

IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 431 | FEBRERO 2019

TIPO DE INTERÉS NATURAL

— EE. UU. — Eurozona



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La Fed: de ser esclava de sus palabras a serlo de los datos

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Credibilidad internacional, clave para el nuevo sexenio mexicano

ECONOMÍA PORTUGUESA

Portugal: ¿hemos llegado al fin de la recuperación dorada del mercado laboral?

DOSSIER: EL FUTURO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS: ¿CAMBIO DE PARADIGMA?

Tipos de interés bajos: ¿hasta cuándo?

Las consecuencias del nuevo entorno de condiciones financieras: entramos en terreno inexplorado

INFORME MENSUAL

Febrero 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 enero de 2019

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La Fed: de ser esclava de sus palabras a serlo de los datos*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Credibilidad internacional, clave para el nuevo sexenio mexicano*

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

22 ECONOMÍA PORTUGUESA

24 *Portugal: ¿hemos llegado al fin de la recuperación dorada del mercado laboral?*

25 *El sol (aún) brilla en Portugal*

27 DOSSIER: EL FUTURO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS: ¿CAMBIO DE PARADIGMA?

27 *Tipos de interés bajos: ¿hasta cuándo?*
Oriol Carreras y Adrià Morron Salmeron

32 *Las consecuencias del nuevo entorno de condiciones financieras: entramos en terreno inexplorado*
Javier Garcia-Arenas

La era de los tipos de interés bajos

Nunca los tipos de interés de referencia se habían situado en cotas tan bajas durante tanto tiempo. Este fenómeno, que está siendo generalizado entre países, tiene visos de continuar durante un largo periodo de tiempo. Estamos inmersos en una nueva era, la de los tipos de interés bajos y, junto a este cambio, pueden aparecer nuevos riesgos.

Que el entorno de tipos de interés bajos tiene visos de continuar lo muestran, por ejemplo, las expectativas de tipos de interés implícitas en las cotizaciones de los activos financieros. Se espera que el BCE empiece a subir el tipo de interés de referencia en los próximos trimestres, pero, según los mercados, lo hará a un ritmo tan lento que dentro de cinco años todavía se mantendrá por debajo del 1%. En EE. UU., el ciclo de subidas de tipos parece que está llegando a su fin. De hecho, en este caso, los mercados ya no descartan que la Fed baje tipos el año que viene. Si este escenario se acaba cumpliendo, el tipo de interés de referencia de la Fed se habrá mantenido por debajo del 2,5% durante más de 15 años. En comparación, entre 1960 y el 2000, el *fed funds rate* nunca se situó por debajo del 2,5%.

Este cambio de era es resultado de una mejor gestión de la política monetaria, que ha permitido mantener tasas de inflación menores, y de una transformación económica y social profunda, estructural, ligada sobre todo al envejecimiento de la población y el progreso tecnológico. Estos fenómenos ya hace años que operan y, al presionar al alza el ahorro y deprimir la propensión a invertir, han hecho que los tipos de interés que equilibran la oferta y la demanda de ahorro hayan ido descendiendo. Analizamos con detenimiento estos factores y su impacto en los tipos de interés en los artículos del Dossier.

Los riesgos asociados a este nuevo entorno de tipos de interés no son menores. Entre ellos, sobresale el aumento de la presión política sobre los bancos centrales para que lleven a cabo una política monetaria más acomodaticia. En última instancia, se podría acabar cuestionando la independencia de los bancos centrales. Las constantes interpelaciones de Trump a la Fed para que frene el aumento de tipos son una buena muestra de ello.

La compra de deuda pública por parte de los principales bancos centrales ayudó a contener el impacto de la crisis económica y financiera, pero también cambió las reglas del juego. *A priori*, para luchar de forma excepcional contra una crisis sin precedentes. Pero en el nuevo entorno de tipos de interés bajos, es probable que los bancos centrales tengan que volver a recurrir a esta herramienta para estimular la economía. La Fed ya ha anunciado que mantendrá en su balance gran parte de la deuda pública que compró. El BCE también ha dejado claro que mantendrá el tamaño actual del balance durante, al menos, unos años más.

En este contexto, la tentación de exigir a las autoridades monetarias mayores estímulos será difícil de resistir, especialmente dados los elevados niveles de deuda pública en la mayoría de economías desarrolladas, que hacen que el impacto de un aumento de los tipos en las arcas públicas sea ahora mucho mayor. A ello hay que sumarle las crecientes demandas de una supuesta «profundización democrática» de todas las instituciones.

Sin embargo, cabe recordar que la independencia de los bancos centrales, junto a la fijación de unos objetivos razonables, ha permitido una de las eras de mayor estabilidad y progreso económico. Su independencia ha sido imprescindible para evitar que acabaran financiando directamente el gasto público, lo que suele provocar periodos de hiperinflación y, en última instancia, profundas crisis económicas, financieras y sociales. El caso de Venezuela es un buen ejemplo de ello. Asimismo, este diseño institucional ha ayudado a que las herramientas utilizadas para conseguir un crecimiento económico sostenido e incluso hayan sido, como debe ser, la política fiscal y las llamadas políticas de oferta.

En la era de los tipos de interés bajos, los bancos centrales tendrán que tomar decisiones muy comprometidas. Será entonces cuando se pondrá de manifiesto la importancia de que sean independientes. ¿Podremos resistir la tentación?

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía
y Mercados Financieros
31 de enero de 2019

Cronología

ENERO 2019

- 15** El Parlamento del Reino Unido rechaza por 432 a 202 votos el acuerdo de salida firmado entre el Gobierno y la UE.
- 25** Termina el cierre parcial de la Administración federal más largo de la historia de EE. UU. (35 días).

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).

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).

Agenda

FEBRERO 2019

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 6** Portugal: empleo y desempleo (4T).
- 8** Portugal: comercio internacional (diciembre).
- 12** 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).
- 26** Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (enero).
- 27** Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).
- 28** España: avance del IPC (febrero).
España: balanza de pagos (diciembre).
Portugal: empleo y desempleo (enero).

MARZO 2019

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 7** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12** Portugal: IPC (febrero).
Portugal: comercio internacional (enero).
- 19** España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 19-20** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 22** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
Consejo Europeo.
- 27** España: balanza de pagos (4T).
España: posición de inversión internacional neta (4T).
Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (febrero).
- 28** España: avance del IPC (marzo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
- 29** España: balanza de pagos (enero).
España: tasa de ahorro de los hogares (4T).
Desglose del PIB (4T).
Portugal: empleo y desempleo (febrero).

La expansión continúa en un entorno de mayores riesgos bajistas

La economía global opera en un entorno exigente. Aunque el crecimiento mundial se mantiene dinámico (se estima que en 2018 se situó en el 3,7%, prácticamente la misma cifra que en 2017), los indicadores muestran que, en la segunda mitad de 2018, la actividad global encaró una senda de moderación del crecimiento. Por un lado, ello refleja un cambio en el entorno, que en los últimos trimestres se ha vuelto más exigente por la conjunción del endurecimiento de las condiciones financieras globales y la erosión de la confianza (penalizada por las tensiones comerciales y los conflictos geopolíticos). A estos factores, a los que habrá que seguir con atención en los próximos meses, se le suma la propia madurez del ciclo en economías destacadas (como EE. UU., cuya expansión se encuentra a escasos meses de convertirse en la más larga de la historia moderna del país) y los temores que levanta la incertidumbre alrededor del verdadero grado de desaceleración de la economía china. Así, el escenario macroeconómico apunta a una cierta moderación del crecimiento en 2019, un año en el que la mayor madurez del ciclo se enfrentará a un mapa de riesgos más dominado por los factores bajistas.

Las turbulencias con las que terminó 2018 dan paso a un inicio de 2019 más sosegado. Tras un cierre de 2018 turbulento, con fuertes caídas bursátiles que reflejaban dudas acerca de la solidez del crecimiento mundial en 2019, el nuevo año empezó con mayor sosiego. Por un lado, en los mercados financieros, el sentimiento inversor mejoró gracias a las negociaciones entre EE. UU. y China para reconducir sus tensiones comerciales y a los mensajes de mayor paciencia por parte de los principales bancos centrales. En efecto, tanto la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han incorporado el aumento de los riesgos bajistas en sus respectivos escenarios y, tras sus reuniones de política monetaria de enero, trasladaron la intención de no endurecer las condiciones monetarias en los próximos meses. Por otro lado, el sentimiento también estuvo apoyado por la publicación de distintos indicadores de actividad que, aunque apuntan a una moderación del crecimiento global, sugieren que esta es razonablemente suave.

La eurozona baja una marcha. Un buen ejemplo de que no debe hacerse una lectura alarmista de esta ralentización del crecimiento lo encontramos en la eurozona. A pesar de que en el 4T el crecimiento se situó en un moderado 0,2% intertrimestral (1,2% interanual), los datos que se conocieron para los principales países, como Alemania (donde se temía que el crecimiento fuera negativo por la adaptación del sector del automóvil a las nuevas regulaciones de emisiones) o Francia (afectada por las protestas de los Chale-

cos Amarillos) mejoraron ligeramente las expectativas (la nota negativa la ofreció Italia que, inmersa en un entorno político incierto, registró un crecimiento intertrimestral negativo). Así, el avance del PIB de la eurozona en el conjunto de 2018 se situó en el 1,8% y, aunque esta cifra queda lejos del excepcional crecimiento del 2,5% registrado en 2017, ello refleja, en gran parte, un entorno exterior menos favorable y la presencia de lastres temporales que están siendo más persistentes de lo que se esperaba. No obstante, la demanda doméstica se mantiene firme y bien respaldada tanto por unas condiciones financieras acomodaticias como por el buen desempeño del mercado laboral, con lo que el principal motor de crecimiento de la eurozona seguirá sustentando la fase expansiva del ciclo económico en los próximos trimestres.

España y Portugal transitan hacia crecimientos más sostenibles por el desvanecimiento de los factores que, como el bajo precio del petróleo o la depreciación del euro, estimularon temporalmente el crecimiento. En España, el PIB acabó el año con un avance del 0,7% intertrimestral (2,4% interanual) en el 4T, cifra que sorprendió al alza, especialmente porque la demanda exterior mostró un mejor tono a pesar del contexto internacional más adverso. En el conjunto de 2018, el crecimiento se situó en el 2,5% (3,0% en 2017) y confirmó la desaceleración gradual de la actividad hacia cotas más sostenibles. Por componentes, la demanda interna fue el principal motor de crecimiento en el conjunto de 2018, con una aportación de +2,9 p. p. que contrarrestó la contribución negativa neta del sector exterior (-0,4 p. p.). Esta dicotomía entre la firmeza de la demanda doméstica (aupada por la robustez del mercado laboral y unas condiciones financieras todavía acomodaticias en la eurozona) y el lastre (en términos netos) del sector exterior (reflejo tanto del deterioro del contexto internacional, en un entorno de tensiones geopolíticas, como de la desaceleración de la eurozona y el tirón importador de la demanda interna) no solo se produce en España, sino que también caracteriza el escenario macroeconómico de Portugal (para el que todavía no se dispone de las cifras de PIB para el conjunto de 2018, aunque todo apunta a que reflejarán una contribución positiva y sólida de la demanda interna y un ligero lastre del sector exterior). Así, en 2019, ambas economías mantendrán ritmos de avance favorables, respaldadas por las fortalezas cíclicas (como la recuperación del mercado laboral) y las mejoras estructurales de los últimos años, aunque convergirán hacia cotas algo más moderadas de la mano de la madurez del ciclo y el lastre del entorno exterior.

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	3,20	3,20
Líbor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,35	3,25
Deuda pública 2 años	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	3,10	3,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,30	3,20
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	-0,05	0,73
Deuda pública 10 años	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	1,05	1,88
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,59	-0,13	-0,04	-0,02	0,64	1,37
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,36	1,08	1,78
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,42	2,05	2,68
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	0,71	1,63
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	1,30	2,15
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,35	3,03
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	57,67	67,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	50,68	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	3,8	3,7	3,4	3,4
Países desarrollados	2,7	1,1	1,7	2,4	2,2	1,9	1,7
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	1,8	1,4	1,5
Alemania	1,6	1,0	2,2	2,5	1,5	1,3	1,7
Francia	2,0	0,6	1,1	2,3	1,5	1,6	1,6
Italia	1,5	-1,0	1,3	1,6	0,8	0,2	0,8
Portugal	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,8	1,7
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	1,8	1,4	1,5	1,6
Países emergentes	6,6	5,2	4,4	4,7	4,7	4,4	4,5
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,6	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	1,1	-0,2	1,5	1,7	1,9	2,0
Turquía	5,4	5,0	3,2	7,3	3,7	-1,5	1,5
Polonia	4,0	3,2	3,1	4,8	5,3	3,7	2,9
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	3,8	3,4
Países desarrollados	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,6	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,1	1,9
Eurozona	2,1	1,5	0,2	1,5	1,7	1,6	1,7
Alemania	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	1,8	1,8
Francia	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,7	1,7
Italia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,2	1,4
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,3	1,5
España	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,6	1,7
Japón	-0,3	0,4	-0,1	0,5	1,0	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,2	2,1
Países emergentes	6,8	6,0	4,2	4,3	4,8	5,1	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	4,2	4,9
Indonesia	8,4	6,0	3,5	3,8	3,2	3,3	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	4,9	4,1	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,4	2,9	3,0
Rusia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	4,9	4,0
Turquía	27,2	8,1	7,8	11,1	16,2	19,5	12,0
Polonia	3,5	2,3	-0,2	1,6	1,2	2,5	2,5
Sudáfrica	5,3	6,1	6,3	5,3	4,6	4,4	5,3

Previsiones

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

Economía española

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

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

■ Previsiones

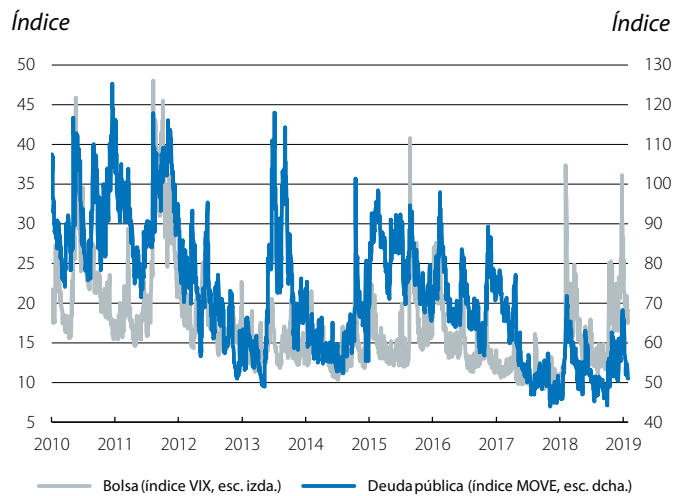
El sosiego vuelve a los mercados

La volatilidad disminuye en el inicio del año. Tras un final de 2018 marcado por las pérdidas bursátiles, los primeros compases de 2019 trajeron algo de calma a los mercados financieros, que moderaron su inquietud gracias a las negociaciones para reconducir las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, y a las muestras de mayor paciencia por parte de los principales bancos centrales. En concreto, la Fed dio señales de pausar la senda de incrementos de tipos (al menos en los próximos meses, en tanto que evalúa el impacto del endurecimiento monetario realizado hasta la fecha), mientras que el BCE reiteró la intención de mantener unas condiciones financieras acomodaticias en la eurozona. Así, en enero, la estabilidad fue la nota dominante en los mercados de renta fija, donde los tipos de interés soberanos se mantuvieron en cotas moderadas e incluso flexionaron algo a la baja, mientras que en el mercado de divisas se produjo una cierta depreciación del dólar estadounidense. Por otro lado, este sosiego del sentimiento inversor se reflejó positivamente tanto en las bolsas, donde los índices de las principales economías avanzadas y emergentes avanzaron con firmeza, como en los mercados de materias primas, en los que destacó la recuperación del precio del petróleo tras su fuerte caída a finales de 2018.

