ha aumentado de forma importante en los países avanzados desde la crisis financiera. Ello está íntimamente ligado al aumento de la volatilidad y al auge de formaciones populistas de nuevo cuño con posiciones escoradas a la derecha e izquierda del espectro político.

Las consecuencias más interesantes del aumento de la polarización se dan especialmente en el plano del conocido *trade-off* entre aplicar políticas cortoplacistas frente a reformas de calado. Así, el informe de Bertelsmann² documenta que el aumento de la polarización entorpece el alcance de consensos políticos amplios, obstaculizando la posibilidad de impulsar reformas centradas en el medio plazo. Este tipo de conclusión no es, sin embargo, totalmente novedoso: ya en 2012, un estudio³ documentaba que

1. El índice de volatilidad es una medida de flujos brutos de voto entre partidos. Se tienen en cuenta tres tipologías: la volatilidad explicada por flujos hacia partidos ya existentes, la explicada por flujos hacia partidos nuevos y la explicada por flujos hacia partidos minoritarios (< 1% de los votos).

2. Véase SGI 2018 (2018), «Policy Performance and Governance Capacities in the OECD and EU», Bertelsmann Stiftung.

una mayor polarización política estaba relacionada con una menor calidad gubernamental, un efecto que parecía especialmente importante en democracias jóvenes.

Además, el auge de los populismos está achicando el espacio para impulsar reformas con un horizonte temporal amplio y, en cambio, está detrás del aumento de políticas cortoplacistas como, por ejemplo, las políticas de corte proteccionista. En este sentido, un estudio reciente construye un índice que mide el grado de las políticas de protección económica de los partidos políticos europeos (incluye barreras comerciales y a la inmigración) y otro que mide hasta qué punto se dejan de lado políticas importantes para el largo plazo. Los resultados muestran que los partidos populistas exhiben en promedio un índice de protección económica un 34% mayor que el promedio del conjunto de todos los partidos europeos, mientras que su índice de «dejación» de las políticas importantes a largo plazo es un 24% mayor que el total de la muestra (véase el segundo gráfico).

Un último elemento que parece definir la dinámica política más reciente es un deterioro de la calidad democrática.⁴ Así, por ejemplo, entre 2006 y 2016, el número de democracias electorales en el mundo no aumentó y las formas de gobierno no democráticas ganaron apoyo. Según el Pew Research, un 49% de los ciudadanos a nivel global vería con buenos ojos un Gobierno formado por un comité de expertos que no haya sido validado por las urnas.

De la teoría a la práctica: los riesgos (geo)políticos de 2019

Los riesgos de carácter (geo)político de 2019 que se vislumbran no son más que manifestaciones propias de este nuevo entorno político que configura una manera de gobernar más cortoplacista. Empecemos por el repunte de las tensiones proteccionistas, una de las manifestaciones que ya nos ha acompañado este 2018 de la mano del *America First*, y que, por el momento, tiene visos de mantenerse en 2019. Se trata de medidas que a corto plazo pueden aumentar el apoyo electoral de aquellos ciudadanos a los que se les brinda protección ante la competencia exterior. Sin embargo, a medio plazo, las políticas de corte aislacionista suelen tener consecuencias adversas sobre el crecimiento económico. En esta línea, el crecimiento mundial podría reducirse entre 0,1 y 0,6 p. p. en los próximos años, y hasta 1 p. p. en el caso de EE. UU. en función de la magnitud de las medidas proteccionistas que finalmente se lleven a cabo.⁵ De cara a 2019, preocupa especialmente que las tensiones comerciales entre China y EE. UU. se recrudezcan hasta el punto de que se acaben imponiendo limitaciones a las inversiones entre ambos países, así como que EE. UU. finalmente imponga aranceles al sector automovilístico.

En Europa, el *brexit* y las disputas entre la Comisión Europea y el Gobierno italiano en materia presupuestaria son otras manifestaciones de carácter geopolítico fruto de las nuevas tendencias políticas: priman los réditos políticos más inmediatos, pero el aumento de satisfacción a corto plazo que para muchos votantes supone el hecho de distanciarse de las dinámicas comunitarias que emanan de Bruselas y, en cierta manera, abrazar el eslogan *My Country First* se ve contrarrestado por los efectos disruptivos en el medio plazo que supone un choque frontal con la UE.

