

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 430 | ENERO 2019



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Una expansión fiscal a la italiana

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo

ECONOMÍA ESPAÑOLA

¿Un mayor dinamismo de los salarios supondrá una mayor inflación en España?

ECONOMÍA PORTUGUESA

Portugal: la industria del automóvil lidera las exportaciones de bienes

DOSSIER: CRECIMIENTO INCLUSIVO: CREAR OPORTUNIDADES PARA TODOS

Crecimiento inclusivo: las fuerzas del futuro

La educación como palanca para el crecimiento inclusivo

Políticas de empleo para un crecimiento inclusivo

Cohesión social y crecimiento inclusivo: indisociables

INFORME MENSUAL

Enero 2019

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández
 Economista jefe
Oriol Aspachs
 Director de Macroeconomía
 y Mercados Financieros
Estel Martín
 Directora de Estrategia Bancaria

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho
 Economista jefe

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

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

9 *Una expansión fiscal a la italiana*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo*

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

21 *¿Un mayor dinamismo de los salarios supondrá una mayor inflación en España?*

24 ECONOMÍA PORTUGUESA

26 *Portugal: la industria del automóvil lidera las exportaciones de bienes*

**29 DOSSIER: CRECIMIENTO INCLUSIVO:
CREAR OPORTUNIDADES PARA TODOS**

29 *Crecimiento inclusivo: las fuerzas del futuro*
 Clàudia Canals

31 *La educación como palanca para el crecimiento inclusivo*
 Ricard Murillo Gili

33 *Políticas de empleo para un crecimiento inclusivo*
 Josep Mestres

35 *Cohesión social y crecimiento inclusivo: indisociables*
 Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

Crecimiento inclusivo

Una parte importante y creciente de la sociedad no percibe de forma directa el crecimiento económico que muestran las cifras macro. Esta sensación refleja la presión sobre la desigualdad en la mayoría de las economías occidentales producto de distintos fenómenos. Algunos son tendencias de fondo, como la globalización y el cambio tecnológico, que han promovido el crecimiento económico, pero también han incidido negativamente sobre el nivel de empleo y los salarios en determinados sectores y profesiones. A ellos se suma, además, el envejecimiento de la población, que limita el crecimiento de las pensiones públicas. En el ámbito más coyuntural, la crisis económica ha provocado un aumento del paro a largo plazo y, a la vez, ha aumentado la presión sobre las finanzas públicas, lo que ha llevado en muchos casos a ajustar el gasto social.

Ante esta situación, es imprescindible una agenda económica que promueva un crecimiento más inclusivo. Obviamente, por razones de equidad, de justicia social. A su vez, por razones de eficiencia, porque un crecimiento desigual dificulta, por ejemplo, la acumulación de capital humano en aquellas familias de rentas más bajas, con lo que se desperdicia talento. Y, además, para evitar la proliferación de movimientos populistas que empeoren la situación y pongan en riesgo el conjunto de un sistema económico que, al fin y al cabo, ha demostrado su capacidad para generar prosperidad a largo plazo, e incluso de nuestro sistema político de democracia liberal, el que mejor puede proteger nuestras libertades individuales y el pluralismo político.

Una política económica que promueva el crecimiento inclusivo debe, a la fuerza, fomentar el empleo de calidad. Un empleo que permite vivir dignamente y que ofrece perspectivas de desarrollo profesional y personal es el vehículo fundamental para participar directamente y beneficiarse del progreso general de la economía. Para ello, son fundamentales las políticas educativas, que deben prepararnos para el cambio tecnológico y para un mundo en el que ganan importancia el aprendizaje continuado y la capacidad de reciclarse.

Debemos reconocer, sin embargo, que los cambios en las políticas educativas solo podrán tener un efecto significativo a largo plazo. A corto plazo, las políticas relativas al mercado de trabajo son claves. En este ámbito, la reducción de la dualidad –un lastre para la acumulación de capital humano– y un mayor peso de las políticas activas –que incluyen la formación y el reciclaje de personas desempleadas– constituyen dos claras prioridades. Las políticas de salario mínimo también pueden ser un mecanismo para reducir la desigualdad, pero es necesario vigilar su posible impacto adverso sobre la creación de empleo y la competitividad de las empresas. La política impositiva puede complementar las políticas de salario mínimo con la introducción, por ejemplo, de tipos negativos sobre las rentas más bajas (lo que aumenta la progresividad del sistema y promueve, en lugar de penalizar, la creación de empleo).

En general, promover políticas de crecimiento inclusivo requerirá recursos que se pueden conseguir de dos maneras: mediante la reducción de gastos no prioritarios o el aumento de los ingresos fiscales. Repriorizar, sin embargo, exige evaluar los resultados de las políticas públicas y de los gastos asociados a las mismas, algo que no se realiza habitualmente. Hacerlo permitiría desviar recursos hacia aquellas intervenciones que demuestren ser más efectivas. Es urgente impulsar una cultura y una estructura institucional orientadas a la evaluación de resultados en el ámbito de las Administraciones públicas. Por la parte de los ingresos, medidas contra el fraude y un replanteamiento de determinados beneficios fiscales que contempla el sistema impositivo pueden ofrecer cierto recorrido al alza sin necesidad de aumentar los impuestos.

A menudo se enfatiza el hecho de que fomentar la inclusión –la equidad– tiene un coste en términos de crecimiento económico –de eficiencia. Y seguro que hay circunstancias en las que esto es así. Sospecho, sin embargo que, en la mayor parte de casos, ello se debe a la torpeza a la hora de diseñar las políticas económicas con este fin. El momento actual nos exige, sin duda, más finura.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de diciembre de 2018

Cronología

DICIEMBRE 2018

- 7** La OPEP y sus socios acuerdan recortar la producción de crudo en 1,2 millones de barriles diarios entre enero y junio de 2019.
- 13** El BCE confirma que pone fin a las compras netas de activos en diciembre de 2018.
- 19** La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 2,25%-2,50%.

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).

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).

Agenda

ENERO 2019

- 3** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 8** Portugal: empleo y desempleo (noviembre).
- 9** Portugal: comercio internacional (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).
- 29-30** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30** Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (diciembre).
Portugal: empleo y desempleo (diciembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
EE. UU.: PIB (4T y 2018).
- 31** España: avance del PIB (4T).
España: avance del IPC (enero).
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).

FEBRERO 2019

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 6** Portugal: empleo y desempleo (4T).
- 8** Portugal: comercio internacional (diciembre).
- 11** Portugal: IPC (enero).
- 14** Japón: PIB (4T).
Portugal: avance del PIB (4T).
- 21** España: comercio exterior (diciembre).
- 22** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 27** Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).
- 28** España: avance del IPC (febrero).
España: balanza de pagos (diciembre).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (diciembre).
Portugal: empleo y desempleo (enero).

A las puertas de un año exigente

La volatilidad financiera ha vuelto para quedarse. El final de 2018 ha sido turbulento en los mercados financieros, con lo que se cierra un año de los que hacía tiempo que no se recordaban. En los últimos 12 meses se han vivido tres grandes correcciones de la bolsa: un arranque aciago de 2018, el llamado «octubre rojo» y ahora un diciembre de los peores en mucho tiempo, que han situado la práctica totalidad de los índices bursátiles en su peor año desde la Gran Recesión. También ha distado mucho de la placidez la evolución de la renta fija. La *yield* soberana estadounidense fluctuó cerca del 3% en la mayor parte del año, pero acabó derrumbándose hasta la zona del 2,5%, y las primas de riesgo soberanas de la periferia europea y de muchos emergentes han vuelto a repuntar. Aunque para variabilidad, la del petróleo, que marcó un máximo anual de 85 dólares por barril de Brent en octubre, para cerrar el año en la zona de los 55 dólares. ¿Qué explica este año de extremas oscilaciones en los mercados financieros? Sin lugar a dudas, en 2018 ha sido importante la continuidad del tensionamiento monetario en EE. UU. y las primeras etapas de salida de la excepcionalidad monetaria en Europa. Pero, en términos generales, nada de eso puede considerarse una sorpresa, ya que los bancos centrales comunicaron sus intenciones al mercado con suficiente antelación. No, la clave hay que buscarla en la incertidumbre, que no ha dado un respiro.

La incertidumbre no da tregua. Y es que incertidumbre es probablemente la palabra resumen de 2018. Incertidumbre cercana, como la que asola a Europa en forma de pocas certezas sobre el *brexit* y muchas dudas sobre el auténtico grado de compromiso en Italia con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Incertidumbre, algo más lejana, sobre el alcance final del giro proteccionista estadounidense y la respuesta china. Incertidumbre, también, sobre cuál va a ser la auténtica capacidad de crecimiento de EE. UU. a medida que el impulso fiscal se disipe. O sobre si en la fase madura del ciclo norteamericano vamos a poder evitar sorpresas de inflación que alteren el mapa de ruta de la Fed hacia un mayor endurecimiento monetario. Incertidumbre, en definitiva, sobre cuál acabará siendo el auténtico ritmo de crecimiento que vamos a experimentar en 2019.

Y, a pesar de todo... no estamos tan mal. Aunque el balance de riesgos está claramente sesgado a la baja y el mero repaso de las diferentes fuentes de incertidumbre da un cierto vértigo, hay que tener en cuenta que la desaceleración global del crecimiento parte de un contexto de fuerte avance de la actividad en el pasado. En 2017, el crecimen-

to mundial fue del 3,7%; el de la eurozona, del 2,5%; el de España, del 3,0%, y el de Portugal, del 2,8%. Para 2018, el crecimiento global estimado es similar al del año anterior, mientras que en Europa la desaceleración está siendo más evidente: la eurozona tendrá un crecimiento del 1,9%, España del 2,5% y Portugal del 2,1%. Son cifras razonablemente positivas, especialmente si se tiene en cuenta que gran parte de la pérdida de ritmo se debe al desvanecimiento de factores de apoyo temporales.

Los vientos de cola eran importantes, pero sin ellos España y Portugal siguen creciendo a buen ritmo. En los últimos años, diferentes economías europeas, y entre ellas la española y la lusa, se han beneficiado de los llamados vientos de cola, es decir, del crecimiento aportado por una serie de factores beneficiosos para la actividad, como el descenso del petróleo, la depreciación del euro y las condiciones financieras acomodaticias. Según estimaciones propias, en el caso del crecimiento español, la reversión parcial de dichos factores explica prácticamente por sí misma toda la desaceleración acaecida en 2018, mientras que en el caso portugués también es responsable de una parte sustancial de la desaceleración económica.

Unas bases de crecimiento sólidas en las economías ibéricas. Que España y Portugal mantengan ritmos de crecimiento notables, incluso en el contexto de disipación de los vientos de cola, nos informa de que las dinámicas actuales de sus economías continúan beneficiándose de las mejoras estructurales de los últimos años. En ambos países, la recuperación del crédito al sector privado refleja el mayor tirón de la demanda de financiación y las favorables condiciones de concesión, pero también ratifica que el saneamiento bancario ha sido un éxito. Una lectura también positiva deriva de la evolución de las finanzas públicas, que continúan mejorando y que alejan, por si había alguna duda, la situación de la política fiscal española y portuguesa de su equivalente italiano. Y, finalmente, cabe recordar que la bonanza laboral en ambos países es notoria, cosa que proporciona un puntal de apoyo a la demanda interna importante, además de tener derivadas sociales abiertamente positivas y muy necesarias. Este 2019, en definitiva, será un año exigente, con importantes riesgos en el horizonte, pero que se afronta desde una posición de partida razonablemente sólida.

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	2,79	3,29	3,20
Líbor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,41	3,25
Deuda pública 2 años	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	3,20	3,10
Deuda pública 10 años	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,40	3,30
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	-0,36	-0,10	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,37	-0,08	0,42
Euríbor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,04	0,44
Euríbor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,24	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	-0,60	0,08	0,73
Deuda pública 10 años	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	1,26	1,96
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,59	-0,13	-0,04	-0,02	0,84	1,43
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,36	1,29	1,86
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,42	2,26	2,76
Prima de riesgo	11	192	114	110	117	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,85	0,76	-0,05	-0,18	0,98	1,73
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	1,56	2,24
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,56	3,11
Prima de riesgo	19	369	346	149	147	130	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,14	1,23	1,24
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,89	129,15	131,44
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	96,09	116,06	113,02	112,38	105,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,90	0,86	0,85
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,79	0,70	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	57,33	67,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	50,38	54,47	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	3,5	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	1,6	1,8	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	0,6	1,9	0,8	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	4,5	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	3,7	-1,5	1,5
Polonia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,7	3,0	2,7
Sudáfrica	4,4	2,0	0,7	1,3	0,6	1,5	1,8
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	1,9	1,8
Francia	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,8	1,7
Italia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,5	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	2,2	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	4,7	5,1	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	1,9	1,9
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,0	1,9	2,0	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	6,0	-4,1	2,9	4,8	5,5	3,7	2,8
Bienes de equipo	5,3	-0,3	5,3	6,0	6,7	4,3	2,8
Construcción	6,2	-7,0	1,1	4,6	5,7	3,7	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-1,6	2,4	2,9	3,0	2,1	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,4	5,2	5,2	2,0	3,3	4,0
Importación de bienes y servicios	7,1	-1,5	2,9	5,6	3,6	3,5	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	2,1	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,7	0,6	0,3
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,2	4,3	4,5
Bienes de equipo	1,3	-1,0	7,6	13,7	7,0	6,5	5,5
Construcción	-1,6	-7,0	-1,3	8,3	3,7	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	-1,4	2,1	3,1	2,4	2,2	2,1
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,4	4,4	7,8	3,9	5,0	4,3
Importación de bienes y servicios	3,6	1,2	4,7	8,1	4,9	3,4	4,3
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

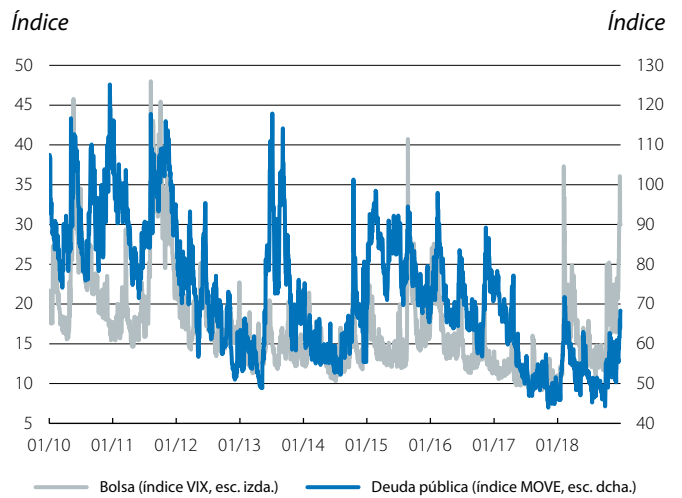
Los mercados financieros cierran un año de volatilidad

El año termina con inquietud entre los inversores. Los mercados financieros han vivido 2018 intensamente, con distintos episodios de correcciones bursátiles, un alza gradual de las primas de riesgo sobre la deuda corporativa, repuntes de ida y vuelta en las primas de riesgo soberano de la periferia de la eurozona, el fortalecimiento del dólar frente a las principales divisas avanzadas y, especialmente, emergentes, así como con una fuerte volatilidad del precio del petróleo. Todo ello se ha producido en un entorno de mayores tensiones geopolíticas y comerciales y de retirada de los estímulos de política monetaria, unos elementos con los que se ha dejado atrás el entorno de muy baja volatilidad de los últimos años. Este cambio de panorama se ha notado particularmente en los mercados de renta variable, donde los principales índices bursátiles, con retrocesos acumulados cercanos al -15% en el conjunto de 2018, han sufrido el peor año desde 2009-2011. Por su parte, en los mercados de renta fija, los tipos de interés soberanos han mostrado una elevada volatilidad, condicionados por las tensiones políticas, el empuje alcista de las subidas de tipos de la Fed y los temores a que en 2019 la economía global se desacelere más de lo esperado. Estas dinámicas se palparon bien en diciembre, cuando se combinaron la cuarta subida de tipos del año por parte de la Fed, el fin del QE del BCE, nuevas pérdidas en las bolsas, un marcado retroceso de los tipos de interés soberanos (con unos inversores que apenas anticipan nuevas subidas de los tipos de referencia de la Fed en 2019) y una nueva caída del precio del petróleo.

La volatilidad persiste en las bolsas internacionales. En diciembre, las bolsas internacionales sufrieron un nuevo repunte de aversión al riesgo y cerraron el último mes del año en negativo. Los principales parques empezaron el mes con un tono moderadamente dubitativo, pero que se tornó pesimista después de que la Fed sellara la cuarta subida de tipos del año. Así, el índice VIX (un indicador de volatilidad) repuntó hasta niveles no vistos desde las correcciones de febrero y las bolsas de las economías avanzadas sufrieron pérdidas generalizadas y significativas. En concreto, los principales índices estadounidenses perdieron cerca de un 9%, mientras que en la eurozona los retrocesos se situaron alrededor del 6%. Por otro lado, el índice MSCI para el conjunto de economías emergentes retrocedió de forma más moderada, aunque las pérdidas en el bloque emergente también fueron generalizadas a los parques asiáticos y latinoamericanos (con retrocesos cercanos al 3% y al 1,5%, respectivamente).

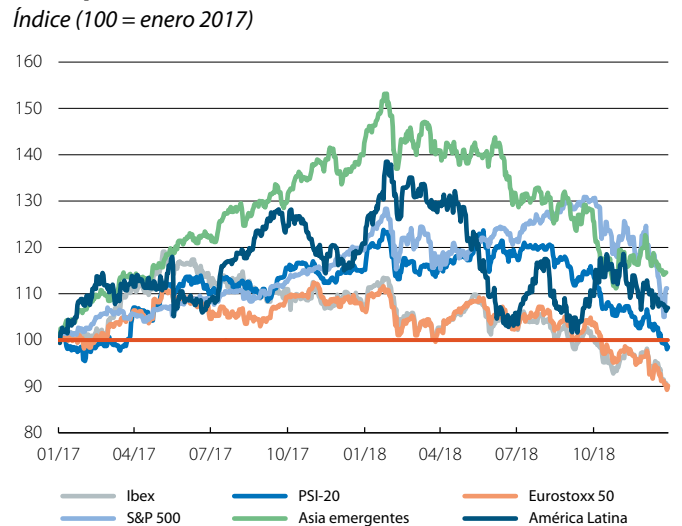
La Fed sube los tipos de interés por cuarta vez en 2018 y el BCE confirma el fin del QE. Tal y como se esperaba, en su última reunión del año, la Fed incrementó el tipo de interés de referencia objetivo en 25 p. b., hasta el intervalo 2,25%-2,50%. De este modo, con las cuatro subidas de tipos acumuladas en 2018, que se suman a las tres de 2017, la política monetaria

Volatilidad implícita en los mercados financieros



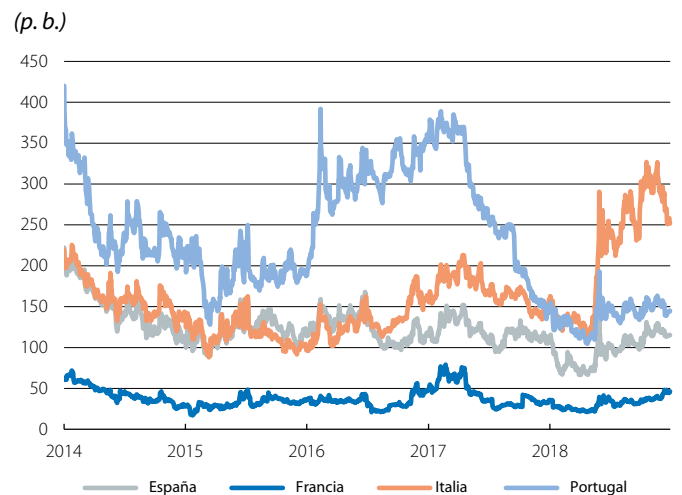
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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

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



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

estadounidense deja de ser acomodaticia y entra en una región más neutral respecto al ciclo económico; una región en la que probablemente se mantendrá en 2019: según sus últimas proyecciones, los miembros de la Fed esperan dos incrementos de tipos en 2019, en consonancia con el escenario de CaixaBank Research. Por su parte, el BCE confirmó el fin de las compras netas de activos y reiteró la intención de mantener los tipos de interés inalterados hasta, al menos, pasado el verano de 2019. Además, recordó que continuará presente en los mercados por un largo periodo de tiempo a través de la reinversión de los activos en balance que vayan venciendo, una estrategia que, según detalló el BCE, seguirá rigiéndose por la llamada clave de capital (la contribución relativa de cada país al capital del BCE) y el principio de neutralidad en los mercados (de modo que las reinversiones se ajusten al perfil de vencimientos promedio existente en el mercado secundario). De este modo, a pesar del fin de las compras netas de activos, el BCE mantendrá una política monetaria acomodaticia a lo largo de 2019.