Las bolsas empiezan el año en positivo. La mejora del sentimiento inversor, junto con la publicación de beneficios empresariales referentes al 4T 2018 razonablemente positivos (especialmente en EE. UU.), auparon al alza y de manera generalizada los principales índices bursátiles internacionales en enero. Así, en EE. UU., el índice S&P 500 avanzó cerca de un 8% en el conjunto del mes, en cambio en los principales parqués de la eurozona las ganancias se situaron alrededor del 6% (Eurostoxx 50 +5,3%, DAX +5,8%, CAC +5,5%, Ibex 35 +6,1% y PSI 20 +8,4%). Las bolsas de las economías emergentes también registraron avances importantes (índice MSCI para el conjunto del bloque +8,7%), especialmente en América Latina (índice MSCI de América Latina +14,9%), donde destacó el auge de la bolsa de Brasil (índice Bovespa +10,8%), pero también en las economías asiáticas (índice MSCI de Asia emergente +7,3%).

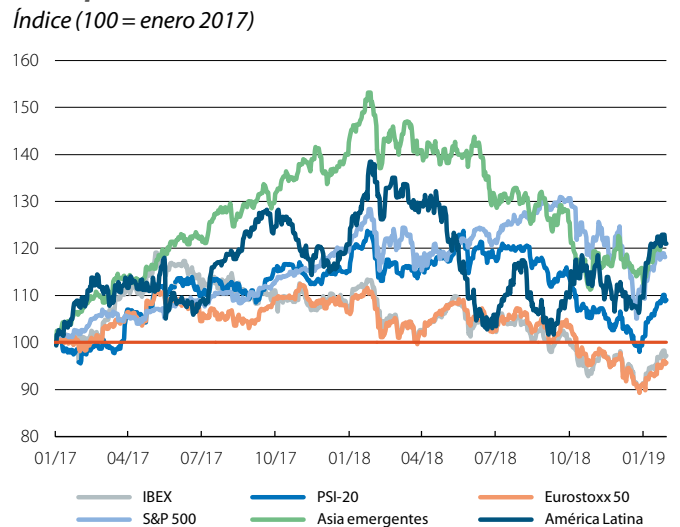
El BCE mantendrá unas condiciones financieras acomodaticias. Tras poner fin a las compras netas de activos el pasado diciembre, el BCE mantuvo inalterados los parámetros de su política monetaria en su primera reunión del año y la centró en evaluar el estado del ciclo económico de la eurozona. Ante la persistencia de incertidumbres alrededor de las tensiones geopolíticas globales, las vulnerabilidades en algunas economías emergentes y los repuntes de volatilidad financiera, el BCE señaló que el mapa de riesgos ha empeorado y ha pasado de considerarlo «equilibrado» a «sesgado a la baja». Además, el BCE también se mostró cauto ante unos últimos indicadores de actividad más débiles de lo esperado. Aunque Draghi reiteró que la probabilidad de recesión es baja y que las perspectivas a

Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

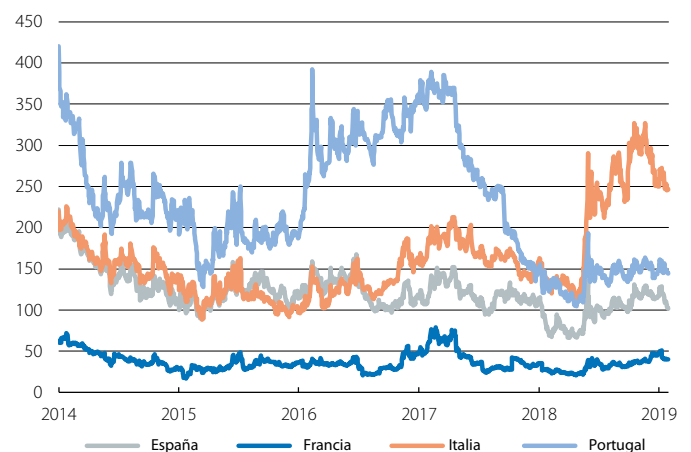
Principales bolsas internacionales



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

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

(p. b.)



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

medio plazo siguen bien respaldadas en la solidez de la demanda doméstica, también señaló que es probable que, a corto plazo, el crecimiento se muestre menos dinámico. Ante esta valoración del escenario, pues, el BCE reiteró la intención de mantener un entorno financiero acomodaticio mediante unos tipos de interés oficiales fijos en sus niveles actuales y la reinversión, por un largo periodo de tiempo, de aquellos activos en balance que vayan venciendo.

La Fed pausa las subidas de tipos. En su primera reunión de 2019, la Fed mantuvo los tipos de interés en el rango 2,25%-2,50%, con una decisión ampliamente esperada tras haber aumentado ya los tipos en 25 p. b. el pasado diciembre. Sin embargo, la reunión no fue de transición y la Fed mandó mensajes importantes de cara a la evolución futura de la política monetaria. En concreto, aunque presentó una valoración positiva del escenario macroeconómico, la Fed puso mayor énfasis en los factores de riesgo bajistas (como la desaceleración del crecimiento global, las tensiones geopolíticas o el endurecimiento de las condiciones financieras), que generan incertidumbre sobre el desempeño de la economía en los próximos trimestres. Así, la Fed señaló que se mostrará paciente de cara a la evolución futura de los tipos de interés y dejó de señalar explícitamente la expectativa de nuevos incrementos.

Los tipos de interés siguen contenidos y las divisas emergentes se recuperan. Los mensajes de paciencia de los bancos centrales marcaron las dinámicas de los mercados de renta fija en enero, y los tipos de interés, tanto de la deuda soberana como de la corporativa, se mantuvieron estables o incluso flexionaron a la baja. En concreto, en EE. UU., los tipos de interés soberanos a 10 años fluctuaron alrededor del 2,70% (más cerca de sus niveles a finales de 2017 que de los máximos de 2018, cuando llegaron a superar el 3,20%), mientras que en la eurozona las primas de riesgo periféricas disminuyeron y el tipo de interés soberano a 10 años de Alemania se situó por debajo del 0,20%. Por su parte, los mercados de divisas también recogieron los mensajes de los bancos centrales y las señales de pausa de la Fed se tradujeron en una apreciación moderada de las principales divisas emergentes frente al dólar estadounidense. En cambio, el euro se mantuvo relativamente estable alrededor de los 1,14 dólares y la libra esterlina fluctuó al son de las votaciones del Parlamento británico sobre el *brexit* (con tendencia a fortalecerse frente a las principales divisas).

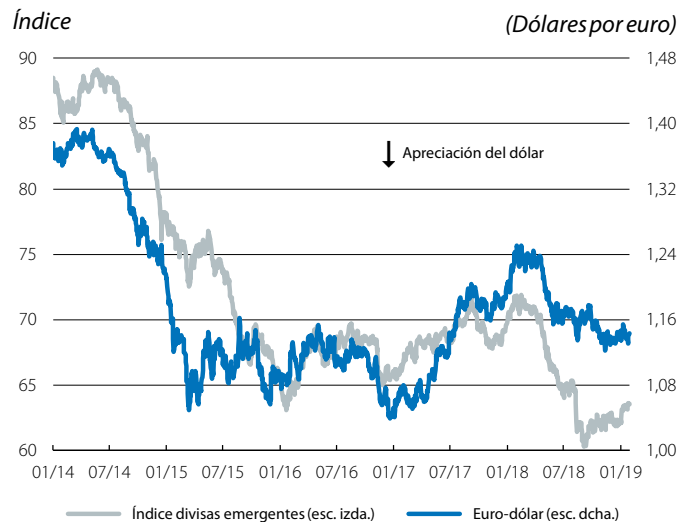
El petróleo se estabiliza. Tras desplomarse más de un 40% en el último trimestre de 2018 (de los cerca de 85 dólares por barril en septiembre a los 50 dólares a mediados de diciembre), en enero el precio del barril de Brent inició una senda de recuperación hasta los 60 dólares. El alza del precio estuvo apoyada por la puesta en marcha de los nuevos recortes a la producción de crudo que la OPEP y sus socios anunciaron a principios de diciembre, así como por la mejora del sentimiento inversor, que también empujó al alza los precios de otras materias primas, como el cobre, otros metales industriales o productos agrícolas.

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



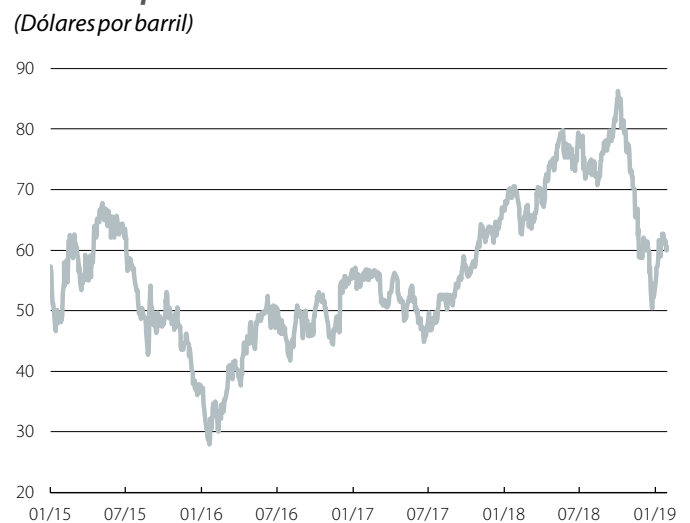
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

La Fed: de ser esclava de sus palabras a serlo de los datos

La Fed está a punto de cerrar el capítulo de las medidas no convencionales. Tras haber iniciado la reducción de su balance,¹ las últimas declaraciones de los miembros de la Fed muestran la voluntad de dejar más abierta la evolución futura de los tipos de interés. Así, a partir de ahora, la senda esperada de los tipos será más incierta y dependerá en mayor medida de la evolución de los datos económicos y financieros.

Historia de una comunicación poco convencional

El uso de la comunicación como herramienta de política monetaria se intensificó tras el estallido de la crisis financiera. Al estar los tipos de interés a corto plazo emplazados en el 0%, y ante la imposibilidad de recortarlos más para ofrecer unas condiciones financieras todavía más acomodaticias, la Fed decidió declarar muy explícitamente la intención de mantenerlos en niveles muy bajos por un periodo de tiempo extendido. El objetivo: modificar las expectativas a largo plazo de los inversores y ahorradores y, así, reducir aún más los tipos a largo plazo.

Cuando la recuperación económica se empezó a asentar, la Fed también usó la comunicación para gestionar activamente las expectativas sobre la primera subida del tipo de referencia. Y, una vez despegaron los tipos, la comunicación continuó siendo una herramienta clave para el banco central, que pasó a indicar con bastante claridad la velocidad a la que aumentarían los tipos de interés: una reorientación de la comunicación necesaria para que, ante el contraste entre unas expectativas de mercado escépticas sobre las subidas de tipos y un escenario macroeconómico que las hacía necesarias, el proceso de normalización de los tipos de interés fuese gradual y no condicionara la recuperación económica. Así, la Fed fijó, en cierto modo, un «piloto automático» con el que ha elevado los tipos de referencia hasta el rango 2,25%-2,50%.

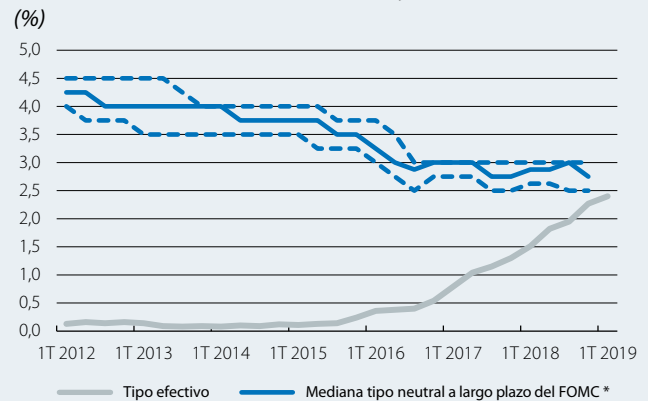
Normalizada la situación macroeconómica, normalizada la comunicación de la Fed

Llegados a estas cotas, los tipos de interés han dejado de ser acomodaticios y se encuentran en un terreno neutral: es decir, que ni estimulan ni restringen el ciclo económico.² Buena muestra de ello es que, como podemos ver en el primer gráfico, el tipo oficial actual se sitúa ya muy cerca de lo que los miembros de la Fed estiman que es el tipo neutral a largo plazo. Así, el fin de la política monetaria acomodaticia, junto con el hecho de que la economía se encuentra en una fase madura del ciclo (donde es más incierto cuál es la senda óptima que debería seguir el banco central), han llevado a la Fed a reorientar la comunicación. En concreto, dado que, en la coyuntura actual, es especialmente importante monitorizar el estado del ciclo

1. La Fed anunció el cese de las compras netas de activos en 2014 y la reducción gradual de las reinversiones en 2017.

2. El tipo neutral es una variable no observable que se encuentra actualmente en el 2,5% según las estimaciones de Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», Journal of International Economics, vol. 108.

EE. UU.: tipo de interés neutral y efectivo



Nota: * Mediana de la votación del tipo de interés neutral a largo plazo según los participantes en la reunión de la Fed. Entre las líneas discontinuas se encuentran el 75% de los votantes, tras haber excluido las dos observaciones más altas y las dos más bajas.

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

económico para calibrar los próximos movimientos de los tipos de interés, diversas voces dentro de la Fed argumentan que, en los próximos trimestres, la política monetaria debería ofrecer menos orientación futura y depender más de la evolución reciente de los datos económicos y financieros.

Las consecuencias de normalizar la comunicación

Un efecto clave de dar una indicación relativamente precisa sobre la orientación futura de la política monetaria es la menor incertidumbre alrededor de la evolución de los tipos de interés. En la medida en que el banco central sea creíble ante inversores y analistas, estos anclarán su senda de tipos de interés esperada a las indicaciones de la Fed y, consecuentemente, las cotizaciones de los activos financieros serán menos volátiles.

Una manera de contrastar esta conjetura es analizar la sensibilidad de las cotizaciones financieras a la publicación de variables económicas. Normalmente, ante un dato económico que sorprende al alza (por ejemplo, un dato de creación de empleo mayor de lo esperado), los inversores asumen que la Fed podría verse obligada a aumentar los tipos de interés más rápidamente. No obstante, si la Fed es creíble en su orientación futura, los inversores deberían ser menos sensibles ante sorpresas en los datos. Efectivamente, cuando examinamos la sensibilidad de los tipos de interés soberanos estadounidenses,³ vemos cómo, desde que la Fed usa activamente la comunicación para indicar la evolución futura de los tipos de interés, la sensibilidad de los activos financieros a sorpresas económicas ha dis-

3. Concretamente, analizamos las variaciones del tipo de interés soberano en los días en los que se publica el informe mensual del mercado laboral elaborado por el Bureau of Labor Statistics (BLS). La sensibilidad estimada corresponde al coeficiente β de la regresión $\Delta i_t = \alpha + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \epsilon_t$, donde Δi_t indica la variación del tipo de interés sobre el bono soberano de EE. UU. a 2 años en el día de publicación del dato de creación de empleo, ΔE_t es la creación de empleo publicada por el BLS y ΔE_t^e es la creación esperada por el consenso de Bloomberg.

minuido.⁴ De este modo, es posible que el mayor foco que la Fed está poniendo sobre la evolución de los indicadores reavive esta sensibilidad, lo que puede ir de la mano de una mayor volatilidad financiera.

Dependencia de los datos: ¿cuáles son y qué nos dicen?

A partir de ahora volverá a ser clave analizar con detalle los indicadores en los que los miembros de la Fed se fijan para tomar sus decisiones. Para ello, en la tabla anexa presentamos un listado de los indicadores que la Fed enfatiza especialmente en sus discursos, comunicados y actas de reuniones y mostramos qué sugiere la reciente evolución de cada uno de ellos.

Por un lado, los principales indicadores de actividad y mercado laboral son acordes con una economía robusta y que crece a niveles por encima del potencial. Asimismo, la evolución de la inflación y sus expectativas no ha sido una preocupación para la Fed, en tanto que se encuentra alrededor del objetivo del 2%. Por otro lado, observamos cómo distintos indicadores financieros presentan una evolución menos favorable. En parte, cabría esperar que ello sea resultado del tensionamiento monetario que ha llevado a cabo la propia Fed, que persigue endurecer las condiciones financieras para frenar la emergencia de desequilibrios. Sin embargo, en gran medida, las correcciones financieras también reflejan la erosión provocada por las tensiones geopolíticas globales y el empeoramiento del sentimiento inversor ante el temor a que, fruto de la madurez de la expansión, las fuentes de crecimiento cíclico se agoten y la economía se desacelere más abruptamente.