Otra manifestación relevante del ciclo político actual es el cuestionamiento que desde la política se hace a las principales instituciones económicas y técnicas de nuestras economías. En particular, ya hay artículos académicos que aventuran un aumento de las interferencias políticas de carácter populista en las políticas monetarias. Ello es especialmente contraproducente en un contexto en el que se están replanteando cuáles deben ser los objetivos de política monetaria de los bancos centrales.⁶

Finalmente, cabe destacar que aunque las nuevas dinámicas políticas son preocupantes, no debemos dejarnos llevar por el pesimismo. Tenemos dos buenas razones para ello. La primera es que estas dinámicas deberían representar un toque de atención para que los partidos políticos más establecidos pongan sobre la mesa los temas de política en mayúsculas. La segunda es que este nuevo escenario podría enmarcarse en un proceso de maduración y rediseño de nuestras instituciones político-económicas y que, por tanto, sean las turbulencias previas a un nuevo *statu quo* más sólido e inclusivo.

Clàudia Canals y Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

3. Véase Xezonakis, G. (2012), «Party System Polarisation and Quality of Government», Working Paper Series, Universidad de Gotemburgo. El estudio utiliza una muestra de 39 países entre 1984 y 2009.

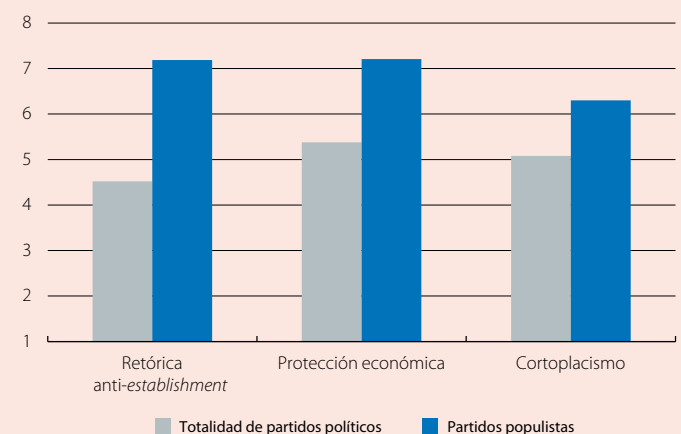
4. Tal y como recoge el informe de Bertelsmann especificado en la nota al pie 2.

5. El caso más extremo comportaría un incremento mutuo de 10 p. p. de los aranceles entre EE. UU. y todos sus socios comerciales. Estimaciones de CaixaBank Research basadas a partir de las cuantificaciones realizadas por el FMI, el Banco de Inglaterra y la OCDE.

6. Véase Goodhart, C. y Lastra, R. «Populism and central bank independence». Open Economies Review 29, no. 1 (2018): 49-68.

Caracterización del populismo en Europa

Índice *



Nota: *El indicador del índice va de 1 a 10, siendo 1 el mínimo y 10 el máximo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Guiso, L. et al. (2017). «Populism: Demand and Supply», Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 11871.

La economía española en 2019: un año de transición hacia cotas más sostenibles

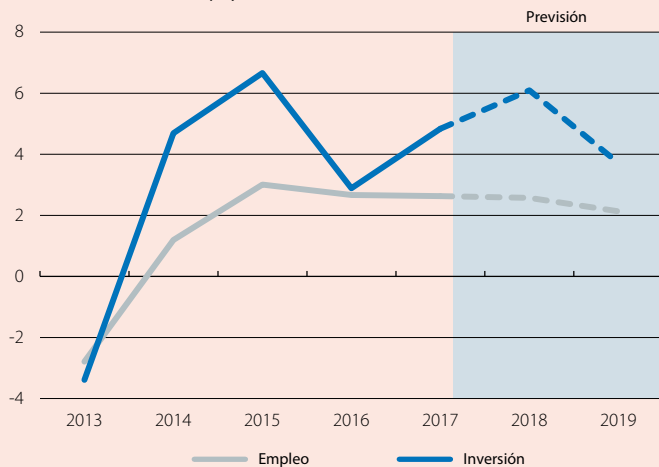
Estamos cerca de finalizar el 2018 y, como es habitual en estas fechas, queremos abstraernos de las preguntas concretas que ajetea nuestro día a día, tomar algo de perspectiva y pensar qué podemos esperar del año que se avecina. Tal y como veremos, prevemos que el 2019 se recuerde como un año de transición: el año en el que la economía dejó de pisar el acelerador, cambió de marcha y se instauró en una cómoda velocidad de crucero.