Los tipos de interés soberanos flexionan a la baja y el dólar mantiene su fortaleza. Las turbulencias en los mercados bursátiles, junto con un cierto escepticismo de los inversores alrededor de las futuras subidas de los tipos de referencia de la Fed, presionaron a la baja los tipos de interés de EE. UU. y Alemania. Además, en EE. UU. destacó el aplanamiento de la curva de tipos soberanos, con un diferencial entre los tipos a 10 años y 3 meses que se situó por debajo de los 40 p. b. por primera vez desde 2007. Por otro lado, en la eurozona las primas de riesgo periféricas recibieron con optimismo el acuerdo alcanzado entre Italia y la Comisión Europea sobre el presupuesto italiano para 2019 (véase la sección de Economía Internacional) y, en el caso de España y Portugal, disminuyeron hasta retornar a los niveles de principios de año. Esta mejora del sentimiento también se notó en el mercado de divisas, donde a lo largo del mes el euro se apreció respecto a la mayoría de divisas de las economías avanzadas. Por su parte, en el Reino Unido, la acentuación de la incertidumbre respecto al *brexit* penalizó la cotización de la libra (-1,3% en su nexa con el euro). Por último, en las economías emergentes, las divisas fluctuaron de manera moderada y dispar frente al dólar.

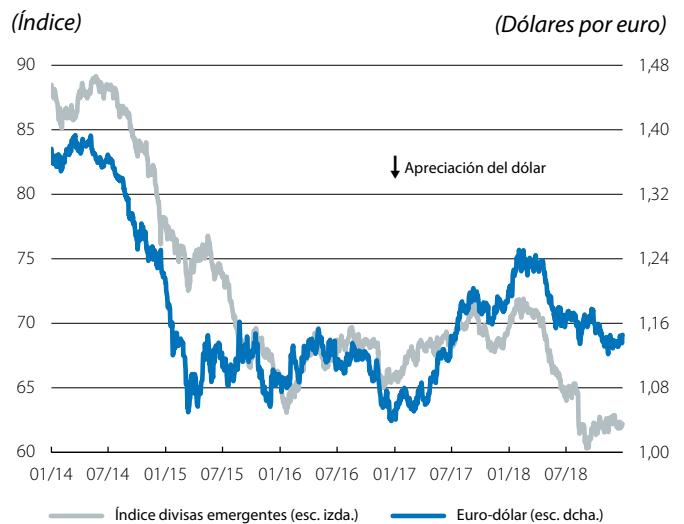
La OPEP y sus socios acuerdan un recorte conjunto en la producción de petróleo. Tras el desplome del precio del barril de Brent en noviembre, los países miembros de la OPEP y sus socios (como Rusia, Kazajistán y México) anunciaron el pasado 7 de diciembre una reducción conjunta de su producción de crudo en 1,2 millones de barriles diarios (respecto a los niveles producidos el pasado octubre de 2018), en un acuerdo que empezará a implementarse en enero de 2019 y tendrá una duración inicial de seis meses. No obstante, el anuncio tuvo una recepción ambigua en los mercados y, tras unas sesiones de indecisión, el precio del barril de Brent terminó retrocediendo en diciembre por tercer mes consecutivo, reflejando los temores de los inversores a que, de todos modos, en 2019 haya un exceso de oferta de crudo.

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



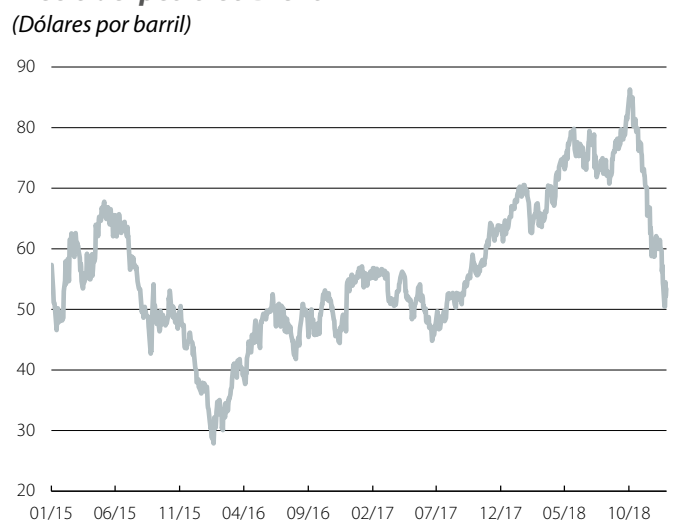
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas internacionales frente al dólar



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

Precio del petróleo Brent



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

Una expansión fiscal a la italiana

Las perspectivas económicas en Italia se han deteriorado considerablemente en estos últimos meses. En gran parte, ello es debido a las tensiones que ha generado el programa del Gobierno de coalición italiano en los mercados financieros y con Bruselas. Concretamente, el Ejecutivo confía en impulsar la actividad económica mediante una expansión fiscal, pero este plan genera dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas y ha tensionado las condiciones financieras de Italia. En este Focus, analizamos el impacto negativo que puede tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre la economía italiana y si dicho impacto puede compensar el efecto positivo sobre el PIB del estímulo fiscal.

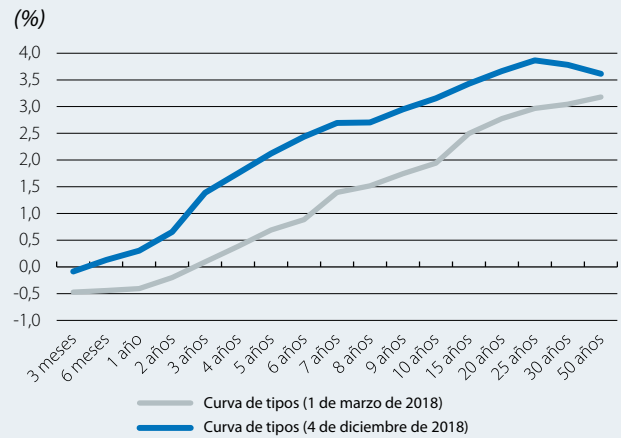
En efecto, como muestra el primer gráfico, desde que tuvieron lugar las elecciones generales italianas el pasado mes de marzo, los tipos de interés de la deuda soberana italiana han aumentado considerablemente. Por ejemplo, el tipo de interés del bono a 10 años ha pasado del 1,9% al 3,2% en solo nueve meses. Asimismo, las tensiones en los mercados financieros y el deterioro de las perspectivas para las finanzas públicas han llevado a las agencias de calificación crediticia a rebajar el *rating* soberano italiano.¹

Estos acontecimientos pueden tener implicaciones importantes para la economía italiana. En primer lugar, un aumento elevado y sostenido de los tipos de interés de los bonos soberanos se traducirá inevitablemente en un mayor coste de financiación de la deuda pública, forzando a Italia a destinar más recursos al pago de intereses de la deuda y limitando su capacidad fiscal para hacer frente a futuros *shocks* adversos. Estimamos que este impacto sería pequeño a corto plazo (dado que el vencimiento promedio de la deuda italiana es relativamente alto, de 6,9 años). Sin embargo, nuestras estimaciones indican que un aumento del tipo de interés del bono a 10 años hasta el 3,5% de manera permanente conduciría a una trayectoria ascendente de la ratio de deuda pública a partir de 2021 si el superávit primario (que excluye el pago de intereses) se mantuviera alrededor del 1,5% (es decir, solo ligeramente por debajo del nivel actual) y con un crecimiento nominal del PIB de, aproximadamente, el 2,5%.

En segundo lugar, un endurecimiento del coste de financiación del sector público suele conllevar también un deterioro de las condiciones de financiación de las empresas en el mercado. Efectivamente, tal y como muestran el segundo y tercer gráfico, desde el pasado marzo, los tipos de interés de los bonos corporativos (*sénior*) emitidos por las principales empresas italianas no financieras han aumentado entre 30 p. b. y 190 p. b., mientras que los bonos emitidos por las principales entidades bancarias

1. En octubre, Moody's rebajó la nota crediticia a Italia hasta situarla solo un escalón por encima del grado especulativo. Por su parte, Fitch y S&P mantuvieron la nota crediticia de Italia, pero cambiaron las perspectivas de *rating* a negativas.

Italia: curva de tipos de interés de la deuda soberana



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

del país han aumentado 133 p. b. (en promedio, para bonos con un vencimiento, en general, a cinco años vista). En este contexto, un mayor coste de financiación para la banca suele traducirse en un aumento de los tipos de interés de los préstamos y en una menor disponibilidad de crédito al sector privado, con impacto sobre las decisiones de gasto de empresas y hogares.

Asimismo, las tensiones en el mercado de deuda soberana italiana también pueden contribuir a debilitar los balances de bancos y de otras entidades financieras italianas, con consecuencias sobre su posición de capital. En particular, estas entidades tienen (en promedio) una elevada exposición a la deuda soberana doméstica –el 10% de sus activos lo constituyen bonos soberanos emitidos por el Gobierno italiano–, y deben reflejar en su capital cualquier cambio en el valor de mercado de estos.² Por ello, cuando se producen fuertes repuntes de los tipos de interés soberanos (es decir, fuertes caídas en el precio de los bonos), estas instituciones pueden ver erosionado su capital a través de los ajustes negativos en la valoración de estos bonos. De hecho, el BCE estima que solo en el 2T 2018 la revalorización de los bonos soberanos tuvo un impacto negativo importante (de entre 25 y 84 p. b.) sobre las ratios de capital CET1⁴ –la principal medida de solvencia financiera que usa el regulador bancario– de los principales bancos italianos.⁵

Por el momento, no obstante, el impacto sobre la oferta de crédito bancario no ha sido visible. Así, la nueva con-

2. Para el conjunto de la eurozona, el promedio es del 4,0% de los activos.

3. En particular, los cambios en el valor (razonable) de aquellos instrumentos financieros que estén clasificados como títulos comercializables (en la categoría de «activos financieros disponibles para la venta») deben registrarse directamente en el patrimonio neto de la entidad.

4. La ratio de capital *common equity tier 1* se calcula como la división entre el capital de mayor calidad (compuesto principalmente por acciones y reservas) sobre los activos ponderados por riesgo.

5. BCE (2018), «Financial Stability Review», noviembre.

cesión de préstamos y los tipos de interés, tanto a empresas como a hogares, se mantienen en niveles similares a los de abril.⁶ Asimismo, en la última encuesta de préstamos bancarios del BCE,⁷ las entidades italianas no reportaron cambios significativos en las condiciones de financiación a empresas y hogares, aunque destacaron que el coste de financiación y las restricciones de balance habían ganado peso como factores que pueden contribuir a un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. El menor impacto sobre el crédito bancario puede deberse a que el *passthrough* está siendo más lento que en periodos anteriores,⁸ a que los bancos están mejor capitalizados⁹ y a la abundante liquidez que hay en el mercado –que permite a los bancos acceder a otras fuentes de financiación menos costosas, como las operaciones de refinanciación a largo plazo del BCE (las llamadas TLTRO), y abarata otras fuentes tradicionales, como los depósitos–.¹⁰

Sin embargo, si las tensiones persisten, es de esperar que el efecto negativo del endurecimiento de las condiciones financieras sobre el crédito bancario (y, por tanto, sobre las decisiones de consumo e inversión) se haga más evidente. Asimismo, un debilitamiento continuado de las posiciones de capital forzaría a los bancos italianos a encontrar maneras alternativas para reforzar su solvencia, por ejemplo, reduciendo el riesgo de sus activos, o mediante una reducción del crédito, o bien acudiendo al mercado para levantar capital –pero para ello las condiciones en el mercado de renta variable deben ser favorables–.

En este contexto, cabe preguntarse qué efecto podría llegar a tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre la actividad económica agregada. Para ello, estimamos –a partir de la relación histórica entre ambas variables–¹¹ el impacto de un *shock* en la prima de riesgo italiana a 10 años sobre el crecimiento real de la economía. Nuestras estimaciones sugieren que un aumento de 100 p. b. del tipo soberano a 10 años sostenido a lo largo de cuatro trimestres puede reducir el crecimiento anual del PIB real en 0,47 p. p. Así, ello implicaría que el repunte de tipos observado desde el 2T 2018 puede haber afectado negativamente el crecimiento en la segunda mitad de 2018 y seguir lastrándolo durante 2019.

6. Datos del BCE hasta octubre de 2018.

7. Llevada a cabo en el 3T.

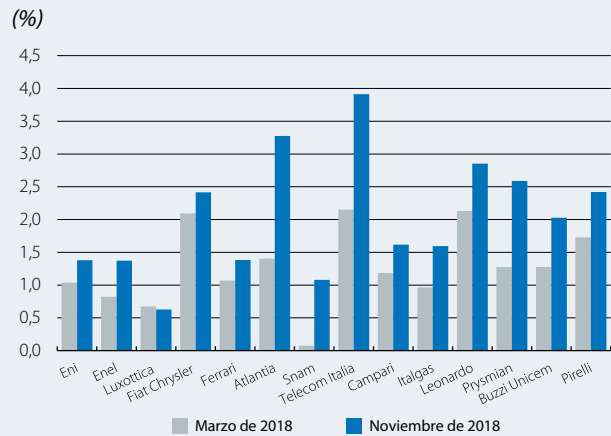
8. Véase, por ejemplo, Albertazzi, U. *et al.* (2014), «The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks», donde se estima que un aumento en 100 p. b. de la prima de riesgo italiana normalmente se traduce, tras tres o cuatro meses, en un aumento de los tipos de interés bancarios de 20 p. b.

9. A finales de 2014, la ratio de capital CET1 promedio del sector se situaba en el 11,7%, frente al 13,9% al cierre del 2T 2018. La mejor capitalización hace que los bancos sean menos susceptibles a aumentos de los costes de financiación y a cambios en el valor de los bonos soberanos.

10. La principal fuente de financiación de los bancos italianos siguen siendo los depósitos de residentes –que representan aproximadamente el 63% del total de financiación de los bancos– y estos, por el momento, siguen creciendo a buen ritmo (un 3% interanual).

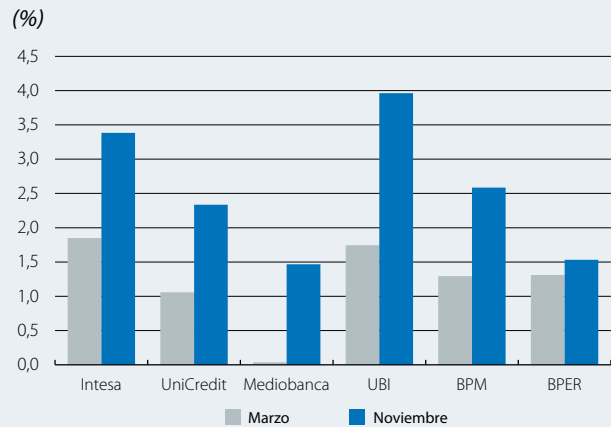
11. En particular, las relaciones se modelizan a través de un VAR, con datos comprendidos entre el 2000 y 2018.

Italia: tipos de interés de bonos sénior de empresas no financieras



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

Italia: tipos de interés de bonos sénior de la banca



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

Por otro lado, la expansión fiscal que contempla el Gobierno italiano es de 0,9 p. p. de PIB.¹² Puesto que varias estimaciones sitúan el multiplicador fiscal¹³ para Italia entre el 0,5 y el 0,8, el impulso fiscal tendría un impacto positivo sobre el PIB de 0,5 p. p. en 2019. No obstante, este efecto depende de las medidas específicas que se terminen implementando¹⁴ y de que se mantenga la confianza inversora (de lo contrario, la inversión privada podría reducirse más allá de lo que sugeriría el aumento del coste de capital). Por tanto, en términos netos, de persistir el endurecimiento de las condiciones financieras, cualquier efecto expansivo de la política fiscal sobre la economía quedará fácilmente diluido, pudiendo incluso causar una desaceleración del crecimiento en 2019.

12. Según el deterioro del balance estructural –balance presupuestario ajustado por el ciclo económico y por *one-offs* y otras medidas temporales– previsto en el plan presupuestario enviado a Bruselas el 13 de noviembre de 2018.

13. El aumento del PIB como respuesta a la expansión fiscal.

14. A mediados de diciembre, el Ejecutivo italiano revisó a la baja su objetivo de déficit para 2019. Está por ver cuáles serán las medidas concretas que se implementarán y el tamaño de la expansión fiscal.

Tipos de interés (%)

	31-dic	30-nov	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	-0,31	-0,32	1	2,0	2,0
Euríbor 12 meses	-0,12	-0,15	3	6,6	6,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,57	-0,63	6	6,8	6,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,61	-0,60	-1	1,7	1,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,24	0,31	-7	-18,7	-18,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,42	1,50	-8	-14,7	-14,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,72	1,83	-11	-22,3	-22,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,50	2,25	25	100,0	100,0
Líbor 3 meses	2,81	2,74	7	111,6	111,6
Líbor 12 meses	3,01	3,12	-11	90,3	90,3
Deuda pública a 1 año	2,60	2,68	-8	86,8	86,8
Deuda pública a 2 años	2,49	2,79	-30	60,7	60,7
Deuda pública a 10 años	2,68	2,99	-31	27,5	27,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-dic	30-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	89	81	8	43,9	43,9
Itraxx Financiero Sénior	109	104	4	64,7	64,7
Itraxx Financiero Subordinado	228	211	18	123,8	123,8

Tipos de cambio

	31-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,147	1,132	1,3	-4,5	-4,5
EUR/JPY (yenes por euro)	125,830	128,440	-2,0	-7,0	-7,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,899	0,887	1,3	1,2	1,2
USD/JPY (yenes por dólar)	109,690	113,570	-3,4	-2,7	-2,7

Materias primas

	31-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	409,2	416,2	-1,7	-5,4	-5,4
Brent (\$/barril)	53,8	58,7	-8,4	-19,5	-19,5
Oro (\$/onza)	1.282,5	1.222,5	4,9	-1,6	-1,6

Renta variable

	31-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.506,9	2.760,2	-9,2	-6,2	-6,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.001,4	3.173,1	-5,4	-14,3	-14,3
Ibex 35 (España)	8.539,9	9.077,2	-5,9	-15,0	-15,0
PSI 20 (Portugal)	4.731,5	4.914,1	-3,7	-12,2	-12,2
Nikkei 225 (Japón)	20.014,8	22.201,8	-9,9	-12,1	-12,1
MSCI emergentes	965,7	994,7	-2,9	-16,6	-16,6

Camino a una desaceleración global de fondo

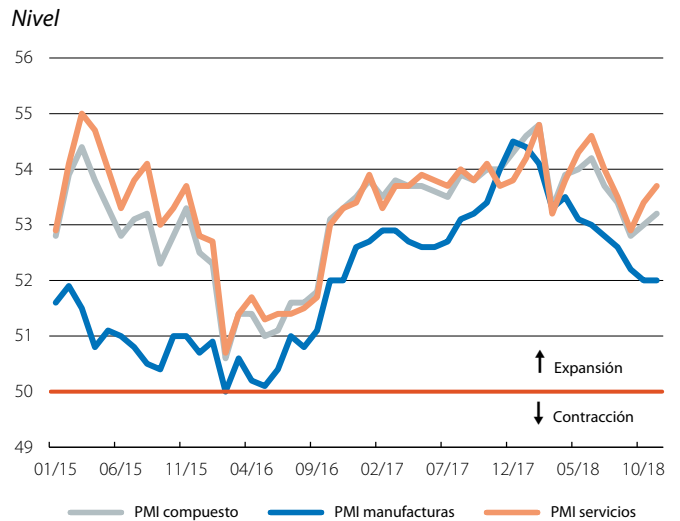
¿Pausa temporal en la senda de desaceleración global? Tras unos trimestres complicados, en los cuales los indicadores globales de sentimiento económico iban cediendo en su impulso, los últimos datos disponibles muestran que algunos indicadores de confianza representativos, como el indicador compuesto PMI global, han flexionado al alza. Una lectura similar se puede extraer de indicadores de actividad de los emergentes, como el llamado IIF Growth Tracker, que trata de estimar el crecimiento contemporáneo de estos países y que sumó dos meses consecutivos al alza en noviembre. Más allá de que esta sea una pausa en la ralentización económica más o menos dilatada en el tiempo, los registros de los indicadores globales sugieren un ritmo de actividad inferior al existente trimestres atrás y, si revisamos los factores que subyacen a esta moderación económica, todo apunta a que la desaceleración que se ha venido observando en lo que va de año tiene visos de continuidad.