EE. UU.: monitor de indicadores

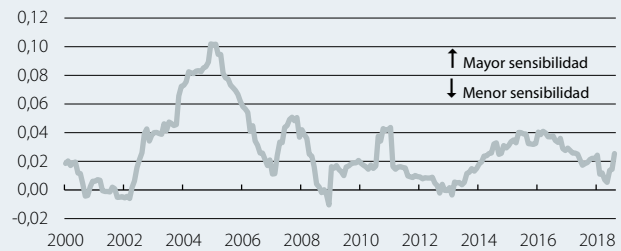
	Indicador	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Actividad (trimestral)	PIB				
	Índice del coste del empleo				
	Gasto público				
	Inversión en viviendas				
	Creación de viviendas unifamiliares				
	Creación de viviendas multifamiliares				
	Renta disponible				
	Inversión en bienes de equipo				
	Inversión en propiedad intelectual				
	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Condiciones financieras	Índice de condiciones financieras				
	S&P 500				
	Índice del dólar				
	Futuros sobre el tipo de interés oficial				
	Tipos sobre la deuda soberana a 10 años				
	Pendiente de la curva de tipos (10a -3m)				
	Índice de volatilidad (VIX)				
	Diferencial de crédito privado (HY - IG)				
	Diferencial de crédito de riesgo (IG - Sov.)				

Nota: Colores más verdes sugieren más subidas de tipos a la Fed, mientras que colores más anaranjados sugieren lo contrario. La determinación del color se ha realizado en función de los valores de cada variable dentro de los cinco percentiles de su propia muestra. El color blanco indica que no hay datos disponibles a la fecha del análisis.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

4. El aumento de la sensibilidad que se observa entre 2014 y 2015 coincide con el periodo en el que la Fed subordinó la primera subida de tipos a que la tasa de desempleo disminuyera hasta un cierto umbral.
 5. Se estima que la política monetaria tarda, al menos, entre 6 y 12 meses a transmitirse al conjunto de la actividad. Véase, por ejemplo, George, E. L. (2019), «Are We There Yet?», The U.S. Economy and Monetary Policy.

EE. UU.: sensibilidad del tipo de interés de la deuda soberana a 2 años a sorpresas económicas

Coefficiente de sensibilidad



Nota: Estimamos la ecuación $\Delta i_t = a + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \epsilon_t$, donde Δi_t indica la variación del tipo de interés sobre el bono soberano de EE. UU. a 2 años en el día de publicación del dato de creación de empleo, ΔE_t es la creación de empleo publicada por el BLS y ΔE_t^e es la creación esperada por el consenso de Bloomberg. Estimamos la regresión con los datos de los 24 meses anteriores a t y mostramos el valor del parámetro β a lo largo del tiempo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Ante esta combinación de incertidumbre, volatilidad financiera e indicadores que apuntan en distintas direcciones, es probable que la Fed pause el ritmo actual de incrementos de tipos para valorar más detenidamente los efectos macroeconómicos de las subidas realizadas hasta la fecha.⁵ Sin embargo, no hay que olvidar que, al otro lado de la balanza, se encuentran un mercado laboral más allá del pleno empleo y el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía. En este sentido, la regla de Taylor⁶ nos sugiere que el tipo de interés oficial todavía se encuentra, en la actualidad, 0,4 p. p. por debajo del tipo que la inflación y el desempleo prescriben, por lo que esta pausa no debería impedir que la Fed eleve todavía algo más los tipos de interés en este ciclo.

	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018	
Mercado laboral	Creación de empleo					
	Tasa de desempleo					
	Tasa de subempleo					
	Tasa de empleo					
	Nuevos puestos de trabajo					
	Renuncias de puestos de trabajo					
	Salario por hora					
	Producción industrial					
	Horas trabajadas en la industria					
Actividad	Visados de obra nueva					
	Compraventa de viviendas de segunda mano					
	Consumo					
	Confianza del consumidor					
	Índice de actividad manufacturera (ISM)					
	Índice de actividad no manufacturera (ISM)					
	Precios	Inflación general (PCE)				
		Inflación subyacente (PCE)				
		Inflación general (IPC)				
Inflación subyacente (IPC)						
Expectativas de inflación 5a - 5a						

6. Concretamente, $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1 - \rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) - 0,5(u_t - u_t^n)]$ donde $\rho=0,5$ es el parámetro de alisamiento, r_t^n es el tipo de interés natural estimado según el modelo Holston-Laubach-Williams (2017), π_t es la inflación subyacente actual y $\pi^* = 2\%$ la inflación objetivo, u_t y u_t^n son la tasa de desempleo observada y natural, respectivamente.

Tipos de interés (%)

	31-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,31	-0,31	0	0,1	2,0
Euríbor 12 meses	-0,11	-0,12	1	0,8	8,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,51	-0,57	5	5,5	5,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,56	-0,61	5	4,6	-2,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,15	0,24	-9	-9,3	-57,2
Deuda pública a 10 años (España)	1,20	1,42	-22	-22,0	-21,3
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,62	1,72	-10	-10,2	-32,8
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,50	2,50	0	0,0	100,0
Líbor 3 meses	2,74	2,81	-7	-7,1	94,9
Líbor 12 meses	3,02	3,01	2	1,5	72,8
Deuda pública a 1 año	2,54	2,60	-5	-5,2	66,3
Deuda pública a 2 años	2,46	2,49	-3	-3,0	29,7
Deuda pública a 10 años	2,63	2,68	-5	-5,5	-16,0

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	89	-18	-17,8	26,7
Itraxx Financiero Sénior	84	109	-24	-24,2	42,4
Itraxx Financiero Subordinado	172	228	-57	-56,9	75,1

Tipos de cambio

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,145	1,147	-0,2	-0,2	-8,5
EUR/JPY (yenes por euro)	124,650	125,830	-0,9	-0,9	-8,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,873	0,899	-2,9	-2,9	-0,4
USD/JPY (yenes por dólar)	108,890	109,690	-0,7	-0,7	-0,5

Materias primas

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	412,8	409,2	0,9	0,9	-6,9
Brent (\$/barril)	61,9	53,8	15,0	15,0	-11,1
Oro (\$/onza)	1.321,2	1.282,5	3,0	3,0	-2,0

Renta variable

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.704,1	2.506,9	7,9	7,9	-4,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.159,4	3.001,4	5,3	5,3	-11,7
Ibex 35 (España)	9.056,7	8.539,9	6,1	6,1	-12,9
PSI 20 (Portugal)	5.129,0	4.731,5	8,4	8,4	-8,5
Nikkei 225 (Japón)	20.773,5	20.014,8	3,8	3,8	-11,5
MSCI emergentes	1.049,9	965,8	8,7	8,7	-15,9

El crecimiento global baja una marcha

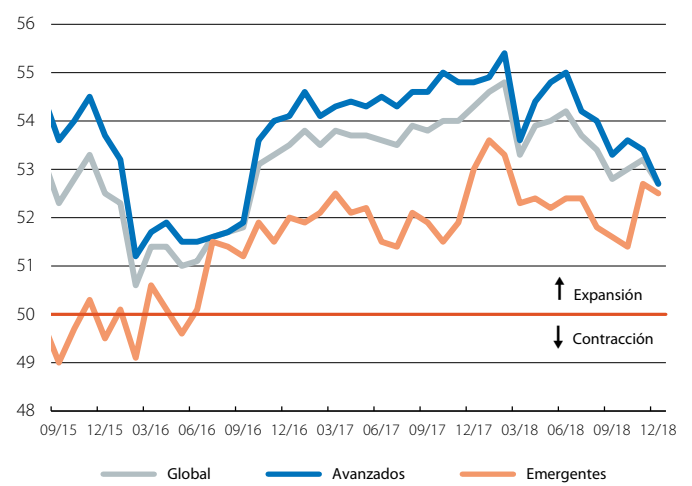
La expansión global continúa a un ritmo más moderado. Así lo sugieren los indicadores de actividad globales más recientes, como el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global, que todavía se encuentra en zona expansiva (por encima de los 50 puntos) pero disminuyó hasta los 52,7 puntos en diciembre, el registro más bajo desde septiembre de 2016. Asimismo, el índice IIF Growth Tracker, que trata de estimar el crecimiento de los emergentes, sumó cinco meses consecutivos a la baja en diciembre, aunque todavía apunta a ritmos de crecimiento sólidos. Esta moderación del ritmo de actividad global de los últimos meses se explica por una conjunción de factores. Concretamente, elementos de carácter idiosincrático en economías avanzadas (particularmente en Europa) se han sumado al endurecimiento de las condiciones financieras globales, el deterioro de la confianza por las tensiones comerciales y la incertidumbre sobre el verdadero grado de desaceleración de la economía china. Dado que esperamos que estos factores se mantengan en los próximos trimestres, ello avala un escenario de crecimiento más moderado para este 2019 (del 3,4%, según CaixaBank Research). En la misma línea apunta el FMI, que, en su actualización de previsiones económicas de enero, revisó ligeramente a la baja sus proyecciones de crecimiento económico global para 2019, hasta el 3,5% (-0,2 p. p.), y para 2020, hasta el 3,6% (-0,1 p. p.). Asimismo, el Fondo señaló que la escalada de tensiones comerciales sigue siendo una fuente de riesgo, aunque la tregua de 90 días entre EE. UU. y China a la introducción de nuevos aranceles y el tono razonablemente positivo en las negociaciones posteriores han apaciguado las preocupaciones sobre una guerra comercial.

La incertidumbre alrededor del *brexit* no recede. La Cámara de los Comunes del Reino Unido rechazó por amplia mayoría el acuerdo de salida que el Gobierno había acordado con la UE (véase el tercer gráfico adjunto). Tras la votación, la primera ministra Theresa May, del partido conservador, debe idear un plan alternativo que consiga los apoyos parlamentarios suficientes. Con el fin de lograr el apoyo del ala más euroescéptica de su partido y del partido irlandés DUP, la primera ministra ha optado por intentar negociar con Bruselas nuevas concesiones en la cláusula *backstop* sobre Irlanda. En este contexto, las dificultades existentes para lograr una mayoría en el Parlamento aumentan la probabilidad de que el Reino Unido termine pidiendo una extensión de las negociaciones más allá del día del *brexit* (29 de marzo) y abren la posibilidad a un gran número de alternativas: desde la ratificación de un acuerdo de salida enmendado, a un *brexit* más suave (por ejemplo, una unión aduanera permanente) o a un segundo referéndum. Por otro lado, los eventos de las últimas semanas (como la aprobación en la Cámara de los Comunes de varias enmiendas) sugieren que hay una clara mayoría en el Parlamento británico en favor de evitar una salida de la Unión sin acuerdo.

EUROZONA

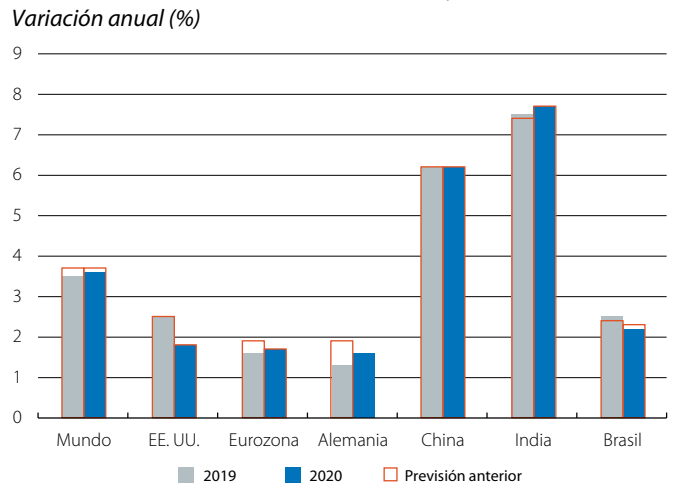
La actividad de la eurozona avanza a menor ritmo. Concretamente, el PIB de la eurozona registró un crecimiento del 0,2%

Indicadores de actividad: PMI compuesto



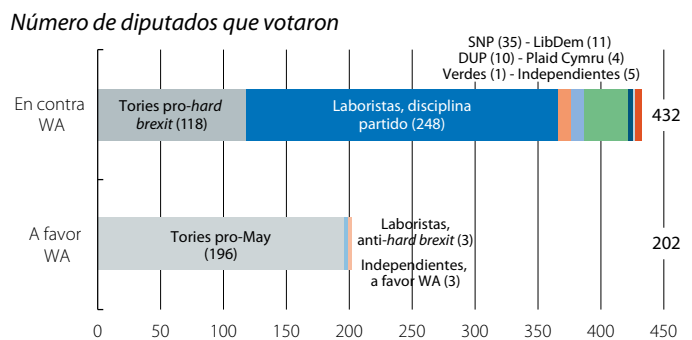
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

FMI: previsiones del PIB para 2019 y 2020



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero de 2019).

Brexit: votación del acuerdo de salida (WA) en la Cámara de los Comunes



Nota: Los parlamentarios con derecho a voto son 639. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la BBC.

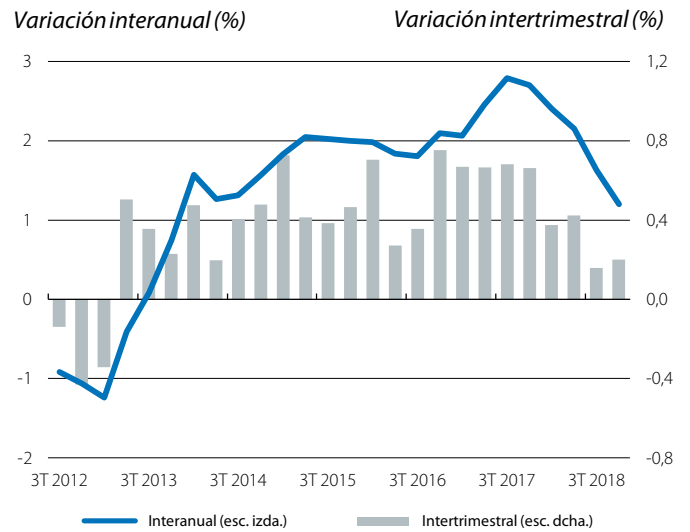
intertrimestral (1,2% interanual) en el último trimestre del año, una cifra en consonancia con lo esperado por CaixaBank Research y que se suma a la ralentización gradual del crecimiento de los últimos trimestres. Para el conjunto de 2018, la economía se expandió un 1,8%, un ritmo favorable pero lejos del excepcional crecimiento registrado en 2017 (2,5%). En parte, ello refleja un entorno externo menos favorable, la presencia de lastres temporales que están siendo más persistentes de lo que se esperaba (como la lenta adaptación del sector del automóvil a las nuevas regulaciones europeas sobre emisiones) y la entrada en una fase más madura del ciclo económico (se estima que la eurozona cerró su brecha de producción en 2018). No obstante, la demanda doméstica se mantiene firme, apoyada en unas condiciones financieras acomodaticias y el buen desempeño del mercado laboral. Así, de cara a los próximos trimestres, se espera que la economía de la eurozona siga avanzando, aunque a un ritmo moderado y más acorde con el potencial. Por países de los que conocemos datos, destacaron en positivo España, con un crecimiento del 0,7% intertrimestral, y Francia, con un crecimiento intertrimestral del 0,3% (se esperaba un dato inferior por los efectos de las protestas de los Chalecos Amarillos). En cambio, el PIB de Italia se contrajo un 0,2% en términos intertrimestrales, de modo que el país transalpino entró en recesión técnica (dos trimestres consecutivos con crecimientos intertrimestrales negativos). Por otra parte, también se dio a conocer el crecimiento para el conjunto de 2018 en Alemania (del 1,5%), lo que implica que el crecimiento en el 4T 2018 se situó entre el 0% y el 0,3% intertrimestral.