Antes de entrar en prospectivas, un pequeño *detour*. No es posible entender hacia dónde vamos sin repasar de forma sucinta el pasado reciente. La economía española viene de experimentar tres años de crecimiento muy elevado. Este elevado ritmo de crecimiento ha sido posible gracias a distintos factores. Primero, al empuje cíclico: al salir de la recesión, muchas áreas de la economía española ofrecían un amplio margen para crecer y, cuando las perspectivas económicas mejoraron, la simple recuperación de la actividad desde las cotas tan bajas que se habían alcanzado durante la crisis ofreció un fuerte impulso al crecimiento.¹ El empuje cíclico se vio también beneficiado por algunas de las reformas que la economía española llevó a cabo en el ámbito laboral o en el sector financiero, por ejemplo. Segundo, la economía española se benefició de una serie de factores temporales que dieron un mayor impulso a la recuperación. De estos factores destacamos la pronunciada caída del precio del petróleo que tuvo lugar a finales de 2014, la compresión de los tipos de interés fruto de la política monetaria expansiva del BCE y la recuperación económica global, que ayudó a la dinamización de las exportaciones españolas y potenció el sector turístico.²

Sin embargo, ya en 2017, estos factores de apoyo, o vientos de cola, empezaron a perder fuelle, y en algunos casos incluso se giraron de cara, como es el caso del petróleo, cuyo precio se ha recuperado de forma gradual desde mediados de 2017.³ Asimismo, el contexto internacional ha sufrido un ligero deterioro en los últimos trimestres: la normalización de la política monetaria de EE. UU. ha empezado a tener un impacto sobre los mercados y la escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China ha pesado sobre el clima de confianza global en los últimos meses. Todas estas dinámicas se han visto reflejadas en los últimos datos disponibles hasta la fecha sobre la economía española, que muestran que el ritmo de crecimiento de la economía se ha moderado respecto a los registros de los últimos años, aunque aún permanece en cotas elevadas. Así pues, con este marco de fondo, ¿qué podemos esperar para el 2019?

España: empleo e inversión

Variación interanual (%)



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

Para empezar, prevemos que la demanda interna se mantenga como el principal motor de crecimiento de la economía. Esta previsión se sustenta principalmente en dos ejes. Primero, en la buena evolución del mercado laboral, que sigue arrojando elevadas tasas de crecimiento del empleo. Aunque cabe esperar que el ritmo de creación de empleo se modere a medida que lo haga la actividad, las perspectivas favorables de la demanda y el elevado grado de holgura que subsiste en el mercado laboral sugieren que la economía seguirá generando empleo a un ritmo ligeramente por encima del 2%. Asimismo, a la buena evolución del empleo, cabe añadir una incipiente recuperación de los salarios que ya se empieza a apreciar en los últimos datos y que prevemos que muestre una continuidad en 2019.⁴ Todo ello seguirá apoyando el consumo privado. Segundo, cabe esperar que la inversión mantenga una dinámica favorable, aunque algo más moderada, gracias al contexto de condiciones financieras acomodaticias y las perspectivas favorables de la demanda (véase el primer gráfico).

Por su parte, la demanda externa mantendrá un tono moderado. Tras crecer los últimos trimestres por debajo de lo esperado

debido al repunte de la incertidumbre provocada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y a la desaceleración del sector turístico, prevemos que las exportaciones se vayan recuperando parcialmente. Sin embargo, pese a esta recuperación, el buen comportamiento de la demanda interna supondrá un tirón a las importaciones que hará que la contribución del sector exterior al crecimiento acabe siendo prácticamente nula en los próximos trimestres.

- ¿Cómo se conjugan todos estos elementos? Pues bien, la buena dinámica que muestran el empleo y la inversión sostendrá el crecimiento de la economía. En el segundo gráfico, mostramos la previsión de crecimiento del PIB para 2019 (del 2,1%) y su descomposición según la contribución del componente subyacente –el crecimiento que se explica por la acumulación de los facto-
1. El principal ejemplo es el del mercado laboral: en 2013, la tasa de paro se situaba en el 26,1%, un registro muy por encima del promedio entre el 2000 y el 2007 del 10,5%.
 2. Para un análisis más en detalle de la contribución de estos factores de apoyo, véase «La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?», en el IM10/2018.
 3. El precio del petróleo pasó de los 47,6 dólares en junio de 2017 a los 79,1 dólares en septiembre de 2018.
 4. Por ejemplo, los incrementos salariales pactados en convenio hasta octubre de 2018 fueron del 1,7%, mientras que los firmados un año antes fueron del 1,4%.