Los factores que lastran el crecimiento siguen activos. El proceso de desaceleración económica global que se ha dado en los últimos trimestres se explica por una conjunción de factores, de diferente naturaleza, que están actuando simultáneamente y que se espera que sigan lastrando (moderadamente) el crecimiento mundial en los próximos tiempos. De entrada, las condiciones financieras globales se han vuelto menos acomodaticias de la mano de algunos bancos centrales (principalmente, y como es notorio, de la normalización monetaria de la Fed), pero también del repunte de volatilidad financiera en muchas bolsas y, en ciertos casos, de las *yields* soberanas. Además, la incertidumbre geopolítica (en particular, el desarrollo del llamado giro proteccionista de EE. UU., que ha conducido a una espiral de tensiones comerciales con China y, en menor medida, con la UE) ya está teniendo un peaje en los flujos de comercio internacional. Así, en septiembre, el crecimiento interanual del comercio fue del 2,4%, frente al 5,6% a comienzos de 2018. Finalmente, la evolución de las materias primas, en sentido amplio, no solo del petróleo, ha flexionado a la baja en la segunda mitad del año: el índice CRB, que mide un conjunto amplio de cotizaciones de materias primas, ha caído un 7% desde junio pasado. Dado que esta es una fuente clave de crecimiento en muchos emergentes, es lógico que pierdan impulso.

ESTADOS UNIDOS

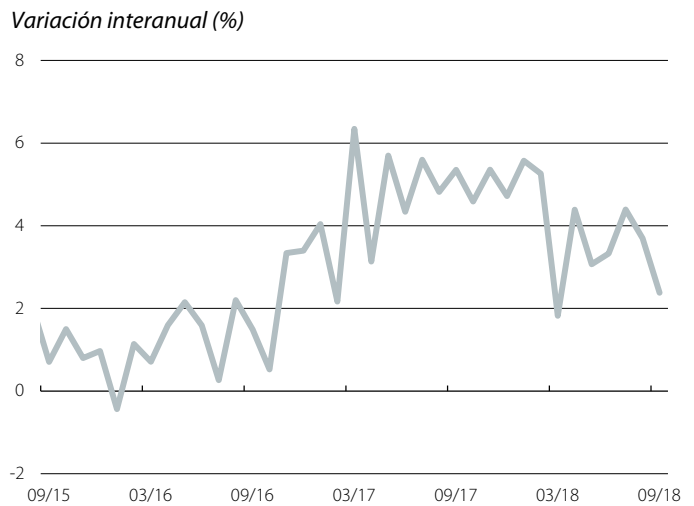
La actividad mantiene un tono vigoroso, pero los focos de riesgo no se apaciguan. Así, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 135,7 puntos en noviembre, un nivel considerablemente superior al promedio de 2017 (120,5), mientras que el índice de sentimiento empresarial (ISM) rebotó hasta los 59,3 puntos, con lo que se mantiene en cotas históricamente elevadas. En la misma línea, la segunda estimación del PIB del 3T ratificó el buen *momentum* de la economía estadounidense (con un avance del 0,9%

Indicadores de actividad mundial



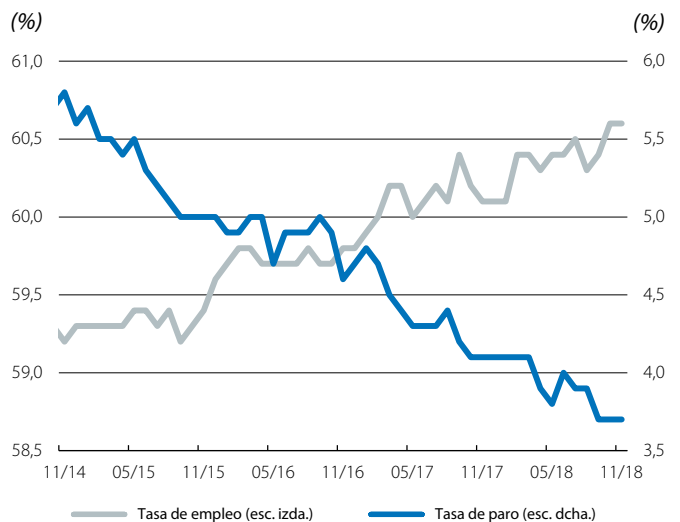
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IHS Markit.

Comercio internacional de bienes *



Nota: * En volúmenes.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CPB World Trade Monitor.

EE. UU.: mercado laboral



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

intertrimestral y el 3,0% interanual). En este contexto de firmes cifras de actividad, EE. UU. y China acordaron paralizar la imposición de nuevos aranceles durante 90 días mientras negocian acerca de las características de sus relaciones bilaterales futuras. A pesar de que esta llamada «tregua comercial» ha supuesto un cierto alivio, todavía queda lejos una solución definitiva al conflicto.

En un contexto de madurez cíclica, la Fed vuelve a subir tipos. La economía estadounidense se mantiene, por tanto, en una etapa dinámica a pesar de encontrarse en una fase madura del ciclo. Esta tesitura se ve reflejada, especialmente, en la fortaleza del mercado laboral, capaz de crear, en noviembre, 155.000 empleos (cifra elevada, si se tiene en cuenta la situación de práctico pleno empleo de la economía). En este contexto, y tal como se esperaba, la Fed volvió a aumentar el tipo de referencia hasta el 2,25%-2,50%. Sin embargo, por lo que se refiere a la senda de tensionamiento futuro, la Fed ha transmitido al mercado la posibilidad de un ritmo de subidas más lento a partir de 2019, lo que refleja las dudas sobre el ritmo de crecimiento en EE. UU. en 2019, cuando los efectos expansivos de la política fiscal se vayan diluyendo.

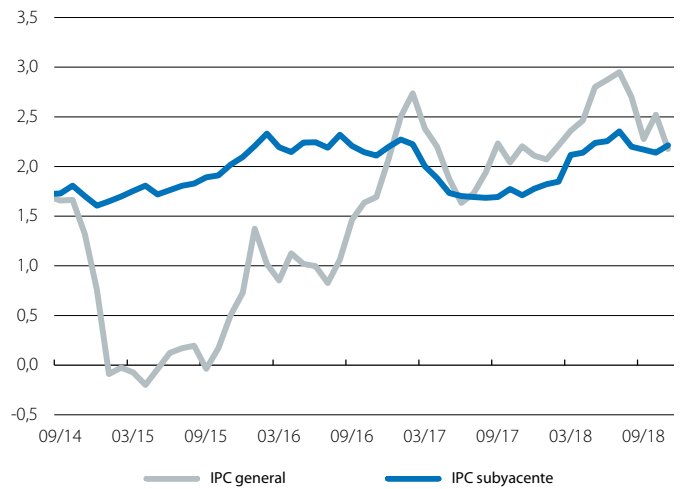
EUROZONA

El ritmo de actividad se frena, pero el alcance de la desaceleración podría ser temporal. Los indicadores de actividad más recientes de la eurozona han sugerido que la ralentización económica sigue abriéndose paso, lo que ha aumentado la preocupación sobre el auténtico ritmo de crecimiento que cabe esperar para los próximos trimestres. Con todo, la desagregación del PIB del 3T 2018 confirmó que la demanda interna se mantiene como principal artífice del crecimiento de la eurozona, lo que, dado el carácter inercial que acostumbra a tener este agregado, invita a pensar que el crecimiento de la eurozona se emplazará en cotas más positivas en los próximos trimestres (para más detalles, véase el Focus «El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo» en este mismo Informe Mensual). Esta es, además, la lectura que hace el BCE, en la que destaca el carácter temporal de la ralentización y que viene siendo aceptada como una visión consensual y razonable.

El Reino Unido e Italia siguen siendo fuentes de incertidumbre. A medida que se acerca la fecha oficial de salida del Reino Unido de la UE, las certezas sobre cómo se va a realizar el proceso, en vez de aumentar, disminuyen. Así, en diciembre, asistimos a la retirada del voto parlamentario sobre el preacuerdo del *brexit* y a una moción de confianza a Theresa May que, aunque la superó, también sirvió para constatar la fragmentación en el propio Partido Conservador. Ahora se ha anunciado un nuevo intento de la ratificación del preacuerdo en la Cámara de los Comunes, que se debería realizar antes del 21 de enero de 2019. Aunque cabe esperar que el Gobierno británico consiga ratificar el acuerdo, las dificultades para lograr una mayoría en la Cámara de los Comunes hacen aumentar las probabilidades de que el Reino Unido difiera la salida de la UE o que se llegue al día del *brexit* sin acuerdo, lo que conduciría a una salida desordenada

EE. UU.: IPC

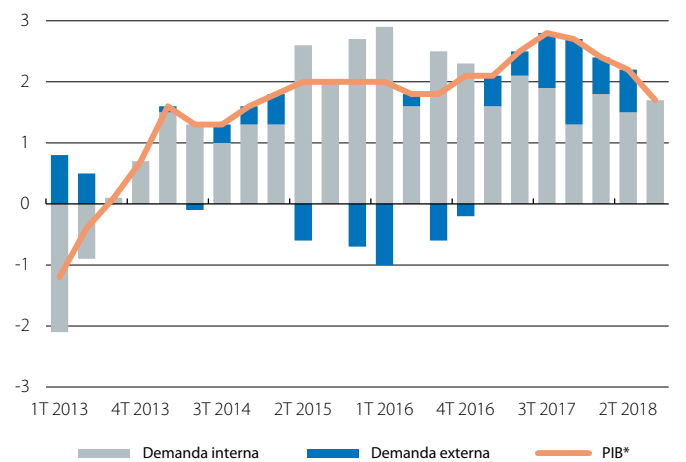
Variación interanual (%)



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

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

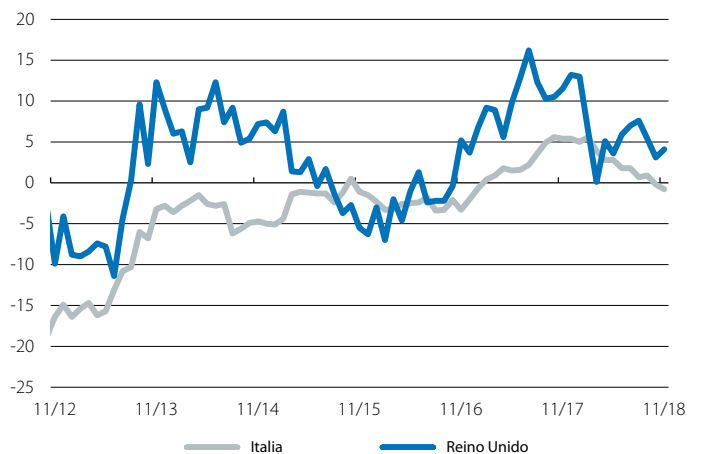


Nota: * Variación interanual.

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

Italia y Reino Unido: indicador de confianza empresarial

Nivel



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

del Reino Unido. Algo mejor es la evolución del conflicto presupuestario entre Italia y la UE. Tras el inicio por parte de la Comisión Europea del proceso para abrir el procedimiento que podría conducir a la aplicación del llamado «procedimiento de déficit excesivo», el Gobierno italiano ha cedido y ha anunciado una revisión a la baja del objetivo de déficit para 2019 (del 2,04% del PIB, frente al 2,4% inicialmente propuesto). A pesar de que ello representa un paso en la dirección adecuada y de que la Comisión Europea ha anunciado que se podría acabar desactivando el procedimiento, es poco probable que el flanco de las finanzas públicas italianas deje de ser una fuente de riesgo.

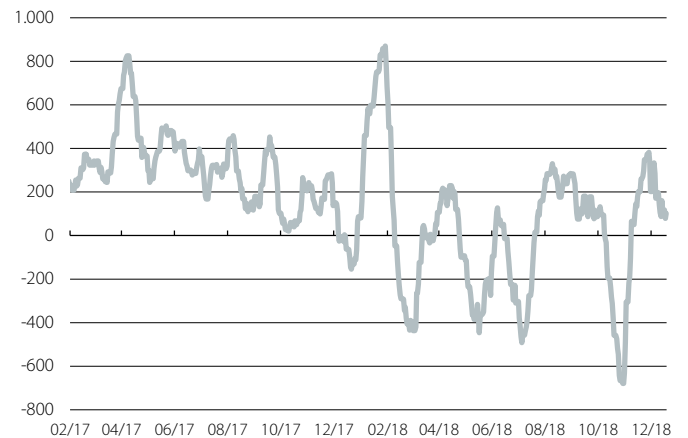
EMERGENTES

Alivio (temporal) en las economías emergentes. El estado de forma de diversas economías emergentes (los conocidos como «emergentes frágiles», caracterizados por la presencia de desequilibrios macroeconómicos) ha centrado la preocupación de analistas e inversores al menos desde el verano pasado. En octubre y noviembre, la tónica de fondo de la actividad ha sido más favorable, aunque con algunas salvedades como Turquía (sobre la que se abunda posteriormente). Uno de los reflejos de esta mejoría del sentimiento económico y de la tolerancia al riesgo de los inversores ha sido la recuperación de las entradas de capitales, tanto de deuda como acciones, en esos dos meses. No obstante, esa misma medida ha mostrado signos de erosión en diciembre, reflejo del aumento de volatilidad financiera global de las últimas semanas. Más allá de esta visión a corto plazo, y como ya hemos comentado, se prevé que la desaceleración emergente continúe en los próximos trimestres habida cuenta del triple peaje que asumen estas economías, al afrontar un contexto de endurecimiento financiero global, de mantenimiento de la incertidumbre sobre las tensiones comerciales y de una evolución bajista del precio de las materias primas.

La economía china sigue ralentizándose, tanto en su dimensión interna como externa. Así, en noviembre, la producción industrial creció solamente un 5,4% interanual (5,9% en octubre), el menor avance desde principios de 2016. Las ventas minoristas también se desaceleraron hasta el 8,1% (8,6% en octubre). Además, las exportaciones chinas (en dólares) aumentaron un 5,4% interanual en noviembre, una importante desaceleración tras el buen dato de octubre (15,6%). De este modo, el sector exportador chino empieza a mostrar un margen de maniobra algo menor ante las tensiones comerciales con EE. UU. y el conjunto de indicadores apunta a un crecimiento por debajo del 6,5% en el 4T.

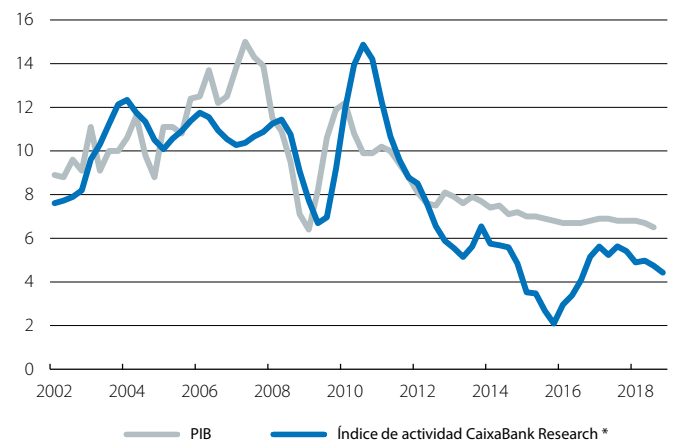
Notable pérdida de ritmo económico en Turquía. En el 3T, el crecimiento del PIB fue del 1,6% interanual, lejos del 5,3% del trimestre anterior e inferior a lo previsto. El detalle por componentes muestra que la parada súbita de la entrada de capitales internacionales del verano frenó en seco la financiación de la inversión y del consumo privado (componente asimismo afectado por el shock inflacionista). Además, la dinámica negativa de crecimiento probablemente continuará en los próximos trimestres.

Emergentes: entradas netas de capital *
(Millones de dólares, media móvil de 28 días)



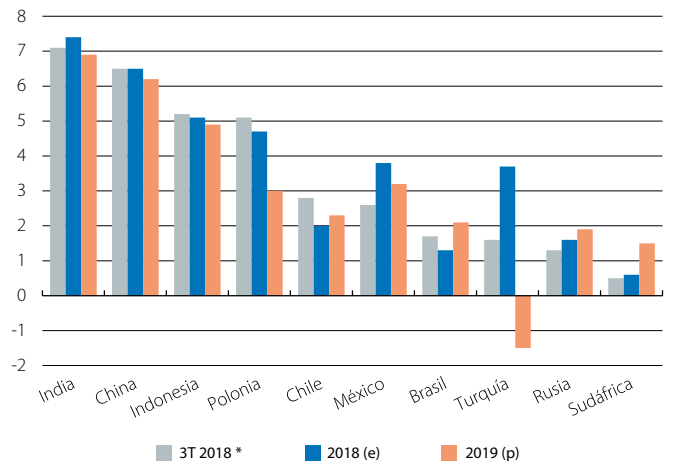
Nota: * Flujos de cartera (deuda y acciones). Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB frente al indicador de actividad CaixaBank
Variación interanual (%)



Nota: * Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Emergentes: PIB
Variación anual (%)



Nota: * Variación interanual. (e) Estimación. (p) Previsión.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo

Tras un 2017 realmente excepcional, el crecimiento de la eurozona bajó una marcha en la primera mitad de 2018 y, aunque levantó algunas suspicacias, se achacó a factores temporales (gripes, huelgas, meteorología...). Sin embargo, el ritmo de avance en el 3T ha sido mucho menor y esto ya ha hecho saltar algunas alarmas. ¿Hasta qué punto debemos preocuparnos? En este artículo estudiaremos en detalle esta cuestión: empezaremos analizando el dato del 3T para dirimir qué ha fallado y, a continuación, realizaremos una prospección sobre las perspectivas de la economía europea para los próximos trimestres.

Cuando miramos de forma desglosada la composición del PIB en el 3T, los elementos más preocupantes son el modesto crecimiento del consumo privado (+0,1% intertrimestral) y la caída de las exportaciones (-0,1% intertrimestral). Sin embargo, cuando profundizamos en las causas, vemos que ambos componentes se han visto parcialmente afectados por factores temporales de peso.

En concreto, dos factores temporales han lastrado el consumo de los hogares. En primer lugar, el precio del petróleo escaló más de lo anticipado en el 3T, lo que redujo el poder adquisitivo de los hogares (el consumo real se desaceleró pero el consumo nominal se mantuvo estable, de forma que esta vez las familias no compensaron el repunte de precios con un mayor gasto). Según nuestras estimaciones,¹ la subida del petróleo habría detraído 0,2 p. p. de crecimiento del consumo en el 3T, lo que a su vez reduciría el crecimiento intertrimestral del PIB en 0,1 p. p.