Los indicadores de actividad más recientes apuntan a que el crecimiento continúa en cotas moderadas en el 1T 2019. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona, que mide el sentimiento empresarial, volvió a disminuir por quinto mes consecutivo en enero, hasta situarse en los 50,7 puntos, el registro más bajo desde julio de 2013 (pero todavía por encima del límite de los 50 puntos que marca la zona expansiva). Por países, destacó en negativo el deterioro del índice en Francia, hasta los 47,9 puntos (48,7 en diciembre), que indica contracción de la actividad (y que se habría visto afectado por las protestas de los Chalecos Amarillos). En cambio, el PMI de Alemania repuntó ligeramente y pasó de los 51,6 puntos de diciembre a los 52,1 puntos de enero. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) se situó en los 106,2 puntos en enero, un registro por debajo del promedio del 4T 2018 (108,8 puntos). Por otro lado, la confianza del consumidor, aunque se ha debilitado ligeramente en los últimos meses, se mantiene por encima de su promedio histórico. En este contexto, esperamos que el consumo privado mantenga el buen tono y siga apoyando el crecimiento de la eurozona.

ESTADOS UNIDOS

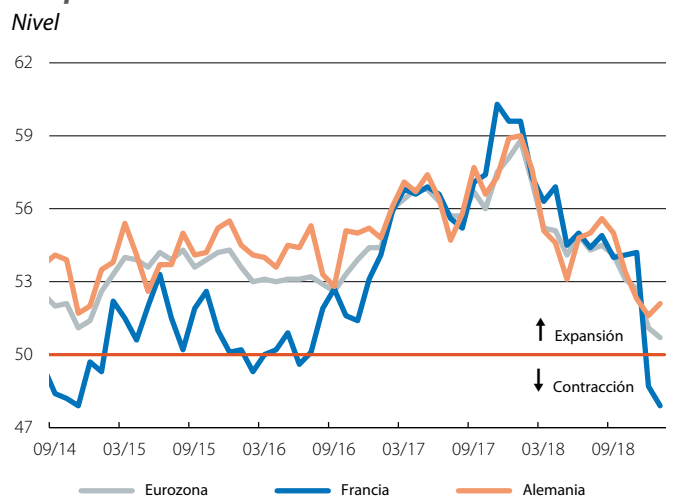
La actividad permanece robusta, pero algunos indicadores señalan una normalización del crecimiento. Por un lado, el estudio de campo que elabora regularmente la Fed (conocido como el *Beige Book*) sigue señalando un ritmo de expansión

Eurozona: crecimiento del PIB



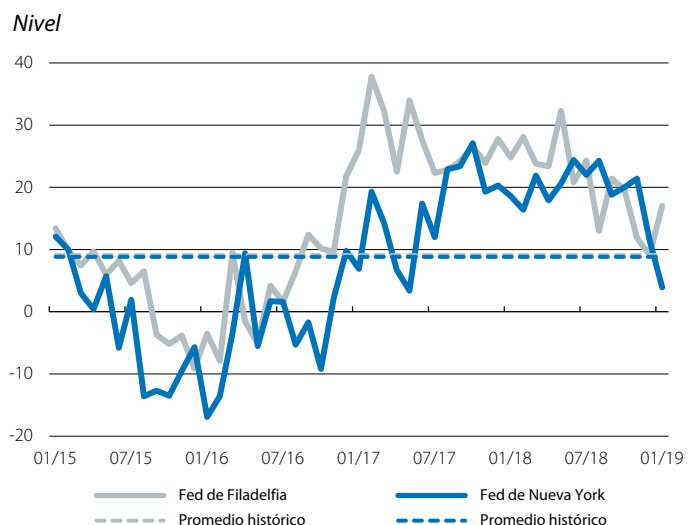
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



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

EE. UU.: índices manufactureros



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

económica significativo. Por el otro lado, indicadores como el índice de sentimiento del consumidor elaborado por la Universidad de Michigan, que disminuyó hasta los 90,7 puntos en enero, su nivel más bajo desde 2016, o el indicador de actividad manufacturera que elabora la Reserva Federal de Nueva York, que en enero flexionó a la baja hasta niveles de 2017 (índice sobre el estado actual de la actividad) o 2016 (índice sobre las expectativas futuras), apuntan a una moderación del crecimiento en los próximos meses y trimestres. En parte, como ya venimos anticipando desde hace meses, ello refleja el desvanecimiento del impulso fiscal y la propia madurez del ciclo económico (con la que cabe esperar que el crecimiento vaya acercándose a su ritmo potencial, ligeramente por debajo del 2%). Sin embargo, la incertidumbre sobre las tensiones comerciales y el cierre parcial de la Administración federal estadounidense durante casi todo el mes de enero (el más largo de la historia) podrían haber empezado a lastrar el sentimiento económico.

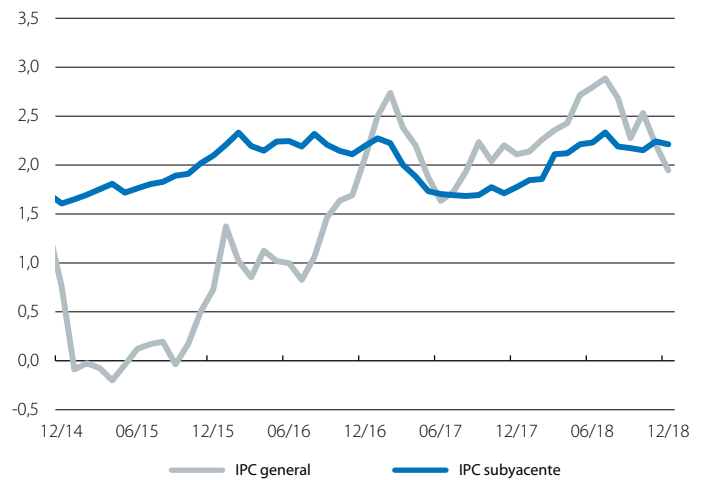
Las presiones inflacionistas se mantienen en consonancia con el objetivo a medio plazo de la Fed. En particular, la inflación general de EE. UU. se moderó en diciembre hasta el 1,9% interanual (2,2% en noviembre), arrastrada en gran parte por la caída de los precios energéticos. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye del cómputo componentes más volátiles, como la energía y los alimentos, se mantuvo en el 2,2%, apoyada por el buen tono de la actividad económica. De cara a los próximos meses, los componentes energéticos probablemente lastrarán la inflación general por el efecto base de la fuerte caída del precio del petróleo en el último trimestre de 2018. Sin embargo, este efecto será temporal y las dinámicas de inflación subyacentes seguirán respaldadas en la robustez del mercado laboral.

CHINA

China desde 2018 confirmando el enfriamiento de su economía. Concretamente, el crecimiento del PIB alcanzó el 6,4% interanual en el 4T 2018, lo que situó el cómputo para el conjunto del año en el 6,6%, un registro en línea con el objetivo del Gobierno y nuestras previsiones. Aunque los datos oficiales siguen mostrando una desaceleración gradual de la economía, fruto de su transición económica hacia un mayor peso del sector terciario, índices de actividad alternativos (incluyendo el de CaixaBank Research, como muestra el penúltimo gráfico), junto con otros indicadores como las exportaciones (que cayeron un 4,4% interanual en diciembre) o el índice de sentimiento empresarial PMI (que en diciembre se situó en los 49,4 puntos, su registro más bajo en casi tres años), sugieren que la desaceleración del crecimiento podría ser más pronunciada de lo que indican los datos oficiales y que se podría haber visto afectada por las tensiones comerciales con EE. UU. y los aranceles sobre las importaciones chinas impuestos por la Administración estadounidense (que han empezado a afectar de forma significativa al sector exportador chino). De cara a 2019, esperamos que la desaceleración continúe, aunque de forma gradual, gracias a la implementación de nuevas medidas de estímulo por parte del Gobierno chino, como una mayor inversión pública en infraestructuras.

EE. UU.: IPC

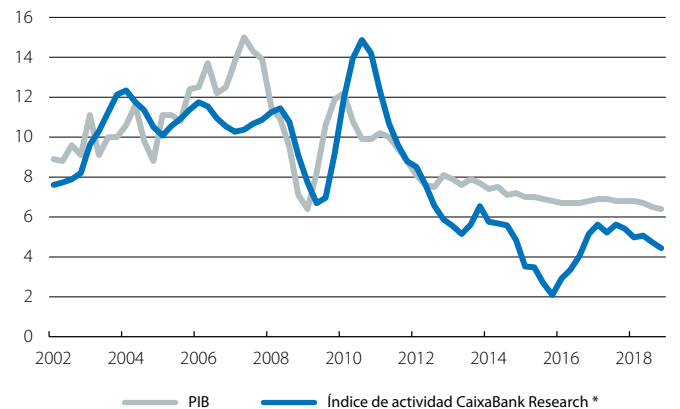
Variación interanual (%)



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

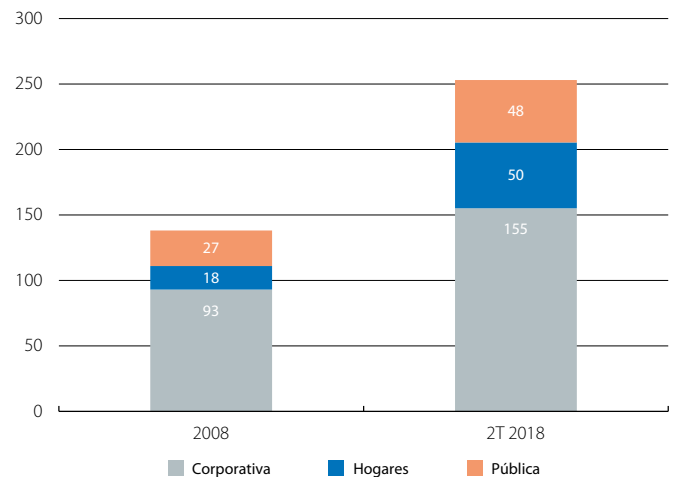
China: PIB frente al indicador de actividad CaixaBank

Variación interanual (%)



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

China: deuda de los sectores no financieros (% del PIB)



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

Credibilidad internacional, clave para el nuevo sexenio mexicano

México es un emergente *sui generis*. Se sitúa entre los emergentes con una renta per cápita relativamente más elevada. Tiene una parte cualitativamente importante de su tejido industrial y de servicios notablemente integrada en la economía global. Este segmento de la economía mexicana, además, se beneficia de un capital humano homologable al de muchos países avanzados. A nivel financiero, su grado de profundidad de mercado y de integración también es más elevado que el de la mayor parte de los emergentes. Ha sido ambicioso en plantear reformas estructurales (aunque, ciertamente, sus resultados han sido menores de lo deseable). Y, finalmente, ha hecho gala de dos premisas clave en su política económica: ortodoxia de las finanzas públicas y una política monetaria independiente, que se han traducido en un nivel de desequilibrios macroeconómicos comparativamente bajo con otros emergentes. Esta combinación ha situado al país en una posición mejor a la del pasado para lidiar con *shocks* adversos.¹

A pesar de esta posición de partida favorable, el notable cambio político que se le presupone al nuevo sexenio presidencial (2018-2024), bajo el liderazgo de Andrés Manuel López Obrador, y unas relaciones más inciertas con EE. UU. que las del pasado han suscitado dudas sobre cuáles son las auténticas perspectivas del país en los próximos años y, en particular, si en un momento en el que el entorno global empieza a volverse más exigente, la economía va a ser capaz de capearlo sin problemas. Principalmente, dada la importancia que tiene lo global para México, es especialmente importante valorar si su economía es vulnerable ante tres posibles *shocks* de origen mundial: una desaceleración más acusada de lo esperado en EE. UU.,² una evolución del petróleo significativamente inferior a lo previsto³ y un endurecimiento de las condiciones financieras globales mayor de lo que se contempla en la actualidad.⁴

Por lo que se refiere al primero de estos efectos, es conocido que la economía mexicana está fuertemente integrada con la de EE. UU., por lo que cabría esperar un efecto negativo significativo de un *shock* adverso en esta última. Según estimaciones propias, y como se aprecia en el segundo gráfico, si en 2019 el crecimiento en EE. UU. fuese 1 p. p. inferior al esperado, el crecimiento mexicano pasa-

1. Por ejemplo, el apreciable endurecimiento de la política monetaria ha colocado al país en una situación de poder afrontar en el futuro, si fuese necesario, bajadas del tipo de referencia, una tesitura de la que muchos otros emergentes no se benefician. Igualmente, el margen de política fiscal también es mayor que en otras economías, cuya capacidad contracíclica se ve limitada por el desequilibrio fiscal.
 2. EE. UU. representa el 80% de las exportaciones de México.
 3. La producción de petróleo representaba el 3,4% del PIB mexicano a cierre del 3T 2018.
 4. Estimamos un vector autorregresivo para el PIB de EE. UU. y México, el precio del barril de Brent, el índice de condiciones financieras de las economías avanzadas y el tipo de cambio mexicano frente al dólar. Se utilizan datos trimestrales desde el 2T 2003.

México: previsiones macroeconómicas

Porcentaje de variación anual, salvo indicación expresa

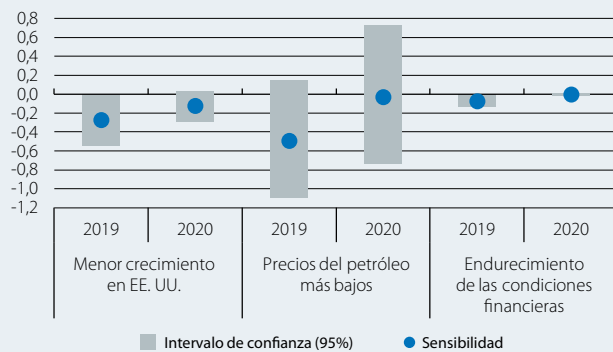
	Prom. 2008-2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3
Inflación	3,9	6,0	4,9	4,1	3,4
Saldo fiscal (% del PIB)	-3,4	-1,1	-2,2	-2,5	-2,9
Deuda pública (% del PIB)	46,4	54,2	53,8	53,7	53,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5
Deuda externa (% del PIB)	29,0	37,1	37,8	36,4	35,3

Notas: (e) estimación, (p) previsión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INEGI y el FMI.

México: respuesta del PIB a diferentes shocks *

Impacto sobre crecimiento anual (p. p.)



Nota: * Se aplica un shock de -1 p. p. sobre el crecimiento anual del PIB de EE. UU. para 2019. Se aplica un shock de -10% respecto de las previsiones del precio del barril de Brent para 2019. Se aplica un shock de -0,5 puntos en un trimestre sobre el índice de condiciones financieras de las economías avanzadas de Goldman Sachs.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, INEGI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.

ría, en 2019, del 2,3% estimado por CaixaBank Research al 2,0%, y del 2,3% al 2,2% en 2020.

Un segundo *shock* relevante derivaría de una evolución del precio del petróleo, sustancialmente más bajo de lo esperado. Si el precio del crudo en el promedio de 2019 fuera un 10% inferior a lo previsto, las relaciones históricas sugieren que el crecimiento mexicano sería 0,5 p. p. menos que en el escenario central en 2019, mientras que no se vería afectado en 2020. Como se aprecia, se trata de un impacto elevado para 2019, pero es probable que la estimación acorde con los datos históricos esté sobreestimándolo en cierta medida, ya que en los últimos años la importancia del petróleo en la economía se ha ido reduciendo.⁵

5. Como lo ilustra el hecho de que su producción haya pasado del 7,4% del PIB en 2008 al 3,4% en el 3T 2018. Típicamente, un *shock* de estas características podría materializarse a través de Pemex, cuya reducción de ingresos podría acabar trasladándose a menores ingresos fiscales públicos y afectar a la percepción de riesgo soberano.