res de producción: capital y trabajo–, los factores coyunturales (precio del petróleo, tipos de interés y turismo) y la productividad total de los factores.⁵ Tal y como se puede observar, el elevado crecimiento registrado entre 2015 y 2017 fue producto de un fuerte repunte del crecimiento subyacente, fruto del robusto crecimiento del empleo y la recuperación de la inversión, pero también del impulso de los vientos de cola. En cambio, de cara a 2018 y 2019, podemos ver cómo estos vientos de cola se han agotado y el crecimiento se estabilizará alrededor del crecimiento del componente subyacente, que mantendrá un buen tono gracias a los sólidos fundamentos de la economía (el capital y el empleo), y de la contribución de la PTF, que prevemos que sea modesta, pero acorde con la experiencia histórica reciente.⁶ De este modo, pese al desvanecimiento de los factores coyunturales, podemos ver que la economía seguirá avanzando a un ritmo elevado y más sostenible.

Por definición, el futuro es incierto. De este modo, el análisis de las perspectivas de la economía sería incompleto sin tener en cuenta que el próximo año puede albergar algún evento imprevisto que distorsione el curso esperado de los acontecimientos.

Para reflejar esta incertidumbre, mostramos en la siguiente tabla la sensibilidad de una serie de variables macroeconómicas frente a dos escenarios. El primer escenario sería representativo de un *shock* negativo en alguna de las principales economías del mundo, pero con un impacto contenido a nivel global. Por ejemplo, ello podría ser debido a una desaceleración brusca de la economía norteamericana tras la finalización del empuje fiscal de la Administración Trump y/o al impacto de las tensiones comerciales con China.⁷ El segundo escenario es algo más severo y está inspirado en una versión más suavizada del episodio de la crisis de la deuda soberana que tuvo lugar entre 2010 y 2012. Este escenario podría darse en el caso de que el pulso entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea escalara de tono y la sostenibilidad de la deuda pública italiana se pusiera en entredicho. Tal y como muestra la tabla, en función del escenario considerado, la economía española se enfrentaría a una desaceleración más o menos pronunciada de la esperada. Sin embargo, en ambos casos, la economía se mantendría alejada de la posibilidad de una recesión, la tasa de desempleo seguiría reduciéndose, aunque a un ritmo inferior al predicho, y la prima de riesgo aumentaría de forma moderada.

Desviación respecto al escenario central

(p. p.)

	2019			2020		
	Escenario central *	Escenario 1: Shock internacional con repercusiones limitadas	Escenario 2: Shock con origen en la eurozona	Escenario central	Escenario 1: Shock internacional con repercusiones limitadas	Escenario 2: Shock con origen en la eurozona
PIB	2,1%	-0,3	-0,8	2,0%	-0,2	-0,4
Tasa de desempleo	13,6%	0,3	0,8	12%	0,5	1,0
Precio de la vivienda (variación interanual)	4,2%	-0,5	-2,2	4,5%	-0,4	-2,5
Prima de riesgo (p. b.)	113	11	63	89	6	43

Nota: * Previsión según CaixaBank Research.

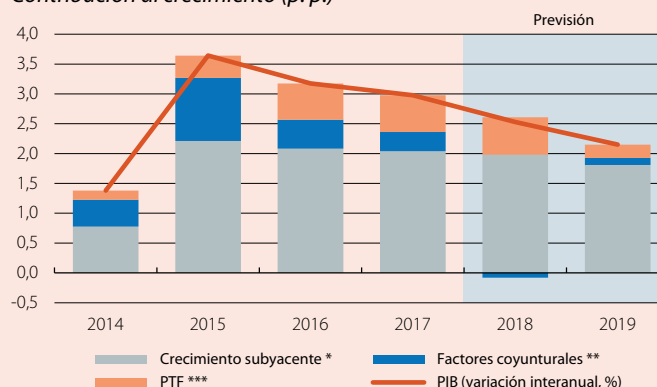
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, Ministerio de Fomento y Bloomberg.