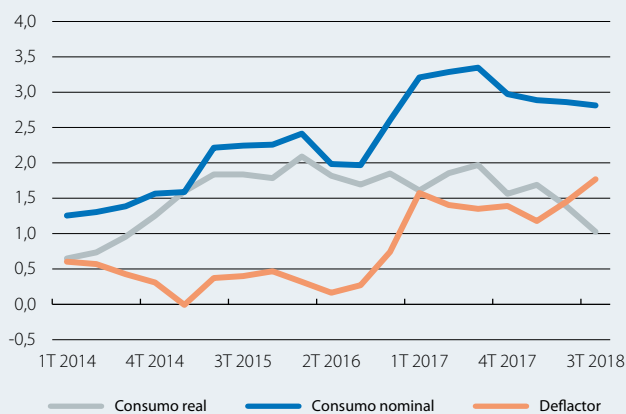
En segundo lugar, el 1 de septiembre entró en vigor en toda la UE un nuevo protocolo para las emisiones contaminantes de los vehículos. La nueva regulación tuvo efectos disruptivos importantes sobre la actividad económica: como se observa en el segundo gráfico, en agosto los concesionarios lograron vender el estocaje de vehículos que no superarían la nueva homologación, pero ello se vio más que compensado por la caída de la producción en septiembre –cuando los fabricantes tuvieron que ralentizar su producción para ajustar los vehículos al nuevo marco normativo–. Estimamos que este segundo factor redujo también en 1 décima el crecimiento del PIB,² ya que la menor producción de coches erosionó el crecimiento económico. Además, la menor producción de vehículos también lastró las exportaciones y estimamos que ello redujo

1. Comparamos el consumo real con los precios del petróleo realizados (68 euros por barril a finales del 3T) frente a un escenario con unos precios del petróleo alrededor de los 60 euros por barril (el promedio de los nueve primeros meses del año).

2. El crecimiento intertrimestral de los nuevos vehículos registrados sorprendió negativamente en 4,5 p. p. y el 4% del gasto de los hogares en la UE es en automóviles, arrojando una caída del consumo de prácticamente 0,2 p. p.

Eurozona: consumo nominal y consumo real

Variación interanual (%)



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

Eurozona: registros de nuevos coches para pasajeros *

Nivel (miles)

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

el crecimiento en 0,2 p. p. adicionales.³ De este modo, los factores temporales detrajeron 0,4 p. p. de crecimiento (véase el tercer gráfico), con lo que, si no hubieran estado presentes, el crecimiento podría haber alcanzado un sólido 0,6% intertrimestral.

Estos resultados son tranquilizadores, pero queremos también analizar las perspectivas económicas de la eurozona para los próximos meses. Por un lado, la moderación del precio del petróleo que estamos viendo en el 3T, la vuelta a la normalidad observada en octubre en la actividad en el sector de la automoción y el dinamismo del

3. El crecimiento de la producción de coches sorprendió negativamente en algo más de 8 p. p. en el 3T. Dado que las exportaciones europeas de coches suponen el 7% del total de las exportaciones, la sorpresa negativa redujo las exportaciones europeas en casi 0,6 p. p.

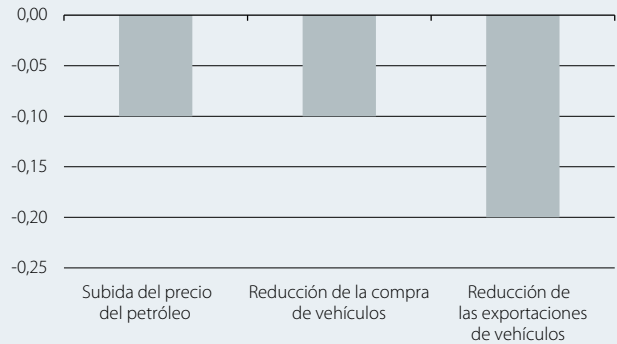
mercado laboral⁴ apuntan a un rebote significativo del consumo en el 4T y a una evolución positiva en 2019. Por el otro, la continuidad de unas condiciones macrofinancieras acomodaticias seguirá impulsando el consumo y la inversión. El elemento que más preocupa es la debilidad del sector exterior (incluso si las exportaciones de automóviles no hubieran caído en el 3T, la contribución de la demanda externa hubiera sido de -0,1 p. p. en términos intertrimestrales), afectado por la incertidumbre, la desaceleración de la economía global y las tensiones comerciales. Esperamos que el sector exterior continúe en horas bajas en los próximos trimestres, pero, gracias a la demanda interna, ello no debería ser óbice para observar ritmos de crecimiento económico razonables para el conjunto de la eurozona.

Tras esta visión cualitativa, terminamos el artículo con un análisis cuantitativo que pone sobre la mesa algunas cifras para dilucidar la magnitud de la evolución razonablemente positiva que esperamos para los próximos meses. Para ello, realizamos un pequeño modelo de predicción del crecimiento del PIB en los próximos trimestres a partir de los registros de los indicadores de sentimiento empresarial (PMI) y de estimaciones de los principales indicadores de actividad (ventas minoristas y producción industrial)⁵ en el 4T.⁶ En este sentido, el ejercicio de predicción arroja un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,4% para los próximos trimestres. Se trata de ritmos de crecimiento remarcables que se emplazan en niveles similares a nuestras previsiones (0,5% en los próximos trimestres).

En definitiva, de nuestras estimaciones se desprende que la coctelera cuenta con ingredientes suficientes como para que la economía europea recupere su dinamismo en los próximos trimestres. Con todo, debemos ser muy cautos con relación al último tramo de 2018 y el inicio de 2019, dado que ha surgido un nuevo factor que está afectando negativamente la economía. Concretamente, las disrupciones en la actividad económica en Francia tras las movilizaciones de los chalecos amarillos han reducido el PMI en diciembre y podrían suponer un nuevo freno al crecimiento de la actividad de la eurozona.

Eurozona: factores temporales y crecimiento intertrimestral en el 3T

(p. p.)

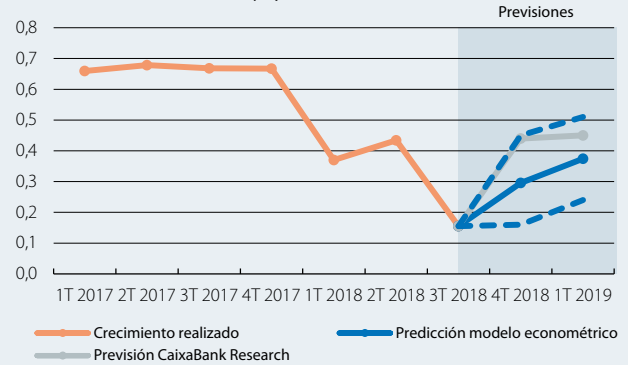


Nota: Impactos estimados siguiendo la metodología desarrollada en las notas 1, 2 y 3 al pie de página.

Fuente: CaixaBank Research.

Eurozona: modelo de predicción del PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: Predicciones a partir de los datos de los PMI y de estimaciones de ventas minoristas y producción industrial para el 4T. Las líneas discontinuas representan los intervalos de confianza al 95%.

Fuente: CaixaBank Research.

4. Según datos del BCE, la remuneración por trabajador creció un 2,5% interanual en el 3T, el ritmo más elevado desde 2008.

5. Regresamos el crecimiento del PIB sobre los indicadores de actividad y sentimiento. La principal especificación es: crecimiento PIB_t = β₀ + β₁ * PMI_t + γ * ventas minoristas_t + α * producción industrial_t + ε_t, con datos trimestrales que empiezan en el año 2000.

6. Utilizamos los datos observados de ventas minoristas y producción industrial en octubre y una estimación de los registros en noviembre y diciembre a partir de los PMI observados en el 4T.

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	12/18
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	4,9	4,6	...
Confianza del consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	136,4	128,1
Producción industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	3,8	3,9	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	59,3	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.234	1.217	1.256	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	189	200	205	209	211	212	214	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,7	3,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	...	...
Precios									
Inflación general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,2	...
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	2,2	...

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Actividad									
PIB real	0,6	1,9	2,0	1,2	1,4	0,1	–	...	–
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	0,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	19,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	–0,2	...
Precios									
Inflación general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	0,9	...
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	...

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

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

CHINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
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	5,4	...
PMI manufacturas (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	50,0	49,4
Sector exterior									
Balanza comercial ¹	512	420	420	404	377	349	347	353	...
Exportaciones	–8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,8	15,5	5,4	...
Importaciones	–5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	20,8	3,0	...
Precios									
Inflación general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	2,2	...
Tipo de interés de referencia ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,9	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	12/18
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,1	1,7	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	1,6	3,0	4,2	3,1	2,4	0,8	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-2,7	-3,9	-6,2
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	51,8	51,4
PMI servicios	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,4	51,4
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	12/18
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	12/18
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	3,4	3,3	...	...
Alemania	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,7	...	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	...	...
Italia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	...	...
España	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	1,0	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	98,9	98,3	98,4

Nota: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
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	1,2	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
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	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.

Un año de transición hacia cotas de crecimiento más sostenibles

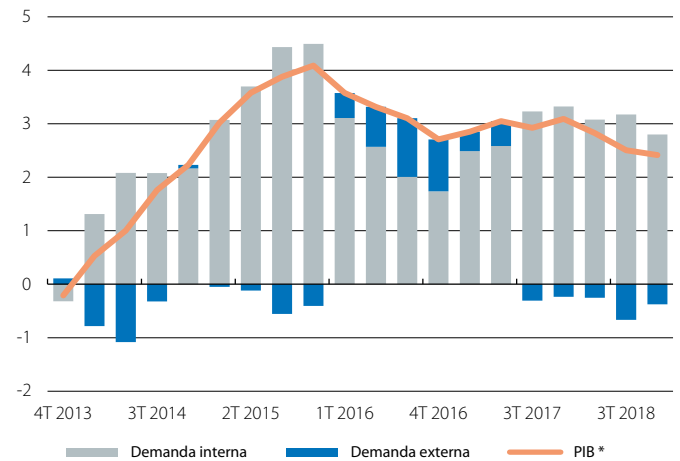
La economía española mantiene unas perspectivas favorables. Los últimos datos disponibles sugieren que la economía española cerrará el 2018 con un crecimiento del 2,5% y, de cara a 2019, preveemos que la economía seguirá creciendo a un ritmo elevado, aunque algo más moderado que el registro del año anterior. Más concretamente, esperamos un avance del 2,1%, un registro similar a las previsiones de otras entidades, como las del Banco de España, que en su último informe trimestral sitúa el crecimiento para 2019 en el 2,2%. Esta moderación del ritmo de expansión se debe al desvanecimiento de los factores de apoyo que han dado un mayor impulso al crecimiento en los últimos años (bajo precio del petróleo, compresión de los tipos de interés y aceleración del crecimiento global) y a un menor empuje cíclico. Con todo, el crecimiento se estabilizará en cotas elevadas y más acordes con el potencial de la economía, que situamos cerca del 1,8%. Por componentes, preveemos que la demanda interna seguirá siendo el principal motor de crecimiento, gracias a la buena evolución del mercado laboral y al buen clima de confianza, mientras que esperamos que las exportaciones se recuperen, al menos parcialmente, de unos trimestres que han avanzado por debajo de lo esperado. Aun así, el tirón que la demanda interna ejercerá sobre las importaciones nos lleva a prever que la contribución neta del sector exterior al crecimiento será muy limitada.

Los indicadores de actividad apuntan a un buen cierre de año y el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento del 0,61% intertrimestral en el 4T 2018, un registro similar al del 3T. El balance del conjunto de indicadores es positivo y se ha reflejado en una previsión de crecimiento que ha ido de menos a más a lo largo del mes. Más concretamente, los últimos indicadores han flexionado al alza tanto a nivel de sentimiento (en noviembre, el PMI de manufacturas subió 0,8 puntos hasta los 52,6 puntos y la confianza del consumidor subió 0,6 puntos hasta los -6,6 puntos), como de actividad en el sector manufacturero (la producción industrial creció, en octubre, un 0,8% interanual en términos desestacionalizados, +1 p. p. respecto al mes anterior) y del consumo (en octubre, las ventas minoristas repuntaron con fuerza y crecieron un 4,5% en términos desestacionalizados, 3 p. p. por encima del registro de septiembre). Además, esta buena evolución no se ha visto empañada por la ralentización de las exportaciones (3,0% interanual en septiembre, -2 p. p. respecto al mes anterior).

El mercado laboral sigue generando empleo y se confirma la recuperación de los salarios. La afiliación a la Seguridad Social creció un 2,9% interanual en noviembre, con lo que desde noviembre de 2017 el número de afiliados ha aumentado en 527.869 personas, una cifra muy significativa que ayuda a explicar el buen comportamiento de la demanda interna y el buen clima de confianza en la economía. Sin embargo, respecto al 3,1% de octubre, el registro de noviembre fue sólido, pero va en consonancia con nuestra expectativa de que la generación de empleo se moderará de forma paulatina en los próximos trimestres. Por su parte, los últimos datos del INE muestran que

España: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

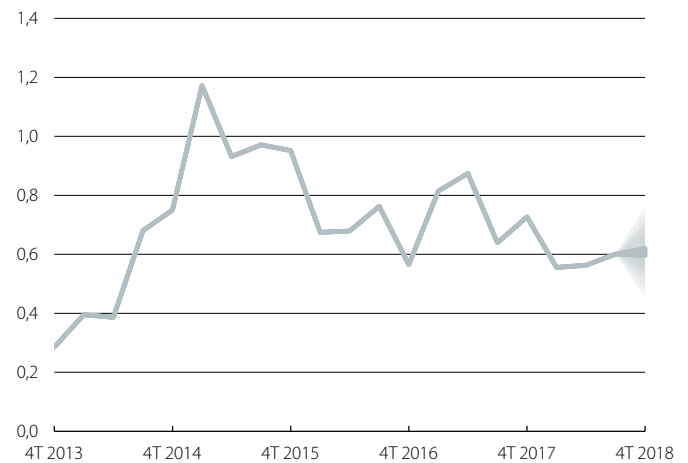


Nota: * Variación interanual (%).

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

España: PIB

Variación intertrimestral (%)

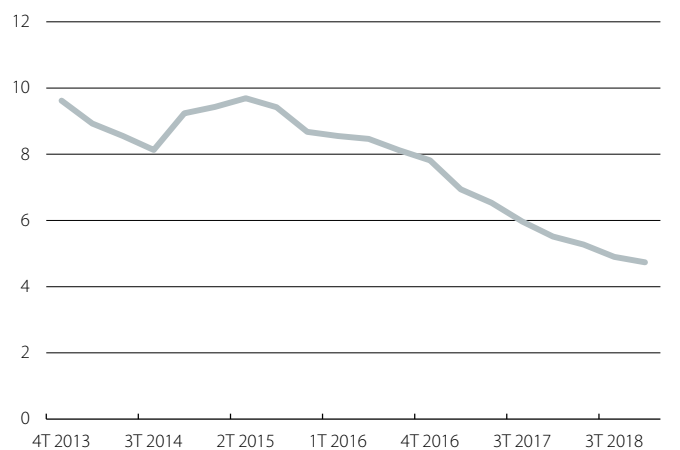


Nota: Intervalo de confianza al 90%.

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

España: ahorro bruto de los hogares sobre la renta disponible

Datos acumulados de cuatro trimestres (%)



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

los costes laborales por hora efectiva repuntaron y crecieron un 2,5% interanual en el 3T, un registro claramente superior al 1,2% del 2T y al promedio en 2017 (0,0%), y relativamente en línea con el dato del 3T para el conjunto de la eurozona (2,2%). De este modo, se confirma una recuperación progresiva de los salarios que prevemos que tenga continuidad en los próximos trimestres. Es más, en este sentido, el Gobierno aprobó en el último Consejo de Ministros un aumento del salario mínimo interprofesional hasta los 900 euros (+22,3%) y un incremento salarial para los empleados públicos en 2019 del 2,25% fijo (con un 0,25% adicional para los empleados de la Administración central), al que podría sumarse un 0,25% adicional si el crecimiento del PIB fuera superior al 2,5%.

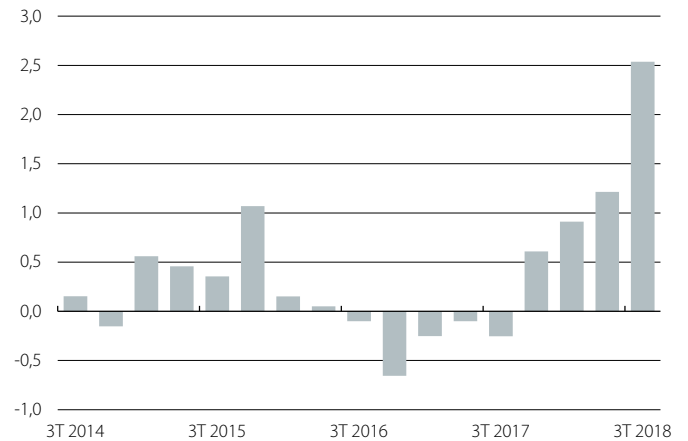
La tasa de ahorro cae ligeramente en el 3T y se sitúa en el 4,7% de la renta bruta disponible (RBD), 0,2 p. p. por debajo del registro del trimestre anterior. El comportamiento del ahorro refleja la buena evolución del consumo privado que, en términos nominales, creció un 4,0% interanual en el 3T. Con todo, la pautina recuperación de la RBD, que creció un 2,7% interanual, 0,6 p. p. por encima del registro del 2T, permitió que la caída de la tasa de ahorro fuera menor que en trimestres anteriores. De cara a los próximos trimestres, prevemos que los hogares moderen ligeramente el crecimiento del consumo y usen la mejora prevista de los ingresos, gracias al aumento del empleo y de los salarios, para empezar a recomponer su colchón de ahorro.

Los bienes energéticos siguen pesando sobre el superávit por cuenta corriente. El saldo por cuenta corriente se situó en los 12.254 millones de euros en octubre (1,02% del PIB), un registro inferior al del mes de octubre de 2017 (1,80% del PIB). Esta diferencia, de -8.522 millones de euros, se explica en su práctica totalidad por el deterioro del saldo comercial de bienes energéticos, cuya contribución volvió a ser negativa y se deterioró en octubre en 0,12 p. p. del PIB respecto al mes anterior. De cara a final de año, el descenso registrado en el precio del petróleo en noviembre y diciembre podría aportar cierto alivio al deterioro de la balanza comercial.

El precio de la vivienda sigue creciendo con robustez en el 3T, con un aumento del 7,2% interanual (según precios de compraventa del INE), 0,4 p. p. más que el trimestre anterior y por encima del promedio de 2017 (6,2%). Este dato está en consonancia con los sólidos indicadores de demanda (compraventas) y oferta (inversión residencial) disponibles para el 3T, que sugerían un buen dinamismo del mercado de la vivienda. No obstante, el valor del indicador contrasta con el registro de crecimiento de los precios que publicó el Ministerio de Fomento (serie basada en los precios de tasación) para el 3T, que arrojó una moderación del crecimiento de los precios de la vivienda. Este comportamiento divergente no debería sorprendernos si tenemos en cuenta que ambas series se nutren de fuentes de datos distintas, aunque cabe destacar que el indicador del INE, al usar los precios de transacción de las viviendas proporcionado por los datos de notaría, en lugar de los de tasación, debería ser un indicador más fiable de la evolución de los precios en el mercado inmobiliario. De cara a los próximos trimestres, prevemos que los precios sigan creciendo sólidamente, gracias al buen comportamiento de la demanda y a las condiciones financieras acomodaticias, aunque a un ritmo algo por debajo de las cotas alcanzadas en los últimos trimestres.