Un último *shock* vendría generado por un endurecimiento brusco de las condiciones financieras. Así, si se tensionaran las condiciones financieras de los países avanzados en 0,5 puntos (algo superior al registrado durante el episodio conocido como *taper tantrum* de mayo de 2013, por ejemplo) a principios de 2019, en dicho año el crecimiento mexicano sería 0,1 p. p. menor de lo previsto en el escenario central.⁶ A diferencia de lo que sucede con el petróleo, en el que la relación histórica puede estar sobreestimando en cierta medida el impacto, hay que considerar que, dado lo atípico de la evolución de las condiciones financieras en los años de la expansión cuantitativa de los bancos centrales de los países avanzados, es posible que se esté infravalorando el efecto final.⁷

La información que aporta el ejercicio econométrico anterior permite construir unos escenarios alternativos a las previsiones centrales (véase el tercer gráfico). Concretamente, teniendo en cuenta los sesgos de infraestimación o sobrestimación antes mencionados, nos acercamos hacia la banda correspondiente del intervalo de confianza a fin de corregir dicho sesgo. Así, para elaborar el escenario de desaceleración norteamericana, se considera que el *shock* sobre el crecimiento estadounidense probablemente vendría acompañado de un cierto repunte de la volatilidad financiera a nivel mundial, con lo que el impacto sobre México sería algo más significativo que la sensibilidad comentada anteriormente. Concretamente, en este escenario, un drenaje de crecimiento para México más razonable sería de -0,5 p. p. en 2019 y de -0,3 p. p. en 2020. En un segundo escenario de caída del precio del petróleo, la pérdida de importancia del sector petrolífero antes mencionada sugiere que la sensibilidad sería algo menor y el crecimiento en 2019 se reduciría en 0,3 p. p. y no variaría en 2020. Finalmente, en un tercer escenario de endurecimiento de las condiciones financieras globales, el impacto en el crecimiento mexicano de 2019 sería de -0,1 p. p. En definitiva, el impacto negativo de los tres *shocks*, sin ser enorme, tampoco es despreciable, ya que podría situar el crecimiento (especialmente si se combinasen varios de ellos) sensiblemente por debajo del registro a largo plazo (2,5% en el promedio anual de las últimas dos décadas).

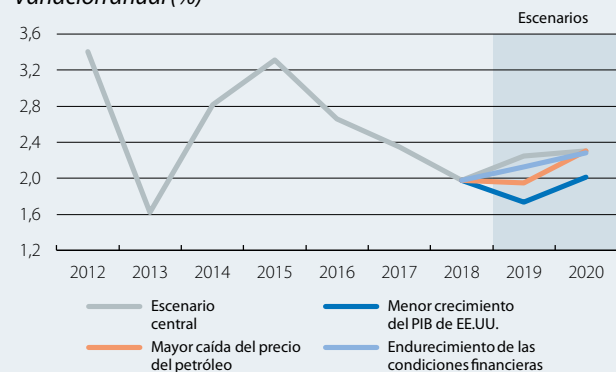
A pesar del origen externo de estos *shocks*, contener los posibles efectos negativos dependerá en no poca medida de la capacidad mexicana de mantener su credibilidad internacional, que en la actualidad es alta y superior a la de prácticamente cualquier otro emergente. Tal y como se mencionaba en la introducción, el país ha hecho gala de una política fiscal razonablemente ortodoxa y de una polí-

6. Cabe señalar que, debido a las particularidades mexicanas antes presentadas, las condiciones financieras del país se correlacionan de forma elevada con las de los avanzados, y no tanto con las de los emergentes.

7. Desde 2009, se ha observado una menor sensibilidad de la volatilidad del crecimiento del PIB de las economías emergentes a las condiciones financieras de las economías avanzadas.

México: crecimiento del PIB en distintos escenarios*

Variación anual (%)



Nota: * Los escenarios se construyen a partir de los shocks descritos en el texto.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, INEGI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.

tica monetaria independiente, dos elementos que han dotado al país de un ancla de estabilidad importante y que han facilitado un cuadro macroeconómico razonablemente saneado. Por todo ello, es clave que las decisiones de política económica del nuevo Gobierno mantengan su reputación sin erosiones.

En este sentido, las primeras decisiones adoptadas sugieren que el nuevo Gobierno es sensible a estas necesidades y que, más allá del estilo comunicativo y alguna cuestión quizás más controvertida (como un posible cambio en la regulación de las comisiones bancarias, el aumento del salario mínimo o la suspensión del nuevo aeropuerto de Ciudad de México), está primando una orientación pragmática. En particular, los inversores han recibido de forma positiva el proyecto de presupuesto, tanto por muchas de las medidas que se contemplan como por partir de unas previsiones macroeconómicas similares a las que maneja el consenso de analistas. Así, se prevé que en 2019 se alcanzará un superávit primario del 1% del PIB (algo superior al que se estima para 2018, que es de un 0,8%), un objetivo ambicioso y que ayudará a estabilizar la deuda pública, y un déficit total del 2,5% del PIB. Aunque quizás la contención de gastos corrientes planeada parece algo optimista, como tampoco se puede descartar el hecho de que exista alguna desviación en materia de ingresos, los trazos esenciales del presupuesto han alejado (o quizás solo postergado, ya se verá cuando la ejecución presupuestaria avance) los riesgos a una ampliación excesiva del gasto derivado de distintas transferencias sociales anunciadas durante la campaña electoral y antes de la toma de posesión del nuevo Gobierno.⁸ En definitiva, una señal importante en el sentido adecuado de reafirmar el compromiso de México con la estabilidad macroeconómica. El país se juega mucho, y empezar el partido con el planteo adecuado era clave.

8. El aumento de transferencias de distintos nuevos programas se ha visto compensado con la reordenación de muchos otros preexistentes, que se cierran.

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	126,6
Producción industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,2	4,1	4,0
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,3	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,5	58,8	54,3
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	214	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,9
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	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	1,9
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

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

JAPÓN

	2016	2017	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	42,7
Producción industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	–0,1	2,5	0,6	–1,0
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	–0,2
Precios									
Inflación general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	0,9	0,3
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

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

CHINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Actividad									
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5	–	6,4	–
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	5,7
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	345	349	352
Exportaciones	–8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,7	14,3	3,9	–4,4
Importaciones	–5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	20,3	2,9	–7,6
Precios									
Inflación general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	2,2	1,9
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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,6	2,3	1,7	1,7	1,1	2,3	1,1	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	1,6	3,0	3,1	2,4	0,7	1,2	-3,3	...	...
Confianza del consumidor	-7,8	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9
Sentimiento económico	104,2	110,1	113,2	111,8	110,9	109,7	109,5	107,4	106,2
PMI manufacturas	52,5	57,4	58,3	55,5	54,3	52,0	51,8	51,4	50,5
PMI servicios	53,1	55,6	56,4	54,6	54,4	53,7	53,4	51,2	50,8
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,4	1,6	1,5	1,5	1,3	...	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,0	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,9	7,9	...
Alemania (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	...
Francia (% pobl. activa)	10,1	9,4	9,2	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	...
Italia (% pobl. activa)	11,7	11,3	10,9	10,7	10,3	10,5	10,5	10,3	...
España (% pobl. activa)	19,6	17,2	16,2	15,4	15,0	14,4	14,4	14,3	...

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	1,6
Subyacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	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	3,5	3,5	3,6	3,9	3,6	3,5	3,3	...
Alemania	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,8	7,6	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	...
Italia	2,5	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	...
España	2,3	1,8	1,8	1,8	1,5	1,2	1,0	0,9	...
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	4,0	4,0
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	7,1	6,9
Otros depósitos a corto plazo	-1,9	-2,7	-2,5	-2,2	-1,5	-1,4	-1,0	-1,0	-0,8
Instrumentos negociables	2,7	1,4	-1,3	-5,6	-3,2	-5,3	-4,7	-5,8	0,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	...

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

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

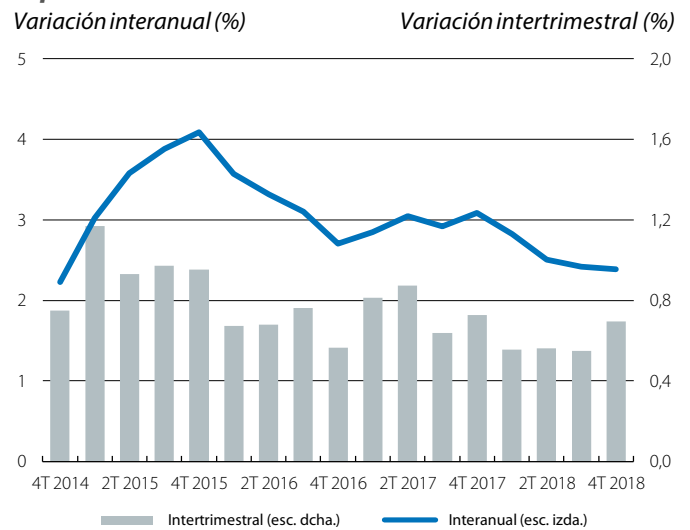
La firmeza de la demanda interna compensa un entorno exterior menos favorable

La economía española modera muy paulatinamente su ritmo de crecimiento. El PIB acabó el año con buen tono, creciendo en el 4T un 0,7% intertrimestral y un 2,4% interanual. Así pues, para el conjunto del año 2018 la economía española avanzó un 2,5% (3,0% en 2017) y, en consonancia con lo esperado por el conjunto de los analistas, confirmó la desaceleración gradual de la actividad hacia cotas de crecimiento más sostenibles. Por componentes, la demanda interna fue el principal sostén del crecimiento (+2,9 p. p.) y compensó la contribución negativa neta del sector exterior (-0,4 p. p.), lastrado por un contexto internacional que se ha deteriorado por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y las incertidumbres a nivel europeo (*brexit*, el conflicto entre Italia y la Comisión Europea, lastres sobre el crecimiento de la eurozona, etc.). Para 2019, esperamos que la actividad continúe avanzando a un ritmo algo más moderado que en los últimos años, pero en cotas superiores a las de la mayoría de países de la eurozona. La actividad estará respaldada por el crecimiento robusto del empleo y unas condiciones financieras todavía acomodaticias en la eurozona, que continuarán apoyando el consumo y la inversión. Sin embargo, la persistencia de un entorno exterior menos favorable y rodeado de incertidumbres de naturaleza geopolítica y macrofinanciera sugiere que la demanda externa mantendrá una contribución neta al crecimiento muy limitada.

Los indicadores de actividad dan señales mixtas. Por un lado, distintos indicadores reflejan un menor dinamismo de la industria, fruto del desempeño negativo de los sectores energético (sector muy volátil) y automovilístico, este último afectado por la nueva regulación europea sobre emisiones y por el clima de tensiones comerciales. En particular, en noviembre el índice de producción industrial retrocedió un 2,6% interanual (desestacionalizado y corregido por efectos de calendario) y la cifra de negocios del sector cayó un 2,7% interanual (media móvil de tres meses). Asimismo, en diciembre, el índice PMI para el sector manufacturero perdió 1,5 puntos hasta alcanzar los 51,1 puntos. Por el contrario, los indicadores en el sector servicios mostraron un buen tono, con un aumento de la cifra de negocios en noviembre (+6,1% interanual) y un índice PMI de servicios que se mantuvo en diciembre en unos confortables 54,0 puntos por tercer mes consecutivo.

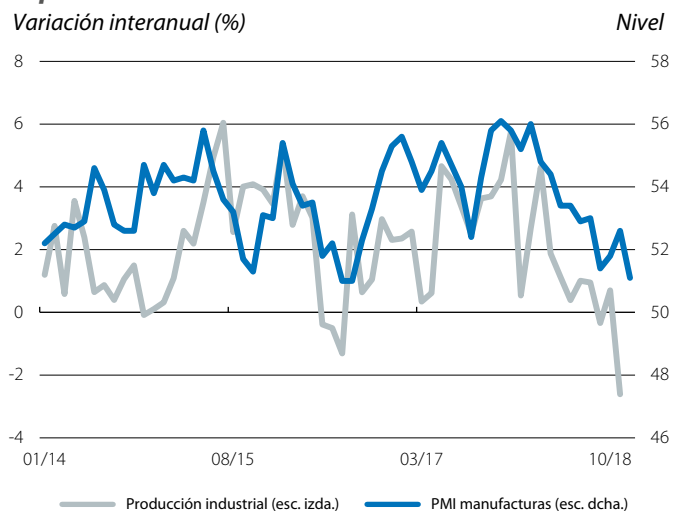
El mercado laboral acabó el año 2018 con mucho brío. Según datos de la encuesta de población activa (EPA), el número de ocupados aumentó en 566.000 personas en el 4T (acumulado de cuatro trimestres), una cifra similar al aumento de afiliados a la Seguridad Social en el mismo periodo (564.000). Así, el ritmo de creación de empleo según la EPA se aceleró hasta el 3,0% interanual en el 4T 2018 tras varios trimestres de ligera desaceleración (2,5% en el 3T 2018), en parte por el giro que ha dado la creación de empleo público, que aumentó un 4,4% interanual (+3,0% interanual en el 4T 2017). Por su parte, el desempleo bajó de forma muy significativa en 2018, hasta el 14,4% en el 4T 2018 (una disminución de 2,1 p. p. en los últimos cuatro

España: PIB



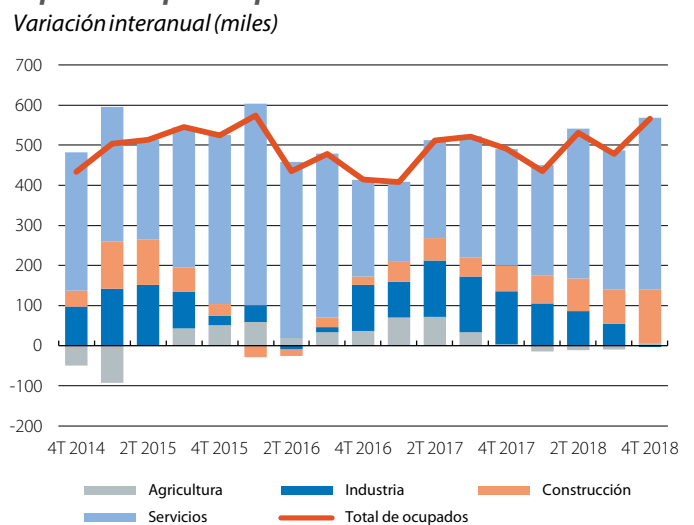
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: indicadores de actividad



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

España: ocupación por sectores



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

trimestres). De cara a 2019, se espera que la buena evolución del mercado laboral perdure, pero que, tras un final de año excepcionalmente bueno, pierda algo de intensidad en consonancia con la esperada suavización del ritmo de crecimiento de la economía española.

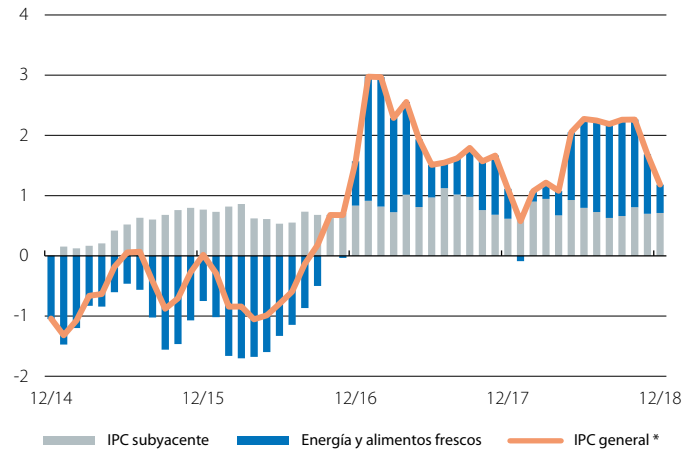
La inflación se modera por el precio de la energía. En enero, la inflación general se desaceleró hasta el 1,0%, una cifra 0,2 p. p. inferior a la del mes de diciembre y que, a la espera del desglose por componentes, el INE atribuye a la bajada del precio del gas y a la ralentización del precio de los carburantes. La bajada de enero se suma a la experimentada el mes anterior, para el que ya se dispone del detalle por componentes y en el que la inflación general se redujo en 5 décimas, hasta el 1,2%, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 0,9%. Así, en el promedio de 2018, la inflación general se situó en el 1,7% y la subyacente en el 0,9%.

El superávit exterior pierde fuelle. En noviembre, el saldo por cuenta corriente se mantuvo en positivo, pero disminuyó hasta el 0,9% del PIB (acumulado de 12 meses), un registro 0,9 p. p. menor al del año anterior. La erosión de estos últimos 12 meses se produce en un entorno exterior más adverso, con un deterioro generalizado de la balanza de bienes (-0,5 p. p. respecto a noviembre de 2017) y por un menor superávit en la de servicios (-0,4 p. p. respecto a noviembre de 2017). En concreto, el saldo comercial de bienes registró un déficit del 2,7% del PIB (acumulado de 12 meses), con un deterioro atribuible en gran medida a la balanza de bienes no energéticos y, en particular, al contraste entre la desaceleración de las exportaciones no energéticas (2,5% interanual en noviembre frente al 3,2% en octubre, con datos acumulados de 12 meses) y la firmeza de las importaciones (4,0% en noviembre y 4,1% en octubre). Por su parte, el superávit comercial de servicios se moderó tanto por el menor dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos como por el aumento de las importaciones de servicios turísticos. En los próximos meses, el entorno exterior menos favorable y el tirón importador de la demanda doméstica probablemente seguirán erosionando la balanza por cuenta corriente, aunque el descenso del precio del petróleo a finales de 2018 podría ofrecer cierto alivio.