A modo de conclusión, 2019 se nos presenta con buenas perspectivas. Los fundamentos que impulsan el crecimiento se muestran bien anclados y la desaceleración observada respecto a los años anteriores no deja de reflejar el curso natural del ciclo económico. Ello, sin embargo, no debería conducirnos a la complacencia. Los retos de la economía, entre los que destacamos el modesto comportamiento de la productividad del país, la elevada deuda pública y la dualidad en el mercado laboral, son de enjundia y deberíamos aprovechar el buen momento cíclico actual para encauzarlos.

Oriol Carreras
CaixaBank Research

España: previsiones de crecimiento

Contribución al crecimiento (p. p.)



Notas: * Crecimiento subyacente se define como el crecimiento del PIB que se explica por la acumulación de los factores de producción: empleo y capital. ** Los factores coyunturales engloban las aportaciones al crecimiento que provienen de las variaciones en el precio del petróleo, los tipos de interés y el saldo de los servicios turísticos. *** La productividad total de los factores (PTF) constituye el residuo sobrante.

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

5. La productividad total de los factores se obtiene como el residuo entre el crecimiento del PIB y el crecimiento explicado por la acumulación de factores de producción y los factores coyunturales. Según esta definición, el crecimiento que aporta la PTF también podría considerarse parte del crecimiento subyacente.

6. Según las estimaciones del Banco de España (véase Mora-Benito, E. y Chenxu Fu, 2018, «The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisis»), la contribución de la PTF al crecimiento entre 2001 y 2007 fue de -0,4 p. p., entre 2008 y 2013 fue de -0,7 p. p. y entre 2014 y 2015 fue de 0,8 p. p.

7. El episodio histórico en el que nos hemos basado para la generación del escenario es la crisis de la burbuja *dotcom* que tuvo lugar entre el 2000 y el 2002, y que generó una desaceleración marcada de la economía estadounidense, aunque tuvo un impacto global moderado.

Las perspectivas de Portugal: crecimiento saludable para rato

Al acabar 2018, el PIB de Portugal ya había vuelto a los niveles de 2008,¹ recuperando el terreno perdido tras la crisis financiera internacional de hace 10 años y la crisis de la deuda soberana de la eurozona. No olvidemos de dónde venimos: en un escenario de aversión al riesgo, que dificultó la obtención de financiación en el mercado, fue necesario recurrir a un programa de asistencia financiera externa que duró entre 2011 y 2014,² y que obligó a la corrección de desequilibrios existentes, un ajuste que provocó una caída acumulada del PIB del 6,0%.³ En 2014, la economía inició un periodo de recuperación, con ritmos de expansión cada vez más fuertes y que culminaron con un crecimiento del 2,8% en 2017. El aumento de competitividad ha sido uno de los grandes artífices de la recuperación y se ha traducido en un mayor peso de las exportaciones en el PIB, del 34% en 2011 al 47% en 2017. En 2018, el crecimiento se ha mantenido robusto aun sufriendo una suave desaceleración, lo que refleja la desaparición de factores de apoyo externos que luego analizaremos y la entrada de la economía en una fase más madura del ciclo. ¿Cómo se ha comportado recientemente la economía y, sobre todo, qué hay que esperar en 2019-2020?

Los datos más recientes nos indican que la desaceleración se explica por dos factores, a saber, una contribución negativa de la demanda externa y la ralentización de la inversión, pero en su conjunto las perspectivas económicas continúan siendo esperanzadoras.

El impacto negativo de la demanda externa es el resultado de la aceleración del crecimiento de las importaciones, sobre todo de bienes de inversión, pero también de bienes de consumo, especialmente bienes duraderos y automóviles. Algunos de estos factores son claramente temporales como, por ejemplo, la aceleración de la importación de vehículos en el 3T 2018: la expectativa (que finalmente no se materializó) de unos ajustes fiscales que iban a incrementar el coste de adquisición de los automóviles a partir de septiembre llevó a los hogares a anticipar sus compras antes de esa fecha, pero este efecto se va a disipar en los próximos trimestres. Sin embargo, la aceleración de las importaciones también tiene un componente más estable: la inversión y el consumo de las familias⁴ seguirán siendo fuertes, lo que continuará propulsando a las importaciones. Esto y un menor crecimiento de las exportaciones, afectadas por la desaceleración de la demanda global y por una reducción de la actividad turística, implicará la continuación de las contribuciones negativas de la demanda externa.