España: coste laboral total por hora *

Variación interanual (%)

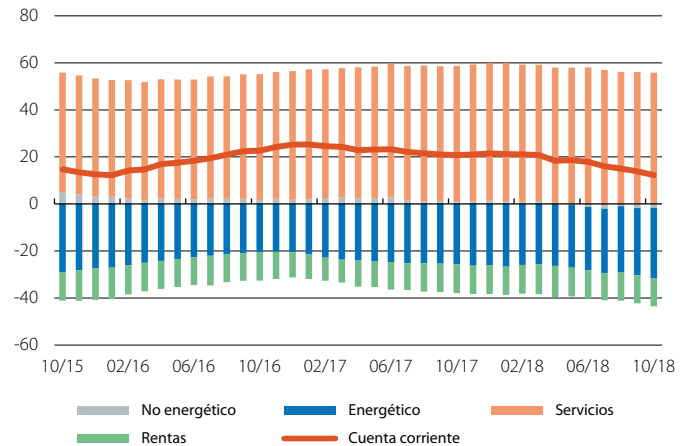


Nota: *Serie desestacionalizada y ajustada por efectos de calendario.

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

España: saldo de la balanza por cuenta corriente

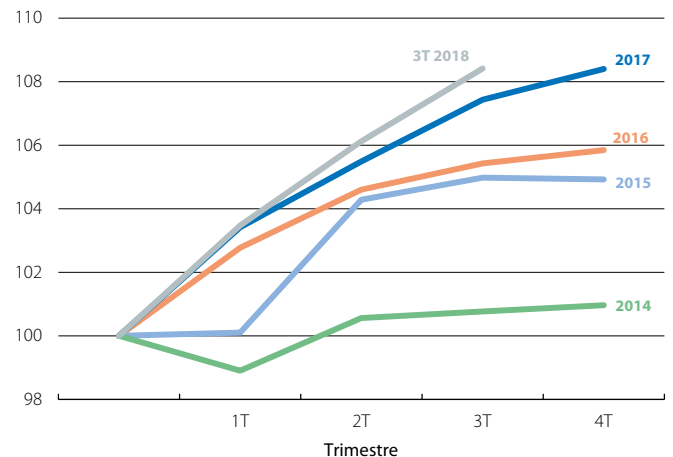
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

España: precio de la vivienda basado en compraventas

Índice (100 = año anterior)



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

¿Un mayor dinamismo de los salarios supondrá una mayor inflación en España?

Durante el 2018, la inflación subyacente ha permanecido estable a pesar del dinamismo del mercado laboral. En parte, ello se ha debido a que los salarios aún no crecen de forma significativa. Para los próximos años, sin embargo, todo apunta a que la recuperación de los salarios irá ganando fuerza, lo que podría presionar al alza la inflación. Por ello, a continuación, exploramos el vínculo entre la recuperación salarial y la inflación.

Dinámicas recientes de la inflación

España cerrará el 2018 con una inflación cercana al 2% en un año en el que, tras empezar con unos registros cercanos al 1% en el 1T 2018, se ha ido de menos a más. Sin embargo, gran parte de este empuje se debe a la evolución de los precios energéticos, altamente volátiles y muy dependientes del precio del petróleo. En cambio, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (precios energéticos y de alimentos no elaborados) y refleja mejor las tendencias inflacionistas de fondo, se ha mantenido relativamente estable y en cotas contenidas (alrededor del 1% en la mayor parte del año).

La estabilidad de la inflación subyacente en estas cotas bajas contrasta con el dinamismo del mercado laboral. Entre 2013 y 2018, la tasa de paro se ha ido reduciendo sostenidamente a un ritmo de 2 p. p. anuales, de modo que hoy hay prácticamente 2 millones de empleados más que en 2013. La curva de Phillips, que relaciona la situación del mercado laboral con la inflación, ilustra bien el contraste entre ambas dinámicas en los últimos años. Como muestra el segundo gráfico, la curva de Phillips de la economía española sugiere que, dado el nivel de desempleo actual, deberíamos observar una inflación subyacente claramente superior (algo por encima del 1,5%).

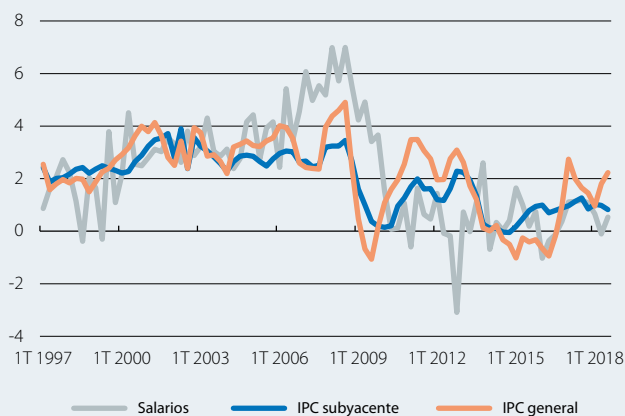
El desacople entre el mercado laboral y la inflación

Este aparente desacople entre la inflación y el mercado laboral es un fenómeno generalizado entre las principales economías del mundo. En particular, los estudios académicos apuntan a tres grandes tipos de explicaciones: la estabilidad de las expectativas de inflación, cambios estructurales relacionados con la globalización y las nuevas tecnologías, y problemas de medida.¹ Más en detalle,

1. Véase Stock, J. y Watson, M. (2018), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Working Paper. En términos de la curva de Phillips, estos son factores que provocan un aplanamiento de la curva o su desplazamiento hacia el interior. Otra explicación a este aparente desacople entre inflación y mercado laboral es la no linealidad de la curva de Phillips (es decir, el hecho de que la sensibilidad de la inflación al mercado laboral aumenta con la reducción del desempleo, como muestran, por ejemplo, Donayre, L. y Panovska, I. (2016), «Nonlinearities in the U.S. wage Phillips curve», Journal of Macroeconomics): algo que, como refleja el segundo gráfico, también se observa en el caso de España.

España: evolución de los precios y los salarios

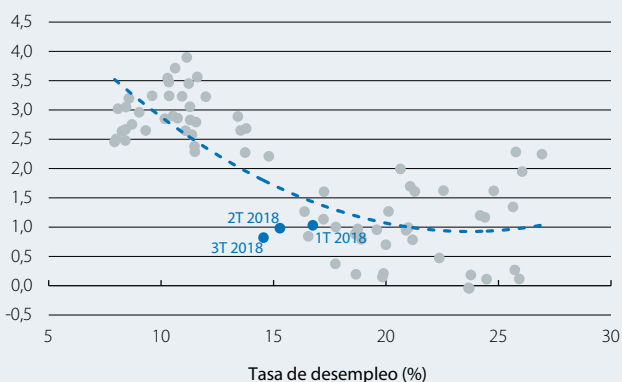
Variación interanual (%)



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

España: curva de Phillips

Inflación subyacente (%)



Nota: Cada punto es un trimestre distinto del 1T 2002 al 3T 2018. En azul se encuentran los tres primeros trimestres de 2018.

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

una primera posible explicación es que las expectativas de inflación (que son un importante determinante de la inflación finalmente observada) se hayan vuelto más estables (y, por lo tanto, menos sensibles al ciclo económico) gracias a la credibilidad de la política monetaria para conseguir los objetivos de inflación. En segundo lugar, la globalización² y las tecnologías digitales facilitan la deslocalización de la producción y aumentan el componente global de la cadena de formación de precios, con lo que la inflación doméstica se vuelve más sensible al ciclo económico global y menos sensible al doméstico. Además, tanto el aumento del poder de mercado de las empresas

2. Véase Wei, S. y Xie, Y. (2018), «On the Divergence between CPI and PPI as Inflation Gauges: The Role of Supply Chains», NBER Working Paper n.º 24319.

observado en las últimas décadas³ como los avances tecnológicos que incentivan un uso relativamente mayor del capital también reducen la influencia del factor trabajo en la construcción de los precios. Por último, hay economistas que argumentan que esta pérdida de sensibilidad entre la inflación y el mercado laboral es, en parte, un artificio estadístico, fruto de los problemas para medir correctamente los verdaderos niveles de desempleo e inflación.⁴

La sensibilidad de la inflación a los salarios

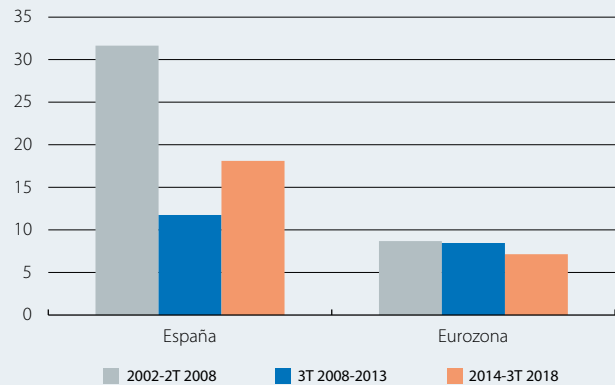
Para profundizar en la relación entre mercado laboral e inflación, a continuación estudiamos uno de los canales a través del cual la recuperación del mercado laboral se transmite a la inflación: el crecimiento de los salarios. Hasta el momento, la reducción del desempleo se ha trasladado de forma discreta al crecimiento salarial. En concreto, según la contabilidad nacional, la remuneración por asalariado a tiempo completo ha aumentado a un ritmo promedio del 0,5% anual entre 2013 y 2018. Sin embargo, los salarios pactados por los convenios colectivos han mostrado más dinamismo: desde un crecimiento del 0,4% interanual de principios de 2013 al 1,7% de finales de 2018. Así, los convenios colectivos sugieren que el crecimiento salarial del conjunto de la economía podría mostrarse algo más firme en los próximos trimestres.

¿Tendrá ello un impacto notable sobre la inflación? La cesta de precios de referencia, es decir, el índice de precios al consumo (IPC), incluye productos muy diversos y que, como tales, presentan sensibilidades distintas al ciclo económico doméstico (por ejemplo, algunos de ellos están muy integrados en la cadena productiva global y, por lo tanto, sus precios se determinan internacionalmente). Por ello, para responder a nuestra pregunta, desagregamos el IPC⁵ en cerca de 100 componentes y, tanto para España como para el conjunto de la eurozona, analizamos la sensibilidad histórica de cada uno de estos componentes respecto a la evolución de los salarios.⁶

Así, a partir de las relaciones históricas entre precios y salarios, identificamos aquellos componentes de la cesta del IPC cuyos precios responden positivamente a un aumento de los salarios. En consonancia con la pérdida

Sensibilidad de la inflación a los salarios

Peso de los precios sensibles al crecimiento salarial en el conjunto de la cesta del IPCA (%)



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

de sensibilidad de la inflación al mercado laboral comentada anteriormente, nuestro ejercicio muestra que, en España, se ha reducido notablemente el peso de los precios que son sensibles al crecimiento salarial: en concreto, estos componentes han pasado de representar cerca del 30% del total de la cesta en el periodo comprendido entre 2002 y el 2T 2008 (la anterior fase expansiva) a algo menos del 20% en el periodo más reciente (véase el tercer gráfico). De hecho, con esta dinámica, la sensibilidad salarial de la inflación española se ha acercado a la que exhibe la inflación del conjunto de la eurozona (donde los componentes sensibles al crecimiento salarial representan algo menos del 10%), aunque sigue siendo notablemente más elevada que la de las otras principales economías de la eurozona.⁷

En conclusión, nuestro análisis muestra una pérdida de sensibilidad de la inflación española al crecimiento de los salarios. Ello es coherente con el desacople entre las dinámicas de inflación y del mercado laboral que se observa de manera generalizada entre las principales economías internacionales. Sin embargo, la pérdida de sensibilidad de la inflación española ha hecho que esta se acerque a la de sus principales socios europeos. De este modo, es probable que el mayor dinamismo salarial que cabe esperar en los próximos años tenga un impacto moderado sobre la inflación española, especialmente en comparación con la anterior fase expansiva, y que el ritmo de recuperación de las presiones inflacionistas subyacentes sea gradual y relativamente parejo al del conjunto de la eurozona.

7. El mismo ejercicio aplicado a Alemania y Francia muestra que, en las cestas del IPCA de estas economías, los componentes sensibles al crecimiento salarial tienen un peso cercano al 10%.

3. Véase Loecker, J. y Eeckhout, J. (2017), «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», NBER Working Paper n.º 23687.

4. Véase, por ejemplo, el Focus «Más allá de la tasa de desempleo», en el IM12/2017.

5. Centramos el análisis en el IPC armonizado (IPCA) para hacer comparables los resultados entre economías de la eurozona.

6. Para cada componente del IPCA, y en cada región, se estima la regresión $\pi_{i,t} = \alpha + \rho \pi_{i,t-1} + \beta \text{salario}_{i,t-j} + \Omega \text{petróleo}_t + \varepsilon_{i,t}$ para $j = 0, 1, \dots, 4$. π es la inflación del componente; *salario*, el crecimiento salarial, y *petróleo* el crecimiento del precio del petróleo. Este análisis se realiza con datos trimestrales a partir de 2002 y para tres muestras temporales distintas: 2002-2T 2008, 3T 2008-2013 y 2014-3T 2018. Dentro de cada muestra, decimos que un componente es sensible al crecimiento salarial cuando el coeficiente β es significativamente positivo en al menos una de las cinco estimaciones (es decir, en $j = 0, 1, \dots, 4$).

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	10/18	11/18	12/18
Industria									
Índice de producción industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	0,3	1,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	-2,6	-1,5	-0,8	...
PMI de manufacturas (valor)	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,4	51,8	52,6	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	25,8	22,4	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,2	15,8	15,6	13,1	12,0	...	...
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	0,8	...	...
PMI de servicios (valor)	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	54,0	54,0	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	0,3	1,8	0,1	-0,2	2,1	1,4	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	17,0	-6,6	-12,6	-3,5
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-1,5	-0,6	0,5	-3,3	-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	3,1	2,9	-
PIB	3,2	3,0	3,1	2,8	2,5	2,4	-	-	-

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	12/18
General	-0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	1,7	1,2
Subyacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	...

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	09/18	10/18	11/18
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	4,5	4,3	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,2	6,3	...
Saldo corriente	25,2	21,5	21,5	20,8	17,9	13,8	13,8	12,3	...
Bienes y servicios	36,0	33,6	33,6	33,5	29,8	25,7	25,7	24,1	...
Rentas primarias y secundarias	-10,7	-12,1	-12,1	-12,7	-12,0	-11,9	-11,9	-11,8	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	27,8	24,2	24,2	23,8	21,2	17,3	17,3	15,9	...

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

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: se afianza el ciclo expansivo

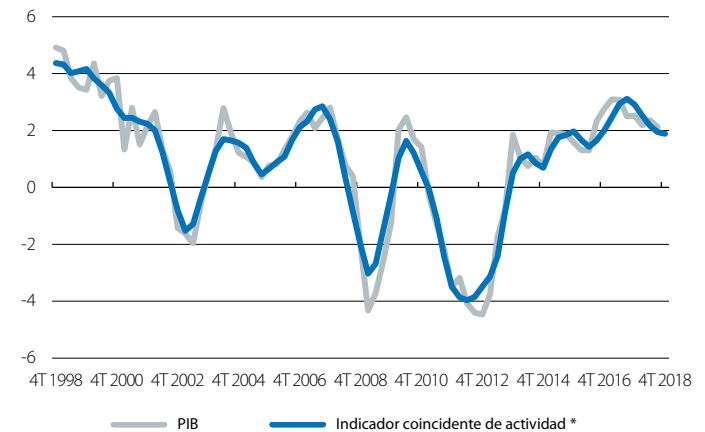
Crecimiento sólido en una fase más madura del ciclo. A falta de la publicación de los últimos datos del año, todo apunta a que en el conjunto de 2018 la economía portuguesa habrá crecido moderadamente por encima del 2%. Ello supone una cierta desaceleración respecto al 2,8% de 2017 y refleja una moderación natural del crecimiento a medida que la economía se adentra en una fase más madura del ciclo (además de recoger el efecto que tiene la ralentización de las principales economías vecinas en una economía abierta al comercio como Portugal). Así, se espera que esta dinámica continúe en 2019, con un ritmo de crecimiento cercano pero posiblemente algo inferior al 2%. No obstante, la economía lusa encara esta fase del ciclo reforzada por las mejoras de competitividad conseguidas en los últimos años. Así lo refleja la nueva actualización del índice de competitividad global elaborado por el Foro Económico Mundial, en el que Portugal ha escalado ocho posiciones respecto al año pasado y ahora se sitúa en el puesto 34 de un total de 140 países. Además, Portugal ha progresado en prácticamente todos los pilares del índice, entre los que cabe destacar especialmente los registrados en las competencias de los trabajadores, en la capacidad de innovación y en el mercado laboral. Sin embargo, estas perspectivas positivas para la marcha de la economía a medio plazo no están exentas de riesgos, en particular ante el temor a un entorno externo menos favorable que se comenta en la sección de Economía Internacional en este mismo *Informe Mensual*.

La capacidad de financiación frente al exterior se suaviza. En concreto, en el 3T 2018 la capacidad de financiación de Portugal frente al exterior se situó en el 0,5% del PIB, ligeramente por debajo del 0,7% del 2T y del promedio de 2017 (1,0%). Esta moderación se debió, especialmente, al aumento de las necesidades de financiación de las empresas no financieras (del -1,2% al -1,9%) fruto del mayor esfuerzo inversor del sector, como reflejan sus buenas cifras de formación bruta de capital fijo (+5,7% interanual). Por su parte, la reducción de la capacidad de financiación exterior de los hogares (del 0,8% en el 2T al 0,4% en el 3T), con un consumo privado que aumenta por encima de la renta disponible (y mantiene la tasa de ahorro en valores bajos y alrededor del 4%), también lastró la capacidad de financiación del conjunto de la economía.

Cuentas públicas en dinámica positiva. Según los últimos datos de la contabilidad nacional, el saldo presupuestario del sector público se situó en el +0,7% del PIB en el 3T 2018. Este registro positivo refleja la buena dinámica que vienen exhibiendo las cuentas públicas en los últimos años, apoyadas en la solidez de la actividad económica y del mercado laboral. Así, los ingresos registraron un crecimiento significativo (5,4% interanual), mientras que los gastos también mantuvieron un

Portugal: PIB e indicador coincidente de actividad

Variación interanual (%)

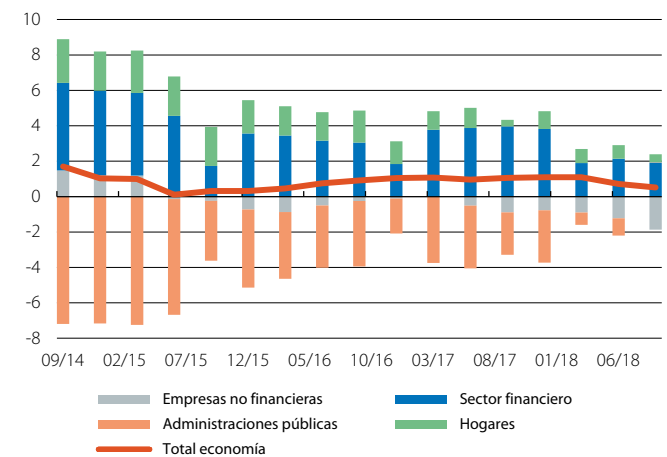


Nota: * Nivel.

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

Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior

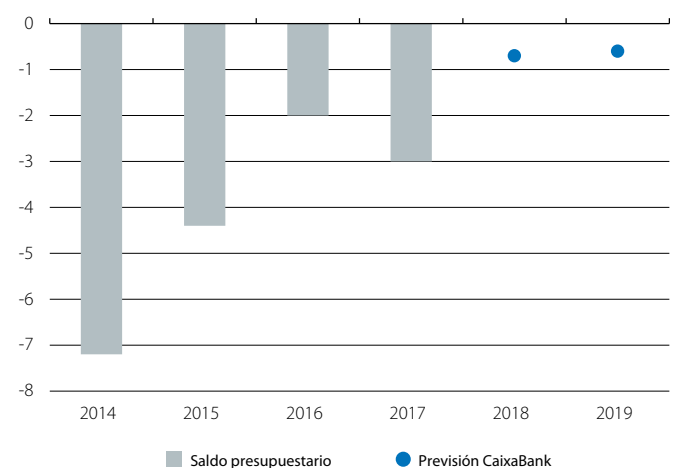
(% del PIB)



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

Portugal: saldo público

(% del PIB)



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

buen comportamiento y aumentaron tan solo un 0,8% (excluyendo los efectos de base relacionados con las ayudas al sistema financiero). Una vez se ajustan estos datos de gasto por los cambios en el abono de la paga de Navidad a los funcionarios públicos y pensionistas (véase la sección de Economía Portuguesa del IM12/2018), las cifras refuerzan la previsión de que el saldo público habrá terminado el año en torno al -0,7% del PIB.