Los Presupuestos Generales del Estado para 2019 prevén un ajuste fiscal vía ingresos. Las cuentas públicas presentadas en enero en el Congreso contemplan la mayoría de las medidas ya anunciadas en el borrador remitido a Bruselas en octubre, pero con un mayor ajuste del déficit, del 2,7% del PIB hasta el 1,3% (-0,5 p. p. con respecto al borrador de octubre al no aprobar el Senado la nueva senda del déficit acordada con la Comisión Europea). El efecto positivo del ciclo económico reduciría el déficit público alrededor de 0,5 p. p., por lo que los 0,9 p. p. restantes requerirían medidas de ajuste adicionales. Los presupuestos sitúan la mayoría de estas medidas en el lado de los ingresos (creación del impuesto sobre transacciones financieras y del impuesto digital, tributación mínima del impuesto sobre sociedades, etc.), aunque su impacto final es muy incierto y su implementación complicada. Así, el ajuste podría acabar siendo inferior al planteado, como ya han señalado el Banco de España y el AIREF. En todo caso, cabe tener en cuenta que las cuentas están pendientes de su tramitación parlamentaria y que su no aprobación también implicaría un menor ajuste del déficit.

España: IPC

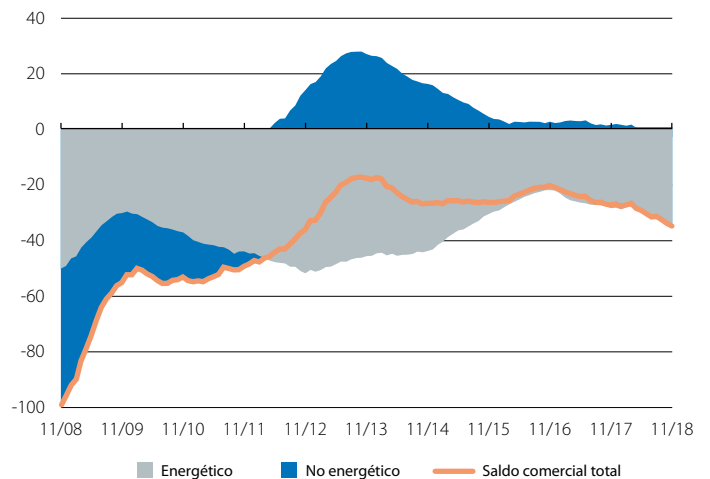
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

España: saldo comercial

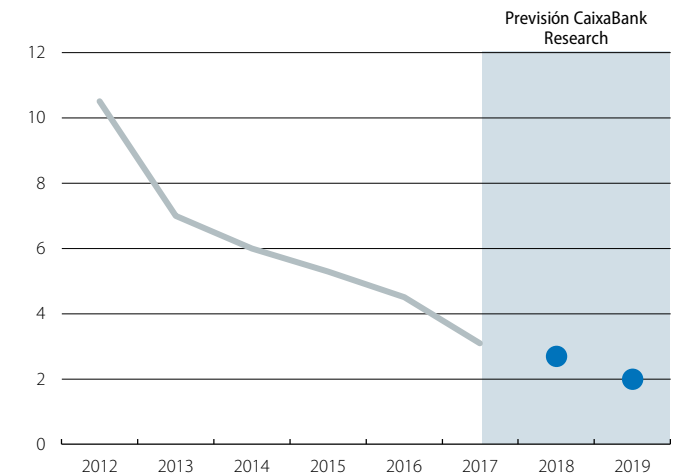
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

España: déficit público

(% del PIB)



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

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	4T 2018	11/18	12/18	01/19
Industria									
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	0,4	...	-2,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-2,3	1,0	2,8	1,2	-2,6	-1,9	-0,8	-3,4	-4,0
PMI de manufacturas (valor)	52,9	54,8	55,3	53,7	52,4	51,8	52,6	51,1	52,4
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	28,1	25,8	...	24,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,8	15,6	13,1	...	10,6	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	2,7	3,8	3,2	...	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	8,2	5,3	1,5	0,9	0,7	1,1	...
PMI de servicios (valor)	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	54,0	54,0	54,0	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	1,8	0,1	-0,2	1,3	1,1	0,8	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	-7,6	-12,6	-3,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-6,3	-3,4	-3,9	-3,0	-3,7	-6,2	-4,9	-7,2	-6,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada ¹	2,7	2,6	2,4	2,8	2,5	3,0	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	16,7	15,3	14,6	14,4	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ²	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	3,0	2,9	3,1	...
PIB	3,2	3,0	2,8	2,5	2,4	2,4	-	-	-

Precios

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19
General	-0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	1,7	1,7	1,2	1,0
Subyacente	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	...

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	4T 2018	11/18	12/18	01/19
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,7	8,9	5,8	5,2	4,5	...	3,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	6,6	6,9	6,2	...	5,8	...	...
Saldo corriente	25,2	21,5	20,8	17,9	13,8	...	10,5	...	...
Bienes y servicios	36,0	33,6	33,5	29,8	25,7	...	23,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	-10,7	-12,1	-12,7	-12,0	-11,9	...	-12,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	27,8	24,2	23,8	21,2	17,3	...	14,3	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	2,5	3,0	3,4	3,7	3,3	4,0	...
A la vista y ahorro	16,0	17,6	12,3	11,0	10,3	10,0	9,9	9,7	...
A plazo y preaviso	-16,0	-24,2	-23,1	-20,7	-18,7	-16,7	-17,2	-15,7	...
Depósitos de AA. PP.	-14,2	-8,7	16,7	17,6	10,4	14,3	20,5	8,4	...
TOTAL	1,2	1,9	3,2	3,8	3,8	4,4	4,4	4,2	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,6	-2,2	-2,2	-2,8	-2,3	-2,3	-2,1	-2,8	...
Empresas no financieras	-5,3	-3,6	-4,4	-6,4	-5,6	-5,9	-5,4	-6,9	...
Hogares - viviendas	-3,7	-2,8	-2,4	-2,0	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	...
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	4,9	5,0	5,5	4,6	4,6	4,0	...
Administraciones públicas	-2,9	-9,7	-12,5	-9,4	-8,9	-11,8	-11,2	-11,7	...
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,9	-3,2	-2,7	-2,9	-2,7	-3,4	...
Tasa de morosidad (%)⁴	9,1	7,8	6,8	6,4	6,2	6,1	6,0	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: un crecimiento sólido pero condicionado por la ralentización global

Las perspectivas económicas son positivas, pero no están exentas de riesgos. La demanda doméstica mantiene una evolución sólida y bien sustentada en el dinamismo del mercado laboral (tanto en términos de creación de empleo como de recuperación de la renta), la recuperación gradual del crédito y un entorno propicio para la materialización de la inversión pública (dado que se celebran elecciones generales en octubre). Así, las perspectivas de crecimiento siguen siendo favorables y se prevé que la economía continúe creciendo en cotas cercanas al 2%, cómodamente por encima de su promedio histórico de los últimos 20 años. Sin embargo, las fuentes de incertidumbre de naturaleza externa (tensiones geopolíticas, lastres temporales sobre el crecimiento de la eurozona, etc.) pesan sobre la actividad de los principales socios comerciales de Portugal y, de persistir más de lo esperado o intensificarse, podrían condicionar la actividad económica lusa por su considerable grado de apertura al exterior. Por ello, fruto de las revisiones realizadas para el crecimiento global en general y de la eurozona en particular, desde CaixaBank Research hemos revisado ligeramente a la baja la previsión de crecimiento de Portugal en 2019 y 2020, aunque seguimos estimando ritmos de avance favorables (del 1,8% y el 1,7%, respectivamente).

Algunos indicadores sufrieron lastres temporales en el 4T 2018. En particular, en el último trimestre del año, el sector del automóvil se vio afectado por un agotamiento de sus existencias y un largo periodo de huelga de los estibadores del puerto de Setúbal, hechos que lastraron el desempeño exportador de la economía y que posiblemente se habrán traducido en una menor contribución del sector de la automoción (que representa alrededor del 7% del PIB) al crecimiento del 4T 2018. Así, podría ser que, debido a estos lastres, el PIB del 4T (que se publica el 14 de febrero) sorprenda algo a la baja. Sin embargo, se trata de factores temporales cuyo impacto se desvanecerá en los próximos trimestres, mientras que las perspectivas de la actividad portuguesa siguen siendo favorables y se benefician de las mejoras estructurales de los últimos años (especialmente en términos de mejora de la competitividad, un mercado laboral más flexible y un mayor peso de los sectores integrados en el comercio internacional).

La inflación se mantuvo contenida en 2018. La inflación de Portugal sigue una dinámica suave y con presiones inflacionistas inferiores al conjunto de la eurozona. Así, en el promedio de 2018, la inflación general medida según el IPC armonizado se situó en el 1,2% (registro claramente inferior al 1,7% del conjunto de la eurozona), mientras que la inflación subyacente, que excluye los componentes con precios más volátiles, como la energía y los alimentos no procesados, se emplazó en el 0,9%.

Portugal: previsiones de crecimiento

Variación anual (%)

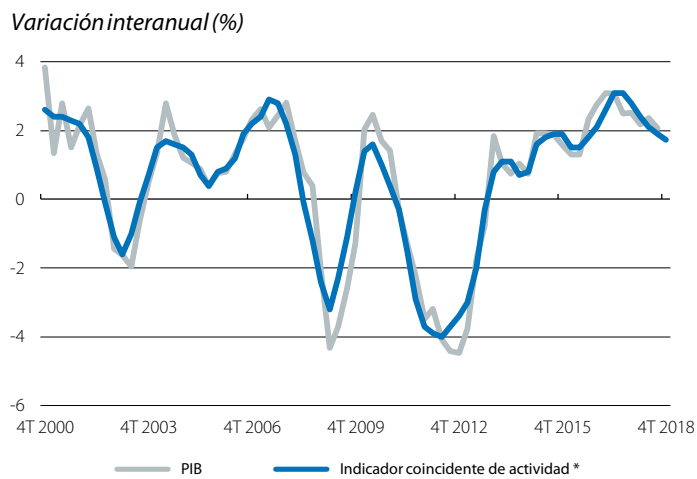
	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	2,8	2,1	1,8	1,7
Consumo privado	2,3	2,3	1,8	1,8
Consumo público	0,2	0,7	0,8	0,3
Formación bruta de capital fijo	9,2	4,2	3,7	4,4
Exportaciones	7,8	3,9	4,1	3,2
Importaciones	8,1	4,9	2,2	3,6

Notas: (e) Estimación. (p) Previsión.

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

Portugal: PIB e indicador coincidente de actividad

Variación interanual (%)

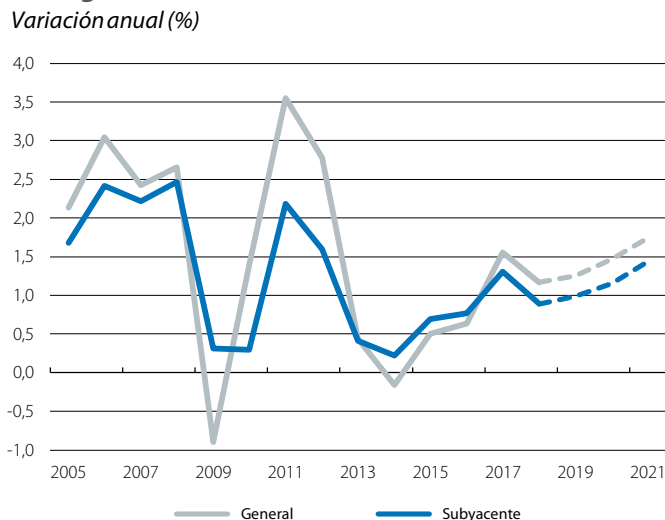


Nota: * Nivel.

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

Portugal: IPC armonizado

Variación anual (%)



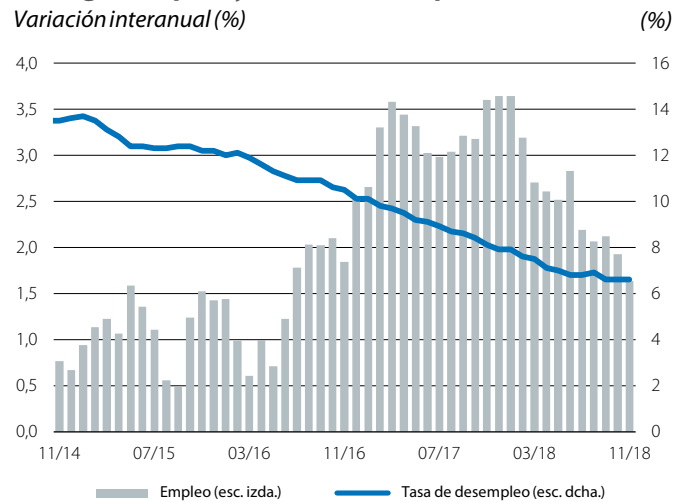
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

El mercado laboral entra en una fase de consolidación. Si 2017 destacó por ser un año con una importante reducción del desempleo (la tasa de paro disminuyó en 2,2 p. p., hasta el 8,9%) y un ritmo de creación de empleo sustancial (a tasas superiores al 3%), 2018 ha sido el año en el que el mercado laboral ha consolidado su recuperación y, por lo tanto, ha empezado a dar señales de encontrarse en una fase más madura (véase el Focus «Portugal: ¿hemos llegado al fin de la recuperación dorada del mercado laboral?» en este mismo *Informe Mensual*), con ritmos de reducción del desempleo y aumento de la ocupación más suaves. Así, en noviembre, el crecimiento de la ocupación se desaceleró hasta el 1,6% interanual (1,9% en octubre), mientras que, en diciembre de 2018, la tasa de paro se situó en el 6,7%, el mismo registro que en noviembre y solo 0,1 p. p. por encima del 6,6% de octubre (que representó un mínimo desde finales de 2002). De este modo, en el promedio del año, la tasa de paro se habrá situado en el 7,0%: su menor nivel anual desde 2004.

Las cuentas públicas mantuvieron una tendencia positiva en 2018. Según datos de flujo de caja, el saldo presupuestario habría cerrado 2018 en el -1,0% del PIB, lo que supone una mejora respecto al -1,3% de 2017 gracias al mayor dinamismo de los ingresos (5,2% interanual, con datos hasta diciembre) frente a los gastos (4,5% interanual). Esta mejora se vio favorecida por la buena evolución de la coyuntura económica, que facilitó el crecimiento de los ingresos fiscales y contributivos (5,3% interanual), dos componentes que, conjuntamente, explican casi la totalidad del aumento de los ingresos en 2018. Frente a estas cifras, basadas en el criterio de flujo de caja, cabe recordar que la Comisión Europea evalúa las cuentas a partir de cifras basadas en criterios de contabilidad nacional, cuya publicación está prevista para el 26 de marzo.