Sector turístico: cuadro de sensibilidad del PIB

Variación interanual (%)

	2017 *	Escenario 1	Escenario 2
VAB turismo	10,0	5,0	0,0
Impacto en el PIB ** (p. p.) en 2018-2019		-0,2	-0,6

Notas: * Estimación para 2017 a partir de los últimos datos disponibles (2015).

** El impacto en el PIB se calcula a partir del peso del VAB del turismo en el VAB total. El escenario 1 tiene una probabilidad del 80% y proyecta una desaceleración moderada de la actividad turística. El escenario 2 tiene una probabilidad del 20% y asume el estancamiento del sector.

Fuente: CaixaBank Research.

petitividad de la economía, y del mayor peso del sector de bienes y servicios comerciales.

La inversión, por su parte, es el único componente que continuará emplazándose por debajo de los niveles previos a la crisis al terminar el año, pero mantendrá su dinamismo. Distintos factores sugieren que este componente seguirá creciendo en torno al

Portugal: cuadro macroeconómico

Variación interanual (%)

	2017	2018	2019	2020
Consumo privado	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo público	0,2	0,8	0,6	0,2
Formación bruta de capital fijo	9,2	4,2	4,7	4,5
Invers. en bienes de equip. y transp.	13,7	6,6	6,5	5,5
Invers. en construcción	8,3	4,6	6,2	5,5
Demanda interna (contrib.)	3,1	2,4	2,3	2,1
Exportaciones	7,8	6,8	5,2	4,3
Importaciones	8,1	7,1	6,0	4,5
Demanda externa (contrib.)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
PIB	2,8	2,1	1,9	1,9

Fuente: CaixaBank Research.

En esta línea, el sector turístico, principal responsable de la corrección del desequilibrio externo en los últimos años, ya tiene menos margen de recorrido al alza. Una desaceleración moderada de la contribución al crecimiento de la actividad turística –el escenario más razonable– tendría un impacto estimado de -0,2 p. p. en el crecimiento del PIB (en relación con la aportación que realizó este sector en 2015). Un estancamiento del sector detraería 0,6 p. p. de crecimiento.

No obstante, aunque las exportaciones pierdan algo de gas, cabe destacar que⁵ seguirán siendo el principal motor del crecimiento de la economía, beneficiándose de la mejora de la

1. En 2008, el PIB real era de 181,8 miles de millones de euros y, en 2018, se situará en los 183,8 miles de millones de euros.

2. El programa tenía como objetivo la corrección estructural de los desequilibrios en las finanzas públicas y cuentas externas, el desapalancamiento de la economía y la implementación de reformas para eliminar los principales obstáculos estructurales al crecimiento.

3. Equivalente a una contracción media anual del 1,5%.

4. La contribución importada de cada unidad de inversión y de consumo es del 32% y el 22%, respectivamente (Banco de Portugal, Boletín Económico, diciembre de 2017).

5. El contenido importador de las exportaciones es elevada (45%), por lo que su expansión repercute en un mayor volumen de importaciones.

5%, un ritmo menor que en 2017, pero todavía notable. En particular, la continuidad de unas condiciones de financiación acomodaticias podría impulsar las decisiones de inversión en un contexto en el que en la capacidad productiva ya está cerca de niveles máximos.

En definitiva, la demanda interna seguirá contribuyendo de forma sustancial al crecimiento, gracias sobre todo al dinamismo del consumo privado que continuará viéndose aupado por la robustez del mercado laboral. Así, el empleo creció un 2,1% en el 3T 2018 y las perspectivas para los próximos trimestres siguen siendo positivas. Sin embargo, el consumo podría resultar un poco menos pujante que en 2017 y 2018, en la medida en que la reducida tasa de ahorro –que se sitúa en el 4,4% de la renta bruta disponible (mínimo histórico)– limitará la capacidad de las familias para aumentar sus niveles de gasto de forma sostenida en los próximos años.