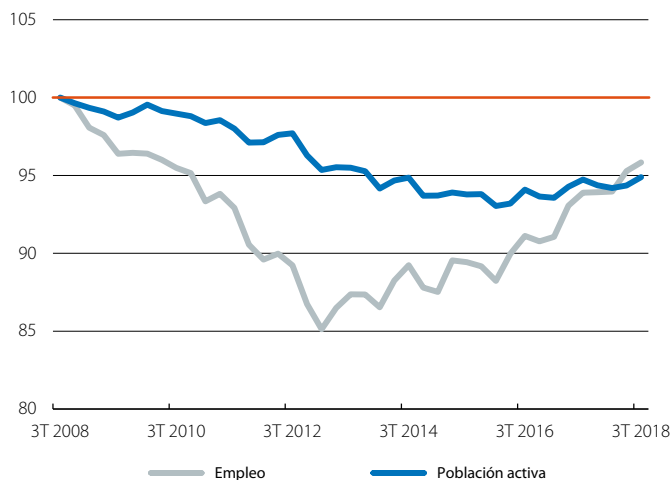
El mercado laboral consolida su recuperación. Desde que, fruto de la crisis financiera internacional de 2008 y la recesión que la siguió, el empleo alcanzara un mínimo a principios de 2013, la economía portuguesa ha creado cerca de 548.200 empleos en términos netos y la población ocupada se acerca a los niveles registrados antes de la crisis. Al mismo tiempo, la composición de la creación de empleo se ha reorientado a lo largo de 2018 y han ganado peso las actividades asociadas con el sector público y la industria manufacturera, en detrimento de los sectores asociados al turismo. Esta dinámica de recuperación del mercado laboral se sigue reflejando en los datos más recientes, que muestran que en octubre el empleo aumentó un 1,7% interanual (datos desestacionalizados) y la tasa de paro se situó en el 6,7%, el nivel más bajo desde finales de 2002.

El precio de la vivienda modera su crecimiento en el 3T. En particular, el índice de precios de la vivienda basado en transacciones aumentó un 8,5% interanual en el 3T, 2,7 p. p. menos que en el 2T, con lo que su crecimiento se desaceleró por segundo trimestre consecutivo. Por segmentos, los precios de las viviendas existentes aumentaron un 9,2%, mientras que los de las viviendas nuevas avanzaron un 5,7%. Asimismo, en términos intertrimestrales, el precio de la vivienda creció un 1,0% en el 3T 2018, lo que supone su menor tasa de los últimos tres años. En los próximos trimestres, se espera que la desaceleración de los precios de la vivienda continúe de manera gradual, de la mano de la moderación de la actividad turística y el menor dinamismo de la actividad mundial, fuerzas que han contribuido especialmente al dinamismo de los precios inmobiliarios en los últimos años.

La concesión de crédito mantiene una dinámica firme. En octubre, el saldo total de las operaciones de crédito a particulares aumentó por tercer mes consecutivo (+0,2% interanual), algo que no ocurría desde 2011. Por su parte, en lo que respecta al crédito a las empresas, la nueva producción aumentó un 13,5% pero, en términos netos, el *stock* de crédito se contrajo un 4,6% debido a las ventas de carteras de crédito. A pesar de estas dinámicas positivas, el entorno no está exento de riesgos. A este respecto, en su Informe de Estabilidad Financiera de diciembre, el Banco de Portugal apunta a los repuntes fuertes y repentinos de las primas de riesgo (que provocan una reducción del valor de los activos, especialmente relevante por la exposición del sector bancario a los títulos de deuda pública) como uno de los riesgos para la estabilidad financiera del país en los próximos trimestres.

Portugal: empleo y población activa

Índice (100 = 3T 2008)

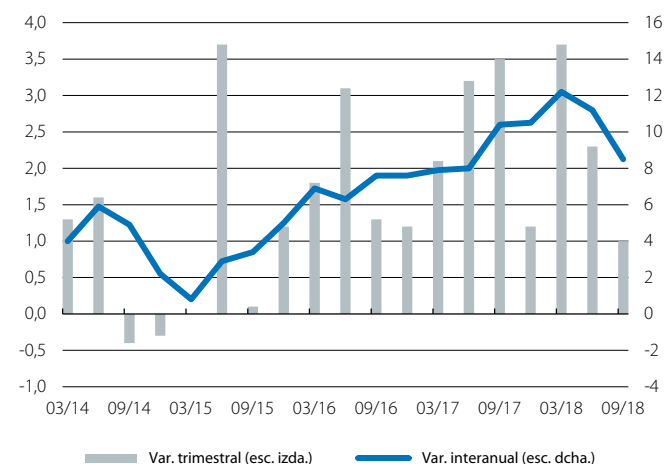


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

Portugal: precio de la vivienda

Variación intertrimestral (%)

Variación interanual (%)



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

Portugal: crédito al sector privado

Octubre de 2018

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	120.514	0,2
Crédito para vivienda	97.977	-1,1
Crédito al consumo y otros fines	22.537	6,1
Consumo	15.278	13,2
Crédito a empresas	70.849	-4,6
No promotores inmobiliarios	64.733	-4,4
Promotores inmobiliarios	6.116	-6,7
Crédito total al sector privado *	191.363	-1,6

Nota: * Crédito concedido al sector privado no financiero.

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

Portugal: la industria del automóvil lidera las exportaciones de bienes

La importancia de las exportaciones automovilísticas¹

En los últimos años, el clúster del automóvil en Portugal ha adquirido mayor peso económico en términos de generación de PIB. Hoy en día, el sector automovilístico es responsable de cerca del 8,5% de la producción de la industria portuguesa y del 2,1% de la producción del conjunto de la economía lusa. Supone, además, un 0,7% del empleo total y un 4,8% de la ocupación en la industria manufacturera.² Además, según la Asociación del Automóvil de Portugal (ACAP, por sus siglas en portugués), en 2017 se fabricaron 176.000 automóviles (un incremento interanual del 22,7%) y, de estos, AutoEuropa (del grupo Volkswagen) se encargó de más del 60%.³ Por último, el sector tiene una fuerte orientación exportadora, como lo demuestra que, según la ACAP, en 2017, cerca del 96% de la producción de automóviles se destinó a la exportación, una cifra que se elevó hasta el 99% en lo que respecta a la categoría de vehículos ligeros.

Con estas cifras, no es de extrañar que el sector del automóvil juegue un papel clave en el desempeño de las exportaciones de bienes de Portugal. Como muestra el primer gráfico, en el último tramo de 2018 las exportaciones de la industria del automóvil alcanzaron un 13,0% del total de las exportaciones de bienes (el valor más alto desde finales de 2004) y un 3,7% del PIB (un máximo histórico). Además, como se observa en el segundo gráfico, en octubre de 2018 las exportaciones del sector registraron un crecimiento del 39,4% interanual (hasta alcanzar los 7.500 millones de euros en el acumulado de 12 meses). Así, si combinamos estas cifras con el hecho de que las exportaciones de bienes del conjunto de la economía crecieron un 6,5%, obtenemos que el sector automovilístico explicó más del 70% del avance de las exportaciones totales el pasado octubre.

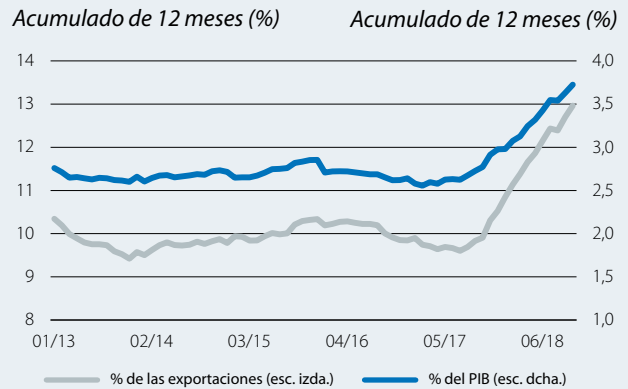
¿Cómo compara esta fotografía de la industria automovilística portuguesa con otras economías? Si miramos países de tamaño similar en términos de PIB, en economías como República Checa o Hungría el sector del automóvil tiene un peso mayor. En concreto, según datos de 2017, las exportaciones del sector representan cerca del 21% y el 18% de las exportaciones totales, respectivamente. En cambio, en países con economías más desarrolladas, pero

1. Las cifras que se comentan engloban todos los vehículos automóviles y tractores, chasis y carrocerías, piezas de automóviles y accesorios, y remolques y semirremolques incluidos en la nomenclatura combinada NC8.

2. Véase Gabinete de Estrategia y Estudios del Ministerio de Economía de Portugal (2018), «La industria del automóvil en la economía portuguesa», Temas Económicos, n.º 61, noviembre.

3. La mayoría de los vehículos producidos en Portugal son ligeros, principalmente turismos (72% de la producción total).

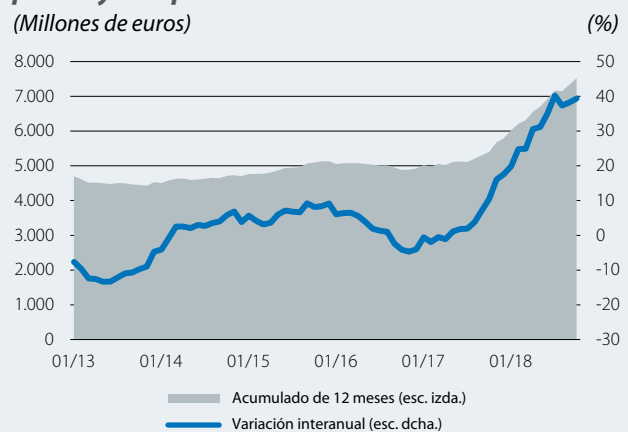
Portugal: peso de las exportaciones del sector del automóvil *



Nota: * Incluye todos los vehículos automóviles, chasis, carrocerías, remolques y semirremolques, piezas de automóviles y accesorios.

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

Portugal: exportaciones de automóviles, partes y componentes



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

de tamaño poblacional parecido al de Portugal, como Bélgica y Austria, la industria del automóvil representa una fracción de la economía parecida a la del caso portugués. Así, en 2017 las exportaciones del sector representaron cerca del 11% de las exportaciones totales en Bélgica, mientras que en Austria la cifra se situó en el 9%.

Por subsectores, la industria del automóvil se divide en tres grandes grupos: vehículos automóviles para todas las finalidades, incluidos los tractores; piezas de automóviles y accesorios, y chasis, carrocerías, remolques y semirremolques. Los datos hasta octubre de 2018 (acumulado de 12 meses) muestran que el primer subsector representa el 59% de las exportaciones; el segundo, cerca del 40%, y el tercero, poco más del 1%. Hace un año, los dos principales subsectores estaban a la par, con valores cercanos al 49%,

pero en 2018 se ha producido una significativa recuperación de la venta de vehículos automóviles, como consecuencia de una mayor apuesta por su producción.

Por regiones, el área metropolitana de Lisboa (AML) lidera las exportaciones del sector del automóvil con una cuota del 42%, ya que incluye el distrito de Setúbal, donde se encuentra AutoEuropa (del grupo Volkswagen); le sigue la región Norte, que representa el 36% de las exportaciones del sector, y en la que destacan un gran conjunto de empresas centradas en piezas de automóviles y accesorios. En tercera posición, otra gran parte de las exportaciones proceden de la región Centro, con un peso del 19%, a través de las unidades PSA Peugeot Citroën de Mangualde y Renault de Cacia.

Por último, a pesar del dinamismo exportador del sector del automóvil en su conjunto, en términos netos la balanza comercial del sector mantiene un saldo negativo. Sin embargo, esta situación ha mejorado sensiblemente en el último año: en octubre de 2018, el saldo de la balanza del sector del automóvil fue de -1.300 millones de euros, frente a los -2.700 millones de euros de octubre de 2017. Además, los diferentes subsectores presentan situaciones diversas: gran parte del déficit procede del subsector de los vehículos automóviles, ya que la demanda doméstica de automóviles se satisface, prácticamente en exclusiva, con elevadas importaciones del extranjero (como hemos visto, la práctica totalidad de la producción doméstica se destina a la exportación). En cambio, el subsector de las piezas de vehículos automóviles y accesorios arroja un superávit desde finales de 2015, dado que en los últimos años se ha expandido más allá del suministro para clientes internos (concretamente, a empresas de montaje y exportación de vehículos, función con la que se desarrolló inicialmente el subsector) y se ha lanzado a la exportación con el suministro a fábricas del exterior del país.

Perspectivas futuras

El automóvil es un bien de consumo duradero y, como tal, su compra requiere un elevado desembolso inicial por parte de las familias: por esta razón, la industria automovilística es, tradicionalmente, muy sensible a la evolución del ciclo económico. En el caso de Portugal, dado que el sector tiene una fuerte orientación exportadora, ello significa que la industria deberá hacer frente a un entorno internacional condicionado por los posibles repuntes de las tensiones geopolíticas y el endurecimiento de las condiciones financieras. Además, en este sentido, cabe destacar que, actualmente, las exportaciones automovilísticas de Portugal están concentradas en un número de países relativamente pequeño. En concreto, con datos de octubre de 2018, España lidera las compras de los productos de la industria del automóvil lusa, con un 22,1%, seguida de Alemania y Francia con un 18,5% y un 18,4%, respectivamente, y el Reino Unido con un 8,8%. Es decir, estos cua-

tro países en su conjunto absorbieron el 67,8% de las exportaciones totales de la industria del automóvil portuguesa.

Por último, el sector también se enfrenta a importantes retos a medio y largo plazo, como son las nuevas exigencias a causa del mayor control de los gases contaminantes y la consiguiente introducción de alternativas a los motores alimentados con combustibles de origen fósil, que podrían generar una readaptación del sector. Ante estos y otros retos, la industria del automóvil nacional ha realizado importantes inversiones a través de programas de aumento de la competitividad nacional en sectores de intensidad tecnológica media-alta. De acuerdo con el Ministerio de Economía, desde la puesta en marcha de estos programas operativos⁴ la inversión total alcanza los 211 millones de euros, de los cuales el 80,5% corresponden a la industria de componentes para automóviles. Asimismo, existen inversiones en I+D, en su mayoría financiadas por fondos propios de las empresas del sector.⁵

En definitiva, la industria del automóvil ha aumentado su capacidad productiva a través de la innovación y la tecnología, así como con mejoras en la calificación de la mano de obra, en la competitividad y en la internacionalización de las empresas, con el objetivo de desarrollar este sector considerado estratégico en la economía portuguesa.

4. De 2014 a agosto de 2018.

5. Véase nota 2 a pie de página.

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	2,9	2,5	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	-1,8	-1,0	-3,8	-0,5	-0,1	-2,9
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	11,4	12,7	...	...	12,7	...	...
Compraventa de viviendas	18,8	20,5	15,7	23,7	18,4	...	...	18,4	...	...
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	3,8	5,0	4,0	2,5	1,2	...
Índice 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	0,9	5,7	4,5
Índice coincidente del consumo privado	1,9	2,6	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2
Índice 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	0,9
Subyacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	0,5

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

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	3,8	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	13,6	15,3	13,6	11,4	14,6	14,9	13,5	...
A plazo y preaviso	-3,2	-5,8	-4,1	-2,9	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3	-2,9	...
Depósitos de AA. PP.	-17,9	1,3	1,9	-0,8	1,0	-1,2	3,0	1,4	2,2	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	4,0	4,2	3,4	4,6	4,5	3,7	...
Saldo vivo de crédito²										
Sector privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,8	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,6	...
Empresas no financieras	-5,6	-6,5	-3,1	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-3,5	-4,6	...
Hogares - viviendas	-3,3	-3,1	-1,9	-1,6	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	0,9	3,0	4,1	5,8	5,6	6,1	5,7	6,1	...
Administraciones públicas	-9,4	9,3	19,0	14,8	-12,4	-13,9	-12,2	-11,2	-11,2	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,0	-1,1	-1,9	-2,1	-1,9	-1,8	-2,1	...
Tasa de morosidad (%)³	17,2	13,3	12,8	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.

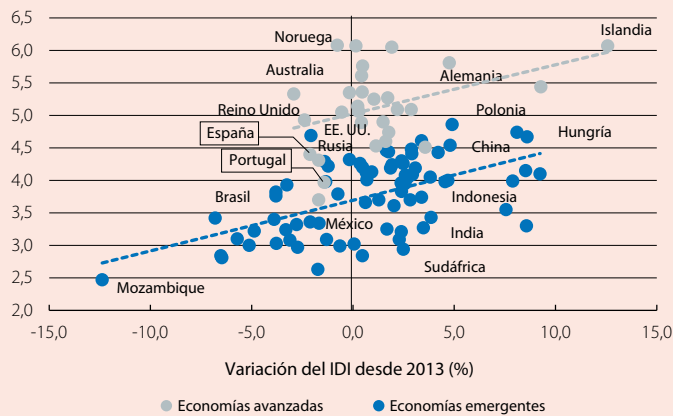
Crecimiento inclusivo: las fuerzas del futuro

Según la OCDE, el crecimiento de una economía es inclusivo cuando se distribuye de manera equitativa entre la sociedad y crea oportunidades para todos. El concepto es complejo y requiere de un análisis detallado para poder determinar la evolución del crecimiento inclusivo, pero la creciente desigualdad de rentas en la mayoría de economías avanzadas ya nos adelanta que la tendencia no es precisamente favorable.

Para poder valorar mejor hasta qué punto el crecimiento económico de un país es inclusivo, el Foro Económico Mundial ha desarrollado un índice que tiene en cuenta, además de la desigualdad de rentas, otras variables indicativas del nivel de inclusión,

Índice de inclusividad (IDI)*

Índice 2018



Nota: * Índice de desarrollo inclusivo del World Economic Forum. Se trata de una medida agregada de 12 indicadores distribuidos en tres pilares diferentes: desarrollo económico, inclusión y sostenibilidad. A cada pilar se le otorga un mismo peso relativo para obtener el índice general. Los valores se distribuyen del 1 al 7, siendo 7 la valoración máxima en inclusividad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Economic Forum.

como la esperanza de vida, los índices de pobreza o la ratio de dependencia. Aunque hay diferencias notables entre países, el mensaje final no es muy alentador: tras el deterioro que experimentó el índice durante la crisis económica, este apenas se ha recuperado en los últimos años. De hecho, la persistencia del deterioro de los índices de inclusividad del crecimiento en numerosos países alimenta los temores a que se haya entrado en una etapa de exclusión secular (véase el gráfico adjunto).

Ante esta situación, no es de extrañar que el crecimiento inclusivo sea una de las prioridades en las agendas de la mayoría de instituciones internacionales. En las últimas décadas, varios factores se apuntan como los causantes del deterioro de la inclusividad del crecimiento, pero destacan, sobre todo, el cambio tecnológico y la globalización. Concretamente, de estos factores se cuestiona que, pudiendo mejorar la situación del conjunto de la población, sus beneficios y sus costes no se han repartido de forma justa o equitativa entre los distintos individuos. A la lista de factores

también se añade la lenta adaptación de la regulación al nuevo contexto económico, lo que implica que haya notables asimetrías en el nivel regulatorio entre determinados sectores o ámbitos económicos.