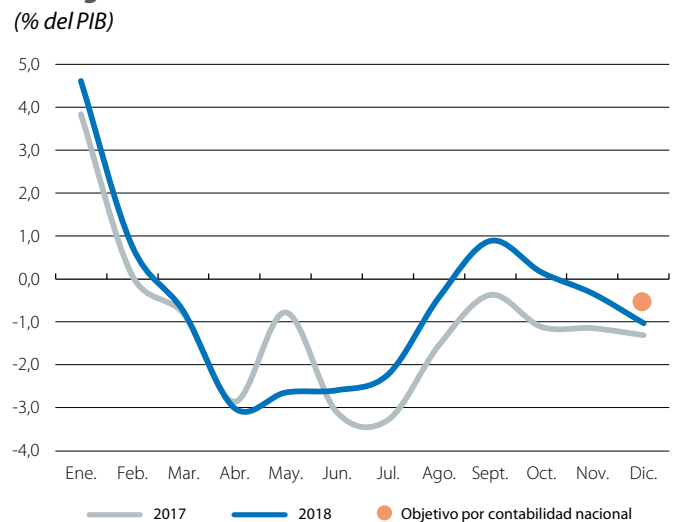
Los bancos aprovechan la coyuntura económica para sanear sus balances. La tasa de préstamos dudosos disminuyó hasta el 11,3% en el 3T 2018, una reducción de 0,4 p. p. con respecto al trimestre anterior y que situó los préstamos dudosos, en términos absolutos, en los 31.171 millones de euros en el 3T, es decir, 19.288 millones menos respecto al máximo alcanzado en el 2T 2016. No obstante, y a pesar de la mejora, esta tasa sigue siendo elevada y permanece por encima del promedio de la eurozona (3,4% en septiembre). Por otra parte, gracias al sólido crecimiento del crédito al consumo (11,7% interanual) y a la recuperación del crédito a la vivienda (-1,1% frente al -2,2% en noviembre de 2017), en noviembre de 2018 el saldo total de crédito a particulares se estabilizó después de tres meses de incrementos moderados (con los que se había puesto fin a ocho años de contracción). Por su parte, el *stock* de crédito a empresas siguió disminuyendo (-4,3% interanual) debido a las ventas de carteras de préstamos dudosos que los bancos están realizando para sanear sus balances (corrigiendo este efecto, la cartera de crédito a empresas aumentó un 1,1% interanual).

Portugal: empleo y tasa de desempleo*



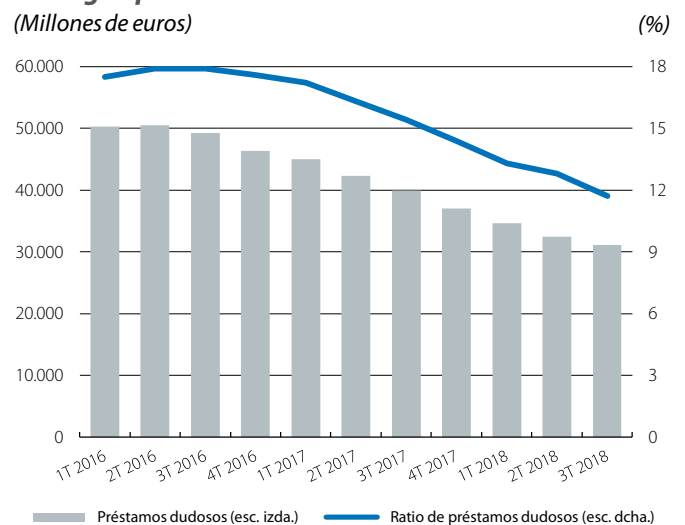
Nota: * Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

Portugal: saldo del Estado



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

Portugal: préstamos dudosos



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

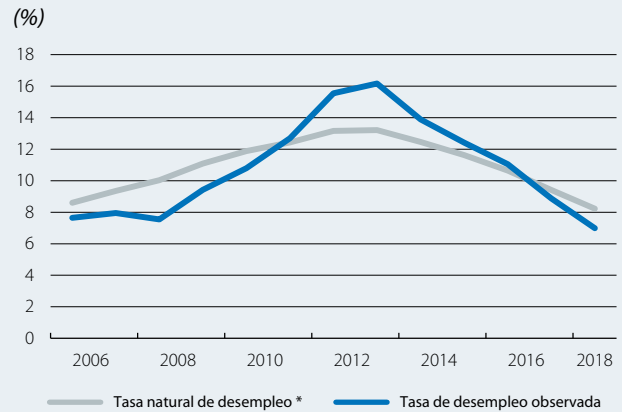
Portugal: ¿hemos llegado al fin de la recuperación dorada del mercado laboral?

La reducción del desempleo ha sido el aspecto más significativo de la recuperación de la economía portuguesa en los últimos años, hasta el punto de que el número de parados es actualmente inferior al registrado antes de la crisis financiera de 2008.¹ Además, hay que retroceder a finales de 2002 para encontrar una tasa de paro tan baja como la registrada en el segundo semestre de 2018 (6,7%). Ante la desaceleración de la economía que se espera para 2019 y la reciente estabilización de la tasa de paro, cabe analizar la evolución futura del desempleo.

Esta cuestión requiere hablar del concepto de tasa de paro natural, es decir, la tasa más allá de la cual la reducción del desempleo genera presiones salariales o inflacionistas crecientes (también denominada NAWRU o NAIRU, por sus siglas en inglés).² Aunque la tasa de paro natural no se observa directamente, su vínculo con la inflación nos permite estimarla a partir de la relación entre la tasa de paro y la inflación observadas (la llamada curva de Phillips). En concreto, si se produce una aceleración sostenida de las presiones inflacionistas y salariales por encima de sus niveles razonables (como, por ejemplo, una inflación del 2%), podemos deducir que la tasa de paro observada se encuentra por debajo de su tasa natural.

¿Qué sabemos de la tasa de paro natural de Portugal? Como se puede observar en el gráfico adjunto, entre 2008 y 2013, tanto la tasa de paro observada como la natural aumentaron rápidamente, lo que sugiere que el mercado laboral se vio afectado tanto por el ciclo económico como por factores estructurales. De hecho, durante periodos de crisis, la menor actividad económica provoca, en una primera fase, la reducción o el fin de la actividad de las empresas, lo que destruye puestos de trabajo. A medida que la crisis se intensifica, aumenta también el tiempo que las personas están en paro. Ello dificulta su reingreso en el mercado laboral, dado que las competencias de estos parados se van deteriorando y dejan de ajustarse a las exigencias del mercado. En este contexto, el número de parados de larga duración aumenta, tal y como sucedió en Portugal entre 2008 y 2013.³ Además, el desempleo estructural se ve acentuado no solo por esta pérdida de competencias sino también por un mayor desequilibrio entre las competencias exigidas por el mercado y las que tienen los trabajadores (el llamado *skills mismatch*), algo que se observó en la última recesión tanto en Portugal como en otras economías de la eurozona (probablemente por la crisis en la

Portugal: medidas de desempleo



Nota: * Tasa de paro compatible con un crecimiento estable de los salarios (la llamada NAWRU, del inglés *non-accelerating wage rate of unemployment*) calculada por la Comisión Europea.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y Datastream.

construcción, que llevó a la consiguiente destrucción de numerosos puestos de trabajo en este sector).⁴

Sin embargo, con la recuperación económica, parte de estos factores estructurales se deshacen. Así, como se percibe en el gráfico, la tasa de paro natural ha disminuido hasta el 8,2% en 2018 (según estimaciones de la Comisión Europea). Esta cifra es superior a la tasa de paro observada (que probablemente se situó en el 7% en 2018), lo que refleja una mayor madurez del mercado laboral y sugiere la posibilidad de dinámicas salariales más firmes. De hecho, la remuneración media mensual neta de los trabajadores por cuenta ajena creció un 3,8% interanual de media los primeros tres trimestres de 2018, aunque esta evolución posiblemente refleje de igual modo otros factores.⁵ Asimismo, otras tendencias también reflejan la mayor madurez del mercado laboral. Concretamente, la tasa de paro se estabilizó en el 6,7% en diciembre por segundo mes consecutivo y el crecimiento de la ocupación se ha desacelerado, aunque todavía queda margen de recuperación en sectores en los que las empresas tienen dificultades para encontrar personal adecuado (como en la construcción).⁶

En definitiva, con la recuperación del mercado laboral bien consolidada, es posible que el menor desempleo contribuya a unas presiones salariales más firmes en el futuro. Sin embargo, hay que interpretar con cautela las estimaciones de la tasa de paro natural, ya que varían a lo largo del tiempo y en función de la metodología con la que se calculan.⁷

1. En 2018, se registraron de media cerca de 364.000 desempleados (datos disponibles hasta noviembre), una cifra sensiblemente inferior a los 418.000 de 2008.

2. NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) y NAWRU (*non-accelerating wage rate of unemployment*) son las tasas de paro compatibles con una inflación/crecimiento salarial estables.

3. En 2013, los parados de larga duración representaban el 62% del total de parados.

4. Banco Central Europeo (2014), «The impact of the economic crisis on euro area labour markets», *Boletín Mensual*, noviembre.

5. Por ejemplo, la eliminación total de un impuesto adicional sobre la renta que se había establecido en 2011.

6. Así lo refleja la encuesta anual de costes del entorno de 2017.

7. Banco Central Europeo (2015), «Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets», Occasional Paper Series.

El sol (aún) brilla en Portugal

El turismo ha sido siempre un sector de gran importancia para la economía portuguesa y, en los últimos años, esta relevancia ha aumentado. El sector, que concentra el 10% del empleo, ha registrado un fuerte crecimiento en los últimos años, muy por encima del conjunto de la economía. Este desarrollo ha sido, en gran parte, impulsado por la llegada de turistas internacionales, que también han contribuido a la vitalidad del mercado inmobiliario portugués observada recientemente. En 2018, sin embargo, el sector ha registrado las primeras señales de desaceleración y, debido a su relevancia, es importante analizar las consecuencias de esta ralentización para la economía portuguesa.

El valor añadido bruto (VAB) generado por el turismo viene registrando un crecimiento superior al de la economía portuguesa. Por ejemplo, en 2017 alcanzó una tasa de crecimiento del 13,6%, frente a un crecimiento del PIB en términos nominales del 4,4%. Así, gracias a este dinamismo, el sector turístico está alcanzando una relevancia todavía mayor y, en 2017, representó el 7,5% del VAB nacional.

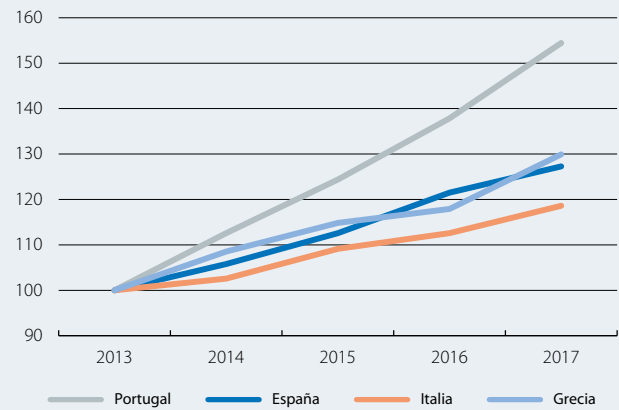
El turismo también es un sector clave para las cuentas externas portuguesas; especialmente por su enorme contribución al equilibrio de la balanza por cuenta corriente. Por ejemplo, si se excluyera la contribución del sector turístico, en 2017 el saldo por cuenta corriente hubiera sido del -5,1% del PIB (frente al +0,5% realmente registrado). Además, el superávit exterior del sector ha aumentado en los últimos años, en tanto que las exportaciones turísticas pasaron del 5,4% del PIB en 2013 al 7,8% en 2017 y su crecimiento sobrepasó con creces al de las importaciones (el peso de las exportaciones turísticas respecto a las exportaciones totales pasó del 13% al 19% entre 2013 y 2017, mientras que el peso de las importaciones se mantuvo en el 5%). Así, en los últimos años, el sector turístico ha alimentado la capacidad de financiación externa en un contexto de deterioro de las balanzas de los otros componentes.

La buena dinámica del sector turístico portugués es aún más evidente si efectuamos una comparación con países de la Europa mediterránea (véase el primer gráfico). Portugal ha registrado un crecimiento de la entrada de turistas muy superior a la de países como España, Italia o Grecia, que presentan un atractivo turístico similar en términos de clima y cultura. En concreto, entre 2013 y 2017, estos países registraron un aumento de la llegada de turistas cercano al 25%, frente a un crecimiento del 55% en Portugal.

Después de la notable evolución del sector en los últimos años, 2018 ha traído las primeras señales de ralentización, con una estabilización del número de turistas no residen-

Portugal: entrada de turistas

Índice (100 = 2013)



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

Sector turístico portugués: sensibilidad del PIB

Variación anual (%)

	2018*	Escenario central	Escenario alternativo
Exportaciones turismo	10,0	5,0	0,0
Impacto en el crecimiento del PIB (p. p.)**		-0,15	-0,35

Notas: * Estimación basada en datos disponibles hasta noviembre.

** Diferencial con la previsión de crecimiento del PIB de CaixaBank Research para 2019.

Fuente: CaixaBank Research.

tes.¹ Ante estas señales, realizamos un ejercicio de sensibilidad (véase la tabla adjunta) para analizar el impacto de una desaceleración de las exportaciones turísticas en 2019 sobre el PIB.² Según estas estimaciones, en el escenario de ralentización moderada del sector turístico que apuntan los indicadores (escenario central), la desaceleración detraería 0,15 p. p. al crecimiento del PIB, mientras que un escenario de hipotético estancamiento del sector podría llegar a detraer 0,35 p. p. al crecimiento, una cifra que ilustra la importancia del turismo para la economía nacional.

En conjunto, las perspectivas para el sector en los próximos años son positivas. Buena muestra de ello es que, a pesar de algunas señales de desaceleración, los ingresos por habitación siguen aumentando, lo que refleja la mejora conseguida en la calidad de los servicios turísticos portugueses e indica que el sector está más preparado para capear un entorno de estabilización o ligera moderación de la demanda.

1. Con una variación interanual del 0,2% de los huéspedes no residentes en hostelería entre enero y noviembre de 2018.

2. Los cálculos se basan en el peso de las exportaciones turísticas respecto al PIB del conjunto de la economía.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
Índice coincidente de actividad	1,7	2,9	2,2	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	...
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	0,5	-1,8	-1,1	-0,5	0,2	-3,1	-0,3	...
Índice de confianza en la industria (valor)	-0,7	2,3	0,0	0,4	-0,6	-1,2	-1,1	-0,7	0,0	-2,2
Construcción										
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	7,9	19,8	11,5	13,0	...	13,0	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	18,8	20,5	23,7	18,4	...	18,4	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	3,7	5,1	6,1	6,2	...	6,2	6,2	6,2	...	...
Servicios										
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	7,6	3,8	...	2,5	1,2	0,7	...	...
Índice de confianza en los servicios (valor)	7,3	13,8	14,4	16,5	12,2	16,7	8,6	11,7	16,2	19,1
Consumo										
Ventas comercio minorista	2,7	4,1	2,6	2,3	4,7	0,9	5,9	4,3	3,8	...
Índice coincidente del consumo privado	1,9	2,6	2,4	1,9	1,4	1,7	1,5	1,4	1,2	...
Índice de confianza de los consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,8	-1,4	-2,2	-1,5	-0,4	-3,4	-2,7	-7,9
Mercado de trabajo										
Población ocupada	1,2	3,3	2,4	2,1	...	2,1	1,9	1,5	1,4	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,1	8,9	6,7	6,7	...	6,6	6,6	6,7	6,7	...
PIB	1,9	2,8	2,4	2,1	...	2,1	...	...	...	...

Precios¹

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
General	0,6	1,6	1,2	1,8	0,8	1,8	0,8	0,9	0,6	0,5
Subyacente	0,8	1,3	0,9	1,3	0,5	1,4	0,3	0,5	0,5	...

Sector exterior

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
Comercio de bienes										
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,8	10,0	7,4	7,0	...	7,0	6,4	4,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,5	13,5	9,8	8,6	...	8,6	7,3	7,3	...	...
Saldo corriente	1,1	0,9	0,0	-0,4	...	-0,4	-0,2	-1,0	...	...
Bienes y servicios	3,8	3,5	3,1	3,1	...	3,1	3,2	2,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,7	-2,6	-3,1	-3,5	...	-3,5	-3,4	-3,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	3,0	2,7	1,9	1,6	...	1,6	1,8	1,0	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
Depósitos²										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	4,3	4,4	...	4,7	3,8	4,0	...	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	15,3	13,6	...	14,9	13,5	14,0	...	...
A plazo y preaviso	-3,2	-5,8	-2,9	-2,1	...	-2,3	-2,9	-3,1	...	...
Depósitos de AA. PP.	-17,9	1,3	-0,8	1,0	...	1,4	2,2	0,5	...	...
TOTAL	2,3	1,6	4,0	4,2	...	4,5	3,7	3,8	...	...
Saldo vivo de crédito²										
Sector privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,4	...	-1,3	-1,6	-1,6	...	...
Empresas no financieras	-5,6	-6,5	-3,7	-3,7	...	-3,5	-4,6	-4,3	...	...
Hogares - viviendas	-3,3	-3,1	-1,6	-1,2	...	-1,1	-1,1	-1,1	...	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	0,9	4,1	5,8	...	5,7	6,1	5,3	...	...
Administraciones públicas	-9,4	9,3	14,8	-12,4	...	-11,2	-11,2	-10,6	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,1	-1,9	...	-1,8	-2,1	-2,1	...	...
Tasa de morosidad (%)³	17,2	13,3	11,7	11,3	...	11,3	...	...	...	...