Los factores que condicionan los patrones de crecimiento

La recuperación de la economía entre 2014 y 2016 tras la aplicación del programa de asistencia financiera habría sido más lenta sin la presencia de una serie de vientos de cola que favorecieron el crecimiento. Se trata principalmente del comportamiento del precio del petróleo –entre junio de 2014 y enero de 2015 cayó de 112 dólares por barril a 50 dólares–, la caída de los tipos de interés a resultas de las políticas monetarias acomodaticias del BCE y la depreciación del euro respecto al dólar en un 22% entre marzo de 2014 y abril de 2015. Estos factores estuvieron particularmente presentes entre 2014 y 2016, pero, en la coyuntura actual, muchos de estos vientos de cola se han agotado o incluso se han girado de cara. Los ejemplos más claros son los del precio del petróleo y el tipo de cambio: el precio del petróleo pasó de 48 dólares en junio de 2017 a aproximadamente 80 dólares en octubre de 2018, mientras que el euro se ha apreciado un 9% respecto al dólar desde el inicio de 2017.

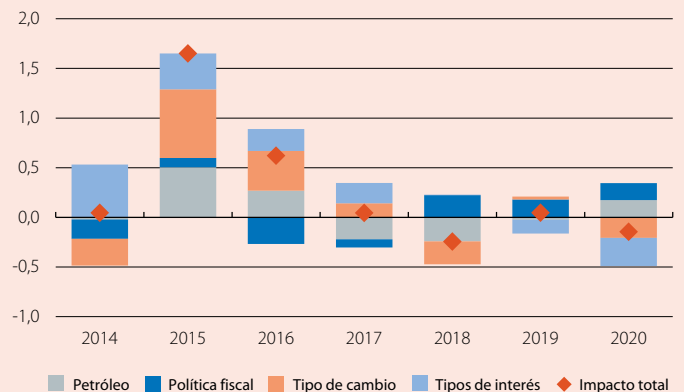
Dado el viraje de los vientos de cola, estimamos el impacto de los tres factores mencionados anteriormente (petróleo, tipos de interés y tipo de cambio) y también de la política fiscal sobre el crecimiento previsto del PIB en el periodo 2018-2020.

Como se observa en el gráfico, los precios del petróleo y el tipo de cambio están teniendo un impacto negativo sustancial sobre el crecimiento en 2018 y explicarían buena parte de la actual desaceleración de la economía. Con todo, su efecto negativo no se prolongará en 2019, ya que la reciente depreciación del euro y la expectativa de que el petróleo se vaya moderando implican que la mayor parte del efecto se concentre en 2018.

Por su parte, el impacto positivo de los bajos tipos de interés se ha desvanecido a lo largo de 2018, y se volverá negativo en 2019, cuando se iniciará el ciclo de normalización de la política monetaria del BCE. Estos efectos negativos se están viendo claramente compensados por la política fiscal que, entre 2018 y 2020, tendrá un carácter relativamente expansivo que respaldará al crecimiento.

En definitiva, el impacto negativo neto de los cuatro factores analizados en nuestro sencillo ejercicio cuantitativo no excederá los $-0,25$ p. p. del PIB en 2018, será prácticamente nulo en 2019 (aunque podría alcanzar el $-0,2$ p. p. si el turismo se desacelerase) y podría llegar hasta los $-0,15$ p. p. en 2020 debido a la expectativa de un fortalecimiento paulatino del euro y a la normalización de la política monetaria. En comparación, estos factores contribuyeron positivamente en 1,6 y 0,6 p. p. al crecimiento en 2015 y 2016, respectivamente. Estas estimaciones afianzan pues la perspectiva de que, en los próximos años, el crecimiento puede ser algo más moderado. Con todo, el menor apoyo de los factores temporales no supondrá una erosión excesivamente onerosa para el crecimiento, en la medida que la economía lusa sacará provecho de algunos avances a nivel estructural (por ejemplo, la reducción de la deuda pública y el mayor peso del sector exportador). Así, la desaceleración que estamos viendo deberá entenderse como la entrada de la economía en una fase más avanzada del ciclo que se materializará en ritmos de expansión próximos a un saludable 2,0%.

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



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales y Banco de Portugal.

Daniel Belo y Teresa Gil Pinheiro
BPI Research

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:

Brexit: crónica de un *shock* desconocido

- *Brexit*: cuenta atrás
- ¿Cuál será la futura relación entre la UE y el Reino Unido?



Bajos tipos de interés: ¿hasta cuándo?

- El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés
- El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento



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

- Las finanzas públicas, el talón de Aquiles de la economía brasileña
- Turbulencias financieras en las economías emergentes: ¿antesala de algo más?



El auge del sector exterior español y sus *spillovers*

- Nuevo impulso del sector exportador
- España ¿vuelve a importar tanto?



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



laCaixaTV