El cambio tecnológico: de los ordenadores a la IA y el *machine learning*

La aparición de los ordenadores y la primera oleada de robotización de las plantas de producción favoreció enormemente el crecimiento económico, pero de una forma poco inclusiva. En concreto, en muchos países avanzados (como en EE. UU. o el Reino Unido) la brecha salarial entre los trabajadores con mayor nivel educativo (los «cualificados», según la jerga económica) frente a aquellos con menor nivel educativo (los «no cualificados») aumentó de forma considerable.¹ Asimismo, los trabajadores con una educación más básica también sufrieron mayores tasas de desempleo. La robotización de las plantas manufactureras incidió de manera negativa en la demanda y en los salarios de los trabajadores con un nivel educativo relativamente bajo al ser las nuevas máquinas un buen sustituto de las tareas que realizaban. Por el contrario, los ordenadores aumentaron la productividad de los trabajadores con un mayor nivel educativo, lo cual repercutió también (de manera positiva) en sus salarios. En resumen, se trataba de cambios tecnológicos claramente sesgados a favor del trabajo cualificado y que perjudicaban, por tanto, a aquellos individuos cuyas rentas del trabajo quedaban en la parte baja de la distribución.

Las tecnologías del futuro (algunas ya del presente) también tendrán efectos sobre los trabajadores, aunque en esta ocasión no parece que el impacto vaya a estar tan ligado al nivel educativo de los individuos. Así, por ejemplo, la inteligencia artificial (IA) tiene el potencial de afectar a trabajadores muy distintos en su nivel de cualificación: desde los operarios telefónicos o los trabajadores que acompañan y ayudan a las personas mayores (a través del desarrollo de los *chatbots*, por ejemplo), hasta los taxistas, traductores o médicos (como los radiólogos). Sin ir más lejos, ya tenemos constancia de los primeros coches sin conductor, de programas que analizan imágenes médicas y qué duda hay de que los aplicativos de traducción son cada vez mejores.

1. Véase Feenstra, R. C. y Gordon, H. (1999), «The Impact of Outsourcing and High-Technology Capital on Wages: Estimates for the United States, 1979-1990», The Quarterly Journal of Economics 114.3: 907-940. Y también Canals, C. (2006), «What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology», CaixaBank Research, Documentos de Trabajo.

En este sentido, algunos de los resultados a los que llegan el director del programa del MIT sobre Economía Digital, Erik Brynjolfsson, junto a otros coautores, sugieren que el fenómeno del aprendizaje automático (o *machine learning*) no generará de forma directa un aumento de la polarización, puesto que no existe una clara relación entre las ocupaciones que podrán ser más fácilmente reemplazadas por técnicas de *machine learning* y el nivel de salarios que tienen actualmente estos trabajos.² Sin embargo, esta y las otras tecnologías que se están desarrollando sí que pueden acabar provocando la destrucción de muchos puestos de trabajo, aunque también pueden generar otros nuevos. En este sentido, un marco laboral que proteja a los trabajadores que pierdan su empleo y que les ayuden a reinsertarse con éxito en el mercado laboral será clave (véase el artículo «Políticas de empleo para un crecimiento inclusivo» en este mismo Dossier), así como unas políticas educativas que preparen a los trabajadores del futuro para los cambios que se avecinan (véase el artículo «La educación como palanca para el crecimiento inclusivo» en este mismo Dossier).

La visión desde los países emergentes es algo distinta, ya que en este caso se apunta a que las tecnologías de la información y comunicación tienen un elevado potencial de mejorar el nivel de inclusión. El motivo es que estas tecnologías ayudan de forma considerable a los trabajadores del sector primario, que son los que tienen un menor nivel de renta, a tener un mejor acceso a los mercados donde venden sus productos, lo que aumenta sustancialmente sus ingresos.³

Offshoring: de las manufacturas a los servicios y de vuelta a casa

En las últimas décadas, una de las caras más visibles de la globalización ha sido el aumento del *offshoring* (ya sea por la vía de la deslocalización o de la contratación externa), especialmente en el sector manufacturero. Y, de manera análoga a lo ocurrido con el cambio tecnológico sesgado en favor del trabajo cualificado, el *offshoring* manufacturero ha impulsado el crecimiento económico, pero lo ha tornado menos inclusivo. En concreto, en los países avanzados, numerosas empresas han seccionado su proceso de producción y han trasladado una parte a otras economías, principalmente emergentes, con la finalidad de aprovechar unos menores costes (en particular, laborales). Ello ha perjudicado especialmente a los trabajadores menos cualificados de los países desarrollados (en forma de menores salarios y mayores tasas de paro).⁴

Sin embargo, el *offshoring* del futuro puede tener también implicaciones distintas sobre el grado de inclusión del crecimiento económico. Según un estudio reciente de Branstetter, Glenon y Jensen, las empresas estadounidenses han aumentado de forma considerable el *offshoring* en I+D hacia países emergentes como la India o China. El motivo es la creciente relevancia de las tecnologías de la información y del *software* en el desarrollo de la innovación empresarial junto al incremento de especialistas en estos dos campos en los países emergentes.⁵ Estas dinámicas sugieren que el *offshoring* de servicios afectará a trabajadores más cualificados en mucha mayor medida que el de manufacturas.

Por otro lado, la fuerte caída del precio de los robots industriales⁶ es un elemento que podría comportar cierto *reshoring* (o vuelta a casa) de algunos de los procesos manufactureros que las empresas habían trasladado a países emergentes. Ello, sin duda, tendrá efectos positivos en el mercado laboral de los países avanzados, puesto que los robots necesitan de mantenimiento y reparación, entre otras tareas complementarias.

En definitiva, aunque el futuro es incierto, lo que parece claro es que la inteligencia artificial, el *machine learning*, la convivencia del *offshoring* de manufacturas con el de servicios y el posible *reshoring* influirán en el nivel de inclusión del crecimiento económico de una manera muy distinta a la del pasado. Y debemos estar preparados.

Clàudia Canals
CaixaBank Research

2. Véase Brynjolfsson, E., Mitchell, T. y Rock, D. (2018), «What Can Machines Learn, and What Does It Mean for Occupations and the Economy?» AEA Papers and Proceedings, vol. 108.

3. El ejemplo del uso de teléfonos móviles por los pescadores de la región india de Kerala es uno de los casos más evidentes. Véase Jensen, R. (2007), «The Digital Provide: Information (Technology), Market Performance, and Welfare in the South Indian Fisheries Sector», The Quarterly Journal of Economics 122.3: 879-924.

4. Véanse las referencias de la nota 1.

5. Véase Branstetter, L. G., Britta, M. G. y Jensen, J. B. (2018), «The IT Revolution and the Globalization of R&D», n.º w24707, National Bureau of Economic Research.

6. Según datos de ARK Invest, los robots industriales han pasado de costar 131.000 dólares a mediados de la década de los noventa a 31.000 en la actualidad.

La educación como palanca para el crecimiento inclusivo

La importancia de la educación para el bienestar de las personas en todas las fases de su vida es indudable. A nivel económico, los individuos con niveles educativos más elevados suelen disfrutar de mayores tasas de empleo y niveles de renta. Y todo apunta a que en los próximos años el papel de la educación será, si cabe, más importante. Los desafíos que plantean el cambio tecnológico y la globalización afectan de lleno al modelo educativo.

En general, se suele analizar el nivel educativo de una persona o sociedad en términos de «cantidad». Esto es, desde el punto de vista de los años de educación formal (el margen extensivo). En esta dimensión, la evidencia empírica no deja lugar a dudas: cuanto más, mejor, especialmente en la primera infancia. Concretamente, la formación en la primera infancia (de 0 a 5 años) está relacionada con mejores resultados educativos a lo largo de todo el periodo formativo.¹ Además, desde un punto de vista estrictamente económico, varios estudios documentan que el retorno público de invertir en educación preescolar para familias vulnerables es muy elevado.²

Por tanto, las políticas destinadas a una mayor participación en la educación preescolar pueden contribuir de forma muy significativa a eliminar el efecto que tienen las condiciones socioeconómicas de las familias sobre la educación de los hijos a más largo plazo. En este sentido, la provisión gratuita de esta educación es una avenida prometedora: un estudio reciente de la universidad de UCLA³ estima que aquellos países que ofrecen un año de educación preescolar gratuita cuentan en promedio con una tasa de escolaridad en estas edades un 16% mayor que en los países que no la proveen de forma gratuita. No obstante, según este mismo estudio, solo el 45% de los países a nivel global ofrecen un año o más de educación preescolar gratuita, aunque esta cifra se eleva hasta el 62% para las economías avanzadas. En España, por ejemplo, existe la provisión pública de la educación preescolar entre los 3 y los 6 años, aunque esta no es obligatoria. Sin embargo, hay países donde la educación ya es obligatoria en la primera infancia como Israel (a partir de los 3 años) o Luxemburgo (a partir de los 4 años).

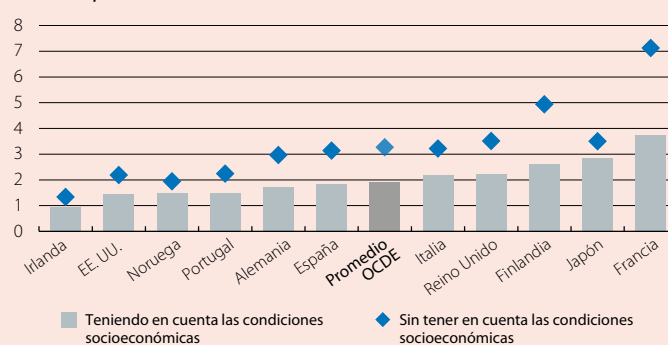
Por otra parte, alargar los años de formación tras finalizar la educación obligatoria no suele ofrecer tan buenos resultados como disponer de un buen servicio educativo durante la primera infancia. Ello lo ilustran diversos estudios en los que se observa que alrededor de un 20% de los trabajadores de la OCDE se encuentran sobrecualificados para su puesto de trabajo, mientras que en torno a un 15% se encuentran infracualificados.⁴

Por ello, puede ser muy útil disponer de un servicio de orientación de calidad sobre los diversos itinerarios educativos y laborales una vez finalizados los estudios obligatorios, con el fin de que los alumnos puedan medir mejor sus próximos pasos e integrar mejor sus habilidades e inquietudes con la oferta educativa y el mercado laboral. Naturalmente, la provisión de esta información debe ser accesible a todos los estudiantes a lo largo de todo el periodo formativo y proactiva para que llegue a todos los alumnos.

Un buen ejemplo de esta política lo encontramos en Escocia, donde una agencia gubernamental que está en contacto permanente con empresas y escuelas ofrece información a los alumnos sobre las necesidades del mercado laboral y qué camino formativo puede ser más útil a cada estudiante en función, también, de sus motivaciones. Esta agencia proporciona orientación en las

Educación obligatoria y resultados en matemáticas

Ratio de probabilidades *



Nota: * La ratio de probabilidades indica por cuánto se multiplica la probabilidad de que un alumno obtenga malos resultados en matemáticas de no haber cursado al menos un año de educación preobligatoria. Valores superiores a 1 indican que las probabilidades de obtener malos resultados en matemáticas aumentan para los alumnos sin educación preobligatoria en comparación con haber estudiado al menos un año en la primera infancia.

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

1. OCDE (2016), «Low-Performing Students», capítulo 2.

2. En un estudio realizado en los años sesenta en EE. UU. observaron cómo los niños de familias vulnerables a las que, de forma aleatoria, se les ofreció educación preobligatoria gratuita disfrutaron de mayores tasas de empleo, mejores salarios y menores tasas de delincuencia al cabo de 40 años. Los principales beneficios para las arcas públicas de tal inversión proceden de la mayor recaudación de impuestos y, sobre todo, del ahorro en costes criminales. Véase Schweinhart, L. et al. (2005), «The High/Scope Perry Preschool Study Through Age 40», High/Scope Press.

3. Véase Milovantseva N., Earle, A. y Heymann, J. (2018), «Monitoring Progress Toward Meeting the United Nations SDG on Pre-primary Education: An Important Step Towards More Equitable and Sustainable Economies», International Organisations Research Journal, vol. 13.

4. En concreto, un 13%. Véase, por ejemplo, Quintini, G. «Right for the job», OECD Social, Employment and Migration Working Papers.

propias escuelas así como a través de sus diversos centros con el fin de poder atender a todos los alumnos, sea cual sea su edad o condición socioeconómica.

Pero en educación, la cantidad no lo es todo. De hecho, el contenido y las formas (el margen intensivo) son cada vez más determinantes. Las políticas educativas deben ir encaminadas a proporcionar a todas las personas las competencias que necesitarán el día de mañana. Y, actualmente, todo apunta a que el contexto económico del futuro será más cambiante, debido sobre todo a la velocidad del cambio tecnológico, y todavía más globalizado. Adaptar la política educativa a este nuevo entorno no es trivial.

El cambio tecnológico, por ejemplo, ayuda a que sea mucho más fácil obtener información, la clave está en tener criterio para poder seleccionar la más relevante y veraz, y saber comunicarla de forma acertada. Además, el cambio tecnológico está permitiendo la automatización de muchas tareas, lo que hace que el trabajo que realizamos las personas requiera mayores habilidades no cognitivas (los llamados *soft skills*), como la capacidad de concentración y planificación, la perseverancia, el autocontrol o las relaciones interpersonales. Finalmente, dada la velocidad del cambio tecnológico y la incertidumbre de hacia dónde evoluciona, el sistema educativo también debe ayudarnos a desarrollar una actitud abierta al cambio y al aprendizaje constante.

La globalización también afectará al tipo de trabajo que se realizará en los países desarrollados. En las últimas décadas, la globalización ha afectado, sobre todo, a la industria, pero todo parece indicar que en los próximos años también alcanzará al sector servicios. En este sentido, el prestigioso economista de Princeton Alan Blinder considera que los empleos en el sector manufacturero y de servicios poco personalizados continuarán perdiendo peso en las economías avanzadas en beneficio de aquellos servicios más personalizados, como los servicios de asesoramiento basados en la confianza y en la atención personalizada. Y en este tipo de empleos suelen ser muy importantes las interacciones personales y, por tanto, requieren habilidades de comunicación, ser espontáneo y creativo. Es por ello que Blinder aboga por una reforma educativa en profundidad, que otorgue menos importancia a la memorización y a los test estandarizados y, en cambio, priorice el trabajo en equipo y la capacidad de argumentar y de dar soluciones imaginativas a problemas complejos que no necesariamente tienen una respuesta correcta o incorrecta.⁵

En definitiva, formar a la población del futuro ha sido siempre un reto relevante. A partir de ahora, ante un futuro incierto y cambiante, dicho reto ya no será relevante sino imprescindible y el coste de no seguir formándose y educándose será mucho más elevado. Por ello, parece que el sistema educativo tendrá que reeducarse. Y es que no se trata ya de más educación (que también) como, sobre todo, de mejor educación.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

5. Véase Blinder, A. (2008), «Offshoring, Workforce Skills, and the Educational System», Global Economic Symposium.

Políticas de empleo para un crecimiento inclusivo

El cambio tecnológico, la globalización y el cambio demográfico son grandes tendencias globales que están modificando el patrón de crecimiento, y el mercado de trabajo será un terreno de juego en el que se notará de forma acusada su impacto. El cambio tecnológico está acelerando los cambios de la estructura productiva, automatizando procesos, destruyendo ocupaciones y creando nuevas, lo que modificará las necesidades de mano de obra y las habilidades necesarias para llevar a cabo nuevas tareas. Ello interactúa con la globalización, que facilita la formación de cadenas de valor globales de bienes y, cada vez más, de servicios, y una mayor competencia, lo que afecta a precios y salarios. Finalmente, el envejecimiento poblacional reduce la fuerza laboral y modifica su composición al ganar peso los trabajadores de mayor edad. Sin embargo, las ganancias de productividad que puede proporcionar este nuevo patrón de crecimiento no se trasladarán necesariamente a toda la sociedad si no se adaptan la estructura y la regulación del mercado laboral. Las políticas de empleo deben adaptarse en muchos ámbitos para lograr un crecimiento inclusivo.

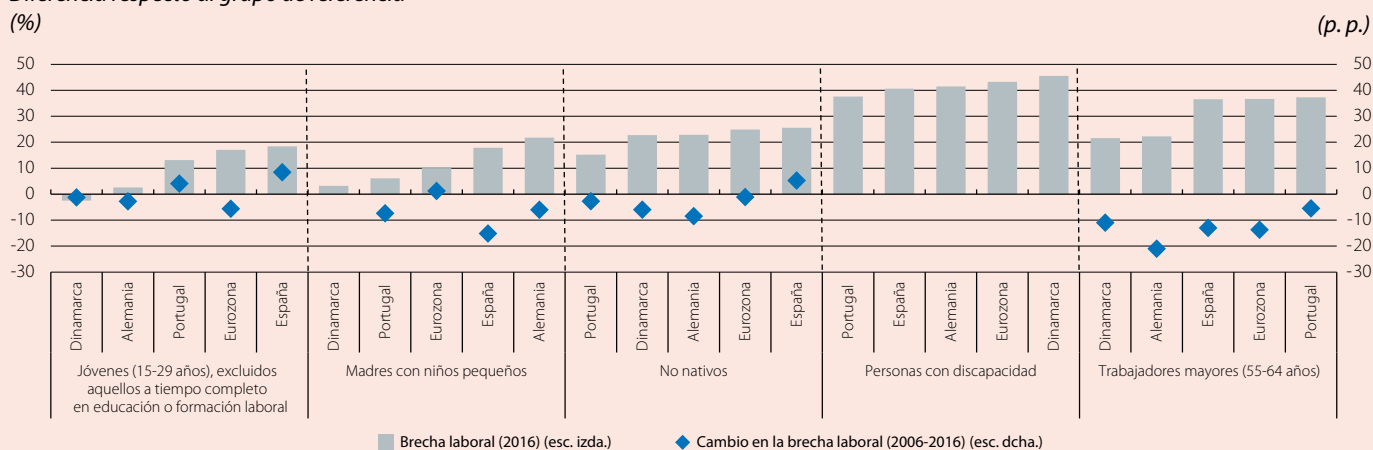
Una condición indispensable para que aumente el empleo es conseguir un crecimiento económico sostenido. Las grandes tendencias arriba mencionadas requieren cada vez más un mayor nivel de flexibilidad en la economía y en las relaciones laborales para crecer, puesto que se necesita una reasignación constante de los factores productivos (trabajo y capital). Esta reasignación hacia empresas y sectores más productivos es la que permite aumentar la productividad, y gracias a ello mejorar los salarios y los niveles de vida. Por otra parte, las políticas de protección laboral juegan un papel clave para fomentar la resiliencia de los mercados de trabajo al fijar las condiciones de despido y evitar así un nivel de destrucción de empleo excesivo. Sin embargo, una protección exagerada puede lastrar la creación de empleo al reducir los incentivos a la nueva contratación.

Es importante señalar también las consecuencias negativas que pueden acarrear unas diferencias significativas de nivel de protección entre distintos tipos de contratos. Por ejemplo, una protección mucho más elevada para los contratos fijos que para los temporales incentiva un mayor uso de los segundos, lo que provoca una mayor rotación de personal de lo que sería óptimo. Para que exista un mayor equilibrio entre flexibilidad y estabilidad laboral, la OCDE recomienda reducir las asimetrías entre distintos tipos de contratos.¹ Ello, además, permite estimular el empleo en los sectores más productivos al incentivar la inversión en capital humano tanto de las empresas como de los trabajadores.

Por otro lado, las empresas usarán cada vez más tipologías contractuales que permitan vinculaciones más flexibles para reducir los costes de adaptación a este entorno cambiante impulsado por el cambio tecnológico y la globalización. Por su parte, la población de mayor edad también puede necesitar vinculaciones más flexibles, como el trabajo a tiempo parcial, para prolongar su vida laboral. Todo ello apunta a un aumento de los contratos temporales y a tiempo parcial, de los autónomos o de nuevas tipologías como el empleo bajo demanda (*on-demand employment*). Estos nuevos contratos acumulan, en distinto grado, menos derechos laborales que los contratos fijos y su aumento podría reducir la protección social de una creciente parte de la población. Para contrarrestarlo se puede ampliar su cobertura social, en especial para el empleo bajo demanda que, en general, carece de protección social básica, algo que algunos países están empezando a considerar.²

Brecha laboral por grupos de mayor riesgo de exclusión

Diferencia respecto al grupo de referencia *



Nota: * La brecha de empleo se define como la diferencia entre la tasa de empleo de los hombres de 30 a 54 años y la del grupo, expresada como un porcentaje de la tasa de empleo de los hombres de 30 a 54 años. Las madres con niños pequeños se refieren a las madres en edad laboral con al menos un niño de 0 a 14 años. Los no nativos se refieren a todas las personas nacidas en el extranjero sin tener en cuenta la nacionalidad. Los datos sobre los cambios en la brecha de empleo no están disponibles para las personas con discapacidad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy».

1. OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy», OECD Publishing.

2. Véase el artículo «La economía del *sharing* y el mercado de trabajo» en el Dossier del IM07/2018.

Las cambiantes necesidades del mercado laboral pueden asimismo aumentar el riesgo de exclusión en más sectores de la sociedad. En la actualidad, varios grupos como jóvenes, mujeres con niños, inmigrantes, discapacitados y personas mayores participan menos en el empleo que los hombres nativos de 30 a 54 años (véase el primer gráfico). Así, es importante fomentar la igualdad de oportunidades y eliminar cualquier tipo de discriminación. La exclusión laboral puede incluso resultar más costosa ahora, ya que una plantilla diversa permite afrontar con mayores garantías un entorno cada vez más cambiante. Además, el envejecimiento poblacional aumentará la proporción de trabajadores de edad avanzada en riesgo de exclusión. Los beneficios de la diversidad provienen de la complementariedad entre trabajadores. Por ejemplo, el FMI estima que, si se cerrara completamente la brecha de participación entre mujeres y hombres, el nivel de PIB podría aumentar sustancialmente (un 14% en Europa y Asia Central, y más del 58% en el Norte de África y Oriente Próximo), en parte gracias a la mayor productividad que la diversidad de género conllevaría.³ Una complementariedad que también podría ser beneficiosa con el resto de grupos sería el hecho de integrar en las plantillas a *millennials* que entiendan mejor las nuevas demandas del mercado, a inmigrantes que faciliten la internacionalización empresarial o a trabajadores de mayor edad con mucha experiencia.

Además, los cambios en las necesidades del mercado laboral aumentarán la probabilidad de pérdida de empleo. Para los trabajadores mayores, al extenderse su vida laboral, será menos probable que se puedan jubilar directamente tras expirar los beneficios del subsidio de desempleo, por lo que podrían padecer un mayor riesgo de desempleo de larga duración.⁴ Asimismo, el creciente número de transiciones entre empleos hará más necesario que estas ocurran de forma fluida. Para ello, la legislación laboral debe centrarse en la protección del trabajador y no del puesto de trabajo. El país referente es Dinamarca, con la llamada «flexiseguridad»: una legislación laboral muy flexible, pero con unos subsidios de desempleo relativamente generosos y un fuerte apoyo de las políticas activas para facilitar una exitosa reintegración en el mercado laboral.

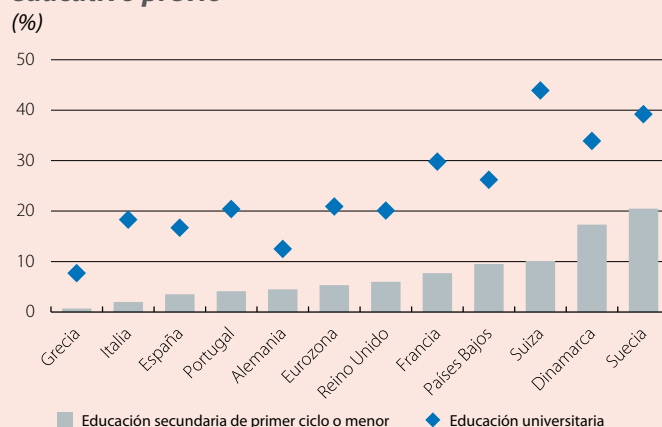
Finalmente, queremos enfatizar que una parte fundamental de las políticas activas consistirá cada vez más en preparar a los trabajadores para los cambios relacionados con el cambio tecnológico y la globalización y a los que, ahora con vidas laborales más longevas, estarán expuestos durante un periodo más largo. Las políticas activas de formación, complementando las políticas educativas descritas en el artículo anterior, deberán ayudar a los trabajadores para que se formen de manera continua y puedan adaptarse a las nuevas habilidades requeridas, algo que ocurre menos de lo que sería deseable, en particular para aquellos con menor formación (véase el segundo gráfico). La formación para potenciar estas nuevas habilidades tendrá recompensa en el mercado de trabajo con una mayor empleabilidad y unos mayores salarios, pero requerirá esfuerzos. Una herramienta útil para facilitar este proceso es la creación de cuentas personales que acumulen derechos a lo largo de toda la vida laboral y que los trabajadores pueden usar para cobrar un subsidio de paro en caso de pérdida de empleo, pero también para pagar cursos de formación –esto último facilita la adopción de nuevas habilidades necesarias para cambiar de empleo o sector.

Además de dedicar más recursos a las políticas activas, será necesario asegurar su efectividad. Varios análisis apuntan a que la efectividad de las mismas a corto plazo es baja, pero que a medio plazo aumenta, en particular las que se destinan a la acumulación de capital humano.⁵ En todo caso, su impacto dependerá de las necesidades específicas y del perfil de cada individuo, y un diagnóstico certero y precoz será clave. Por suerte, las nuevas tecnologías vienen al rescate: los algoritmos pueden tener un papel importante en discernir qué actuación es más beneficiosa para el desempleado. Países como Australia o los Países Bajos ya utilizan técnicas de diagnóstico automatizado de la empleabilidad de los demandantes de empleo, y en España ya se han realizado proyectos piloto.⁶

En resumen, un replanteamiento en profundidad de las políticas laborales para las cuales toda ayuda, aunque venga de un robot, no es poca.

Josep Mestres
CaixaBank Research

Participación en formación continua por nivel educativo previo *



Nota: * Población de 25 a 64 años que ha participado en actividades de formación continua en las últimas cuatro semanas (2017).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2018), «Economic Survey of Spain».

3. Véase, Lagarde, C. y Ostry, J. D. (2018), «The macroeconomic benefits of gender diversity», VoxEU blog.

4. OCDE (2017), «Prevetting Ageing Unequally», OECD Publishing.

5. Véase Card, D., Kluve, J. y Weber, A. (2017), «What Works? A Meta Analysis of Recent Active Labor Market Program Evaluations», Journal of the European Economic Association, vol. 16(3).

6. Véase Felgueroso, F., García Pérez, J. I. y Jiménez-Martín, S. (2018), «Perfilado estadístico: un método para diseñar políticas activas de empleo», Fundación Ramón Areces, Fedea.

Cohesión social y crecimiento inclusivo: indisociables

Cohesión social y crecimiento económico inclusivo son dos conceptos indisociables y que se retroalimentan. Por lo tanto, en un país en el que el crecimiento es más inclusivo, es más fácil que aumente la cohesión social. Asimismo, también parece más fácil que se lleven a cabo medidas que favorezcan un crecimiento más inclusivo en un país con un mayor nivel de cohesión social. La cohesión social, al fin y al cabo, es uno de los factores que permiten que el crecimiento económico sea inclusivo. Sin embargo, la misma relación también opera en sentido contrario. Así, cuando el crecimiento se torna menos inclusivo, por ejemplo, porque el entorno regulatorio no se adapta a los cambios de la estructura productiva derivados del cambio tecnológico o la globalización, se corre el riesgo de que se deteriore la cohesión social, con todo lo que ello conlleva. En el contexto actual, analizar la cohesión social de un país es clave para poder determinar la capacidad que tiene para hacer frente a los retos que se nos presentan.

Antes de entrar en materia, conviene precisar que, en este artículo, cuando hablamos de cohesión social, nos referimos al estado de los diferentes tipos de interacción entre los miembros de una sociedad.¹ Estos tipos de interacción incluyen, por ejemplo, la confianza, el sentido de pertenencia, la voluntad de participar, la voluntad de ayudar y todo comportamiento derivado de ello.

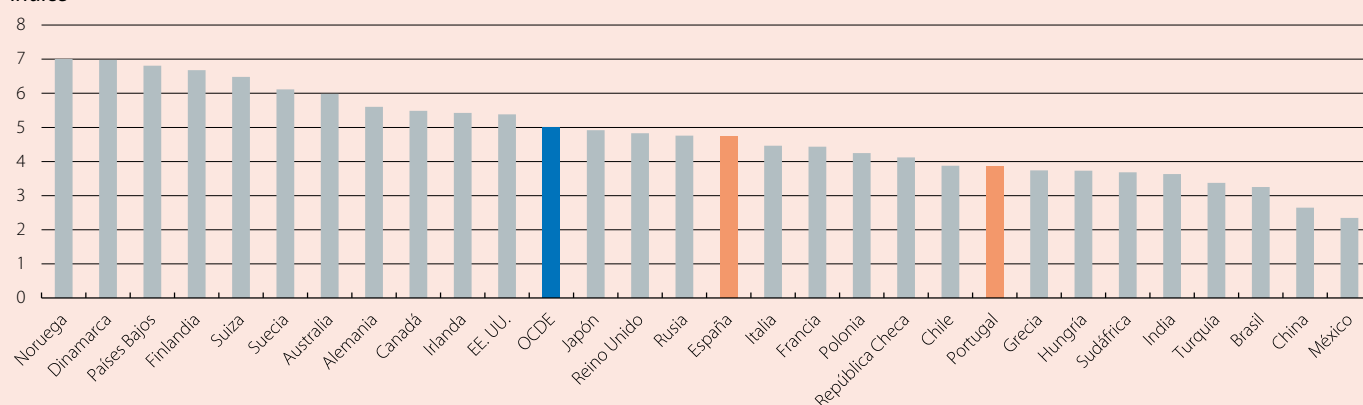
Equipados con una buena definición, ya podemos analizar el estado de la cohesión social en los principales países desarrollados y su relación con el crecimiento económico inclusivo. Para ello construimos un índice, el indicador agregado de cohesión social (IACS), que nos permite agregar y sintetizar en una sola métrica la información contenida en los 33 indicadores de cohesión social de los que dispone la OCDE. Cabe destacar que dichos indicadores cubren la totalidad de las interacciones sociales que configuran el concepto de cohesión social y se pueden agrupar en cinco pilares según el tipo de interacción: satisfacción personal, entorno social, confianza, inquietud política y niveles de criminalidad. Para construir nuestro índice, clasificamos las distintas variables recogidas por la OCDE, la mayoría de las cuales cuantifican el estado de las interacciones sociales a partir de encuestas nacionales (algunos ejemplos son el porcentaje de personas que tienen a alguien cercano con el que poder contar, la confianza en las instituciones o la inseguridad ante la pérdida de empleo) en cada uno de los pilares para cada país y, *a posteriori*, realizamos un promedio para los distintos países. Otorgamos un peso del 20% para cada uno de los pilares, aunque comprobamos que los resultados obtenidos son robustos a distintas asignaciones de los pesos.

Es revelador comprobar que los países nórdicos, que se caracterizan por tener una elevada calidad institucional,² se sitúan a la cabeza de la lista. Por otro lado, las economías emergentes, que cuentan con instituciones menos robustas y consolidadas, son las que presentan unos niveles de cohesión social más bajos, y es que la cohesión social viene determinada, en parte, por el nivel de desarrollo de las instituciones de cada país.³

En España, el grado de cohesión social se sitúa en una posición intermedia aunque por debajo del promedio de la OCDE según el IACS. En positivo, destacan los elevados niveles de satisfacción personal y el dinamismo del entorno social, y en la otra cara de la moneda encontramos los bajos niveles de confianza en las instituciones.⁴ Portugal, por su parte, se encuentra algo por debajo de España, como resultado de niveles notablemente inferiores de satisfacción personal y de inquietud política. Es interesante observar que países como Alemania, Finlandia o EE. UU. gozan de niveles de confianza mucho más elevados que España o Portugal, de modo

Índice agregado de cohesión social (IACS) *

Índice



Nota: * El IACS se calcula a partir de un panel de 33 indicadores por países. Primero, agrupamos los indicadores según el pilar al que pertenecen (satisfacción, confianza, participación política, criminalidad y estructura social). Para agregar los indicadores, los normalizamos a media 0 y varianza 1. Tras ello, se calculan los promedios de cada uno de los pilares. Finalmente, se agregan los valores obtenidos otorgando un peso del 20% a cada pilar. El punto de referencia es 5, que corresponde al promedio de la OCDE.

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

1. Véase Chan, J., To, H. P. y Chan, E. (2006), «Reconsidering Social Cohesion: Developing a Definition and Analytical Framework for Empirical Research», *Social Indicators Research*, 75(2), 273-302.

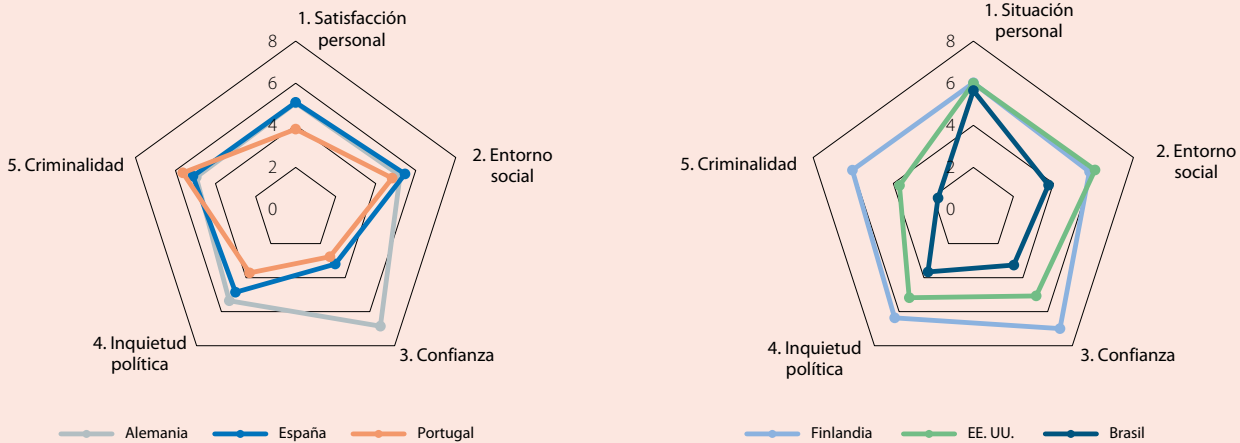
2. Según el Global Competitiveness Index 2018 (WEF), todos los países nórdicos están en el top 15 de las economías con mayor calidad institucional.

3. Véase Easterly, W., Ritzen, J. y Woolcock, M. (2006), «Social Cohesion, Institutions, and Growth», *Economics & Politics*, 18(2), 103-120.

4. El pilar de confianza engloba, entre otras variables, el nivel de confianza de la sociedad en las instituciones públicas y el grado de inseguridad ante la pérdida del puesto de trabajo, variables donde España presenta niveles relativamente bajos.

Cohesión social: principales componentes

Índice (5 = OCDE)



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

que constituyen un punto de referencia importante en el que fijarse. Concretamente, el modelo laboral nórdico que armoniza en sus dosis óptimas la protección del trabajador con la flexibilidad, la buena calidad de gobierno en Alemania⁵ o el sistema de pesos y contrapesos del sistema estadounidense son ejemplos de buenas prácticas que permiten apuntalar la confianza de la sociedad.

Cuando realizamos una comparativa entre países para los diferentes pilares obtenemos algunos resultados interesantes. Por ejemplo, si nos centramos en el pilar de criminalidad, observamos que los países europeos son los que obtienen mejores resultados en esta dimensión, mientras que tanto EE. UU. como los países emergentes muestran una percepción de mayor criminalidad. Teniendo en cuenta que la criminalidad podría estar captando el grado de malestar social, parece natural que aquellas sociedades con estados del bienestar más desarrollados y generosos, como son las europeas, salgan mucho mejor paradas en este ámbito que los países emergentes o EE. UU.

También resulta de interés analizar el comportamiento del pilar referente a la inquietud política. Este pilar nos informa sobre el grado de interés de la ciudadanía en la política así como su grado de participación en esta. Según nuestros resultados, los países nórdicos presentan registros muy elevados, mientras que los países latinoamericanos, muchos de ellos todavía inmersos en pleno proceso de maduración de sus instituciones democráticas tras largas dictaduras, destacan negativamente. España y Portugal, por su parte, presentan valores en este pilar por debajo del promedio de la OCDE, lo que sugiere que existe margen de mejora para una relación más fluida entre la sociedad y las principales instituciones del sistema político.

Finalmente, utilizamos nuestro índice de cohesión social para estudiar su relación con el crecimiento inclusivo. Pues bien, nuestros resultados confirman que se trata de dos conceptos indisolubles. Como se puede observar en el tercer gráfico, existe una estrecha relación entre el IACS y el índice de desarrollo inclusivo (IDI) que elabora el World Economic Forum.⁶ En concreto, un incremento de un punto en el IACS está ligado con un incremento de 0,47 puntos del IDI, lo que ilustra que la cohesión social (IACS) efectivamente se correlaciona de manera relevante y positiva con el crecimiento inclusivo.

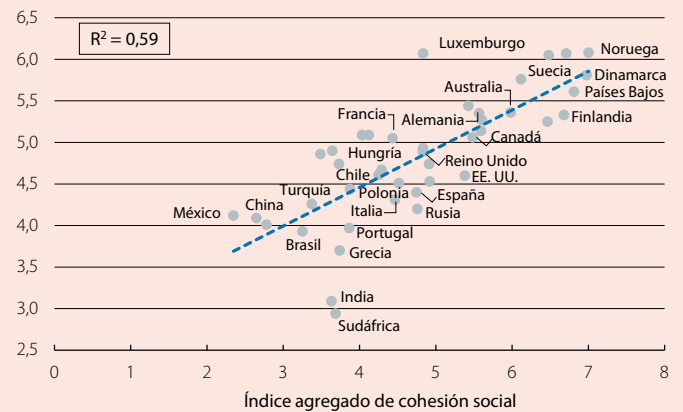
En definitiva, ante la importante transformación del sistema productivo que suponen el cambio tecnológico y la globalización, y los desafíos que presenta el envejecimiento de la población, es importante actuar para reforzar la cohesión social, un elemento indispensable para poder llevar a cabo las reformas que promuevan un crecimiento inclusivo y sostenido.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster
CaixaBank Research

5. Según datos de Bertelsmann Stiftung, Alemania es el quinto país con mayor calidad democrática del mundo y el octavo con mayor calidad de gobierno.
6. Se trata de una medida agregada de 12 indicadores distribuidos en tres pilares diferentes: desarrollo económico, inclusión y sostenibilidad. A cada pilar se le otorga un mismo peso relativo para obtener el índice general. Los valores se distribuyen del 1 al 7, siendo 7 la valoración máxima en inclusividad.

Cohesión social y crecimiento inclusivo

Índice de desarrollo inclusivo * (valor)



Nota: * La escala del índice es de 1 a 7, siendo 7 el valor máximo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y el Inclusive Development Index Report (World Economic Forum).

A través de nuestros estudios, intentamos estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Te recomendamos:

Petróleo: reflexiones y perspectivas para 2019

¿Qué factores han determinado los bruscos cambios que ha experimentado el precio del petróleo el último año?



Los bancos centrales, al timón de un entorno más volátil

¿Cuáles son nuestras perspectivas para la política monetaria de la Fed y el BCE, y las condiciones financieras de sus economías?



¿Se está desacelerando la economía española?

Nuevo vídeo de nuestra serie sobre la actualidad económica y financiera de España, Europa y el mundo.



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

La economía española se encuentra en un punto de inflexión después de crecer a tasas elevadas en los últimos años: ¿qué esperamos en 2019?



Informe Sectorial Inmobiliario

Primer informe dedicado al sector inmobiliario, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.



Documento de trabajo

Clàudia Canals y Adrià Morron analizan la madurez del ciclo económico de Estados Unidos y sus perspectivas a largo plazo.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



laCaixaTV

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., 2019

© Banco BPI, 2019

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