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

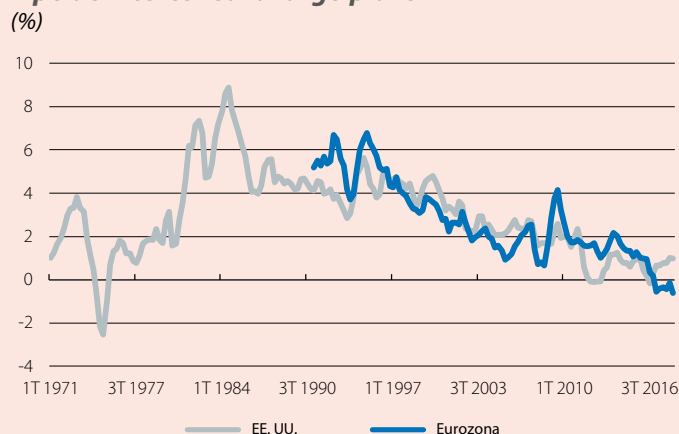
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal y Datastream.

Tipos de interés bajos: ¿hasta cuándo?

Una métrica para medir el posicionamiento de la política monetaria: el tipo de interés natural

Los últimos 30 años han sido testigo de una caída sostenida de los tipos de interés reales en las principales economías desarrolladas (véase el primer gráfico).¹ Una primera lectura rápida puede llevarnos a la conclusión de que esta caída podría ser sinónimo de que

Tipo de interés real a largo plazo *



Nota: * El tipo de interés real a largo plazo se define como el tipo de interés del bono soberano a 10 años menos la inflación. Para el caso de la eurozona, se usa un promedio ponderado de los tipos soberanos de los Estados miembros.

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

las condiciones en los mercados financieros se han tornado más acomodaticias en las últimas décadas. Sin embargo, ello no tiene por qué ser así. Tomemos el ejemplo de una economía que entra en crisis y cuyo banco central, en reacción a la misma, baja los tipos de interés a cero. Supongamos también, en aras de la simplicidad, que en este país la inflación cae a cero durante la crisis. De este modo, en esta economía, el tipo de interés real es cero y, si nos guiamos por el primer gráfico, menor que el tipo de interés real que se habría observado en el promedio histórico. Sin embargo, bien podría ser que la gravedad de la recesión fuera tal que la respuesta más adecuada por parte del banco central con tal de estabilizar las fluctuaciones en los precios y la producción fuera generar una caída del tipo de interés nominal tal que el tipo de interés real se situara en terreno negativo. Si este fuera el caso, un tipo de interés real igual a cero, por bajo que pueda parecer, puede ser demasiado alto y dar lugar a unas condiciones financieras restrictivas. Así pues, necesitamos un punto de referencia que nos permita distinguir en qué momento podemos hablar de condiciones financieras

acomodaticias y, en qué momento, de condiciones restrictivas. Este punto de referencia también nos debería servir de guía para entender hacia qué punto cabe esperar que tiendan los tipos de interés a lo largo del tiempo. El tipo de interés natural es esta vara de medir y dedicamos esta primera sección del Dossier a describir este concepto y su evolución a lo largo de las últimas décadas.

El concepto de tipo de interés natural tiene su origen en el economista sueco Knut Wicksell (1989), aunque ha sido reformulado y traído de vuelta al foco de atención recientemente.² De forma muy sucinta, podemos entender el tipo de interés natural como aquel tipo de interés coherente con un crecimiento de la economía igual a su ritmo potencial y una inflación constante. Así, el tipo de interés natural nos permite evaluar si un determinado tipo de interés real es acomodaticio o restrictivo. Si el tipo de interés real está por encima del natural, el crecimiento de la economía se situará por debajo del potencial y habrá presión a la baja sobre los precios, y viceversa. Del mismo modo, el tipo de interés natural nos ofrece un punto al que cabe esperar que converjan los tipos de interés. En definitiva, más que fijarnos en la evolución de los tipos de interés nominal o real de la economía, es preciso obtener una idea de la evolución del tipo de interés natural. Este último nos dará una idea más precisa de si cabe esperar tipos de interés bajos durante muchos años o no, y si estos tipos de interés bajos generarán un entorno macrofinanciero acomodaticio o no.

Asimismo, el tipo de interés natural no es un número inmutable y depende, a su vez, de otras características estructurales de la economía. Más concretamente, todos aquellos factores que puedan afectar a la oferta y la demanda de ahorro deberían tener un impacto sobre el tipo de interés natural. Así, tal y como veremos más adelante en este Dossier, cambios estructurales relacionados, por ejemplo, con los hábitos de ahorro de los hogares (impacto por el lado de la oferta), el crecimiento de la productividad (impacto por el lado de la demanda al afectar al retorno a la inversión) o las dinámicas demográficas (impacto por el lado de la oferta) tendrán un impacto sobre el tipo de interés natural.

Desafortunadamente, como muchas de las variables de interés en la economía, el tipo de interés natural no es directamente observable en los datos. Con todo, los economistas han desarrollado modelos y técnicas estadísticas que permiten estimar esta variable, aunque, por supuesto, todas estas estimaciones están sujetas a un notable grado de incertidumbre. El segundo gráfico muestra las estimaciones realizadas por Holston *et al.* (2016)³ para los EE. UU., la eurozona y el Reino Unido, así como nuestra propia estimación para España realizada de acuerdo con la metodología de Holston *et al.* (2016).

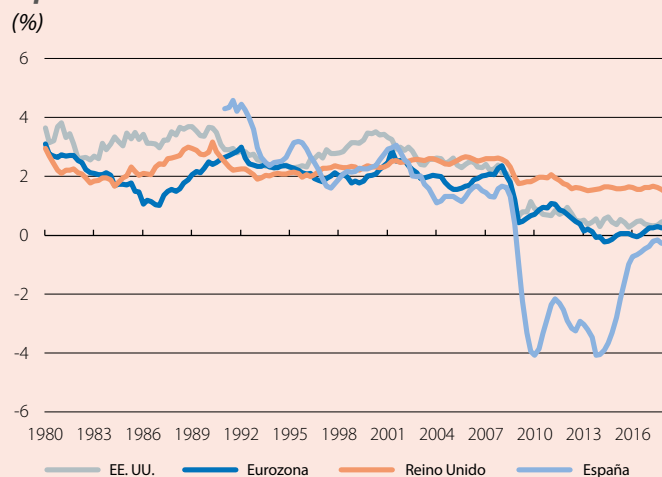
1. El tipo de interés real se define como el tipo de interés nominal menos la inflación.

2. Véase, por ejemplo, Woodford, M. (2003), «Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy», Princeton University Press: Princeton.

3. Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016-11.

Podemos extraer diversas conclusiones a través del gráfico. Primero, el tipo de interés natural fluctúa a lo largo del tiempo. Además, aunque la estimación del tipo de interés natural se ha realizado de forma independiente para cada país o área, el gráfico muestra que el tipo de interés natural se mueve de forma parecida entre estos países, hecho que sugiere que hay fuerzas de carácter global que están teniendo un impacto sobre el mismo. Segundo, el tipo de interés natural ha mantenido una trayectoria ligeramente a la baja entre 1980 y 2008 en todas las economías consideradas (no tan marcada en el caso de Reino Unido). Asimismo, con la crisis financiera de 2008, el tipo de interés natural flexionó a la baja en todas las economías y aún hoy (con datos hasta el 2T 2018) no ha recuperado los niveles previos a la crisis. ¿A qué se deben estas tendencias? El modelo de Holston *et al.* (2016) permite descomponer la trayectoria del tipo de interés natural en dos componentes: el crecimiento potencial de la economía y una variable residuo que captura otros factores tales como posibles cambios en el grado de aversión al riesgo de los inversores. Según esta descomposición, la caída del tipo de interés natural se debió en gran medida a la caída del crecimiento potencial de las economías, aunque en el caso de la eurozona y de España, factores de carácter coyuntural capturados en la variable residuo también explican una proporción significativa de la caída que tuvo lugar al inicio de la recesión. Finalmente, el gráfico muestra que la caída del tipo de interés natural fue mucho más pronunciada en España que en el conjunto de la eurozona. Sin duda, este comportamiento dispar puede reflejar que la crisis en España fue más severa que en otros países del área (se conjugaron la crisis financiera y soberana con la crisis inmobiliaria). Sin embargo, también puede sugerir la presencia de factores estructurales diferenciales que impidieron que la economía española se ajustara de una forma menos severa a la crisis económica. Un ejemplo de factor diferencial es el mercado laboral. Así, un mercado laboral más flexible que generara menores aumentos de la tasa de desempleo en épocas de crisis debería ayudar a disminuir el incentivo de los hogares a aumentar los ahorros por motivos de precaución, lo que debería resultar en una caída menos brusca del tipo de interés natural.

Tipo de interés natural



Nota: Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016-11.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de Holston, K. et al. (2016).

Armados ya con el *atrezzo* teórico necesario, podemos pasar a valorar la orientación de la política monetaria común en el horizonte considerado. En el tercer gráfico, mostramos la brecha entre el tipo de interés real y el natural. Un valor positivo de la brecha indica que el tipo de interés real se sitúa por encima del natural y que, por tanto, la política monetaria es restrictiva, y viceversa.

Tal y como podemos ver, previamente a la crisis, la política monetaria común resultó ser ligeramente más expansiva para España que para el conjunto de la eurozona. Sin embargo, esta situación se revirtió de forma muy pronunciada durante la crisis financiera y la posterior crisis de deuda soberana debido a que las medidas acomodaticias que implementó el BCE, aunque fueron suficientes para que la política monetaria resultara neutral para el conjunto de la eurozona, fueron insuficientes para contrarrestar la pronunciada caída del tipo de interés natural en España. Poniendo el foco en el periodo más reciente, las estimaciones parecen indicar que actualmente la política monetaria común es prácticamente neutral para España y ligeramente expansiva para el conjunto de la eurozona.

Cabe destacar que, aunque estas estimaciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre,⁴ los resultados que se muestran aquí son cualitativamente similares a resultados obtenidos por parte de otros autores que utilizan metodologías distintas. Por ejemplo, Fries *et al.* (2016)⁵ estiman el tipo de interés natural para Alemania, Francia, Italia y España y también encuentran que el tipo de interés natural ha caído en los últimos 20 años y que la política monetaria común fue expansiva para España durante el periodo previo a la crisis, aproximadamente neutral para Alemania, Francia e Italia entre 2009 y 2013, y contractiva para España entre 2009 y 2013.

4. Véase nota 3 a pie de página.

5. Véase Fries, S., Mésonnier, J. S., Mouabbi, S. y Renne, J. P. (2017), «National natural rates of interest and the single monetary policy in the Euro Area», Banque de France, Working Paper 611.

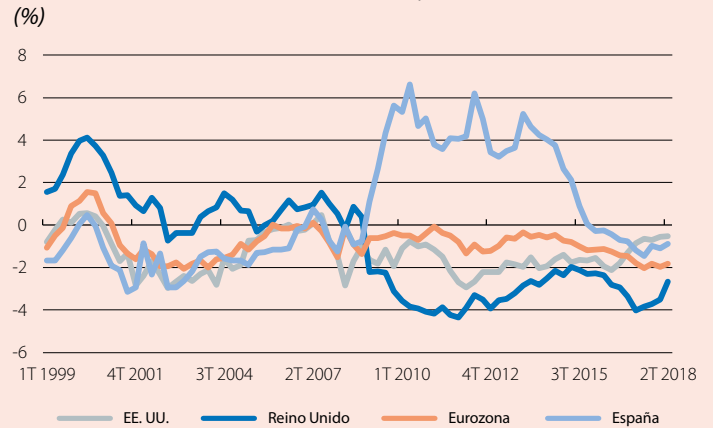
¿Qué hay detrás del declive del tipo de interés natural?

La lista de factores es larga y permite clasificarlos en tres grandes grupos: los que habrían lastrado la inversión, los que habrían fomentado el ahorro y factores cíclicos herencia de la Gran Recesión, que explicarían la reducción más acentuada en 2008-2010 observada en el segundo gráfico. La presión de los elementos cíclicos (como el elevado endeudamiento del sector privado, que restringe la capacidad de gasto e inversión, o la pérdida de optimismo sobre el crecimiento futuro, que es propia de haber sufrido una recesión intensa y larga en los últimos años) se va desvaneciendo con el asentamiento de la fase expansiva. Sin embargo, la evidencia apunta a que los otros factores responden a fuerzas estructurales, como el potencial de crecimiento a largo plazo o el envejecimiento de la población, que posiblemente seguirán condicionando los tipos de interés (y, por lo tanto, el entorno financiero en general) en las próximas décadas. Veamos cómo.

Menor propensión para invertir

Como se ha comentado anteriormente, los modelos que estiman el tipo de interés natural vinculan estrechamente su evolución a la de la productividad. La razón es simple: el crecimiento de la productividad es la fuente de crecimiento económico a largo plazo y, por lo tanto, determina la medida en la que aparecen nuevas oportunidades de inversión. Pero, como se observa en el cuarto gráfico, el crecimiento de la productividad ha disminuido sostenidamente en las últimas décadas, en una dinámica que no solo ha sido paralela a la de los tipos de interés sino que, como estos, también ha afectado de manera generalizada a las principales economías internacionales.⁶ Figuras como el economista de la Universidad de Northwestern, Robert Gordon, defienden que la pérdida de dinamismo de la

Brecha entre tipo de interés real y natural *

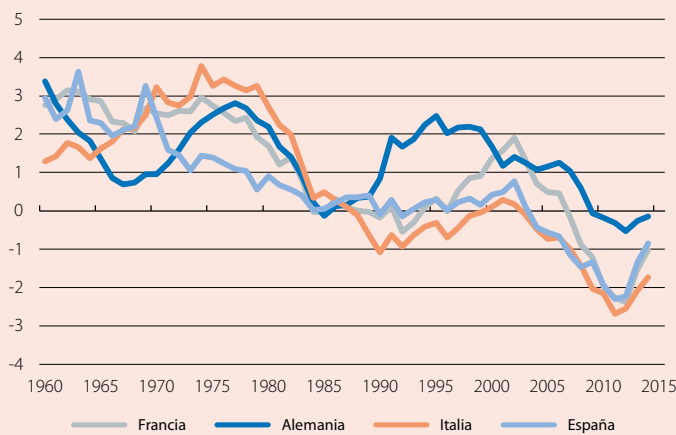


Nota: * El tipo de interés real se calcula a partir del tipo de interés nominal a los bonos soberanos con vencimientos a 2 años menos la inflación subyacente. Para la eurozona se ha tomado un promedio ponderado de los bonos soberanos de los Estados miembros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Holston, K. et al. (2016).

Productividad total de los factores

Variación anual (%), media móvil de 10 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Feenstra, R. C., Inklaar, R. y Timmer, M. P. (2015), «The Next Generation of the Penn World Table», *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182.

productividad refleja tendencias de fondo.⁷ Por un lado, el fin de la difusión de las dos primeras revoluciones industriales (la primera, con la máquina de vapor y el ferrocarril al frente, pero, especialmente, la segunda, que con invenciones como la electricidad, el motor de combustión interna o el agua corriente, facilitó procesos como la urbanización). Por el otro lado, reflejaría también que la Tercera Revolución Industrial tendría, según Gordon, un menor impacto económico.

Al menor dinamismo de la productividad, hay que añadir que el auge de las tecnologías de la información y la comunicación, con la informática e internet al frente, ha reorientado la estructura económica hacia industrias más intensivas en capital intangible y, en general, con menores necesidades de inversión. De hecho, los resultados de Farhi y Gourio (2018)⁸ sugieren que, efectivamente, el cambio de estructura económica también habría contribuido al declive del tipo de interés natural.

Otro factor que podría estar detrás del menor dinamismo de la productividad es el envejecimiento de la población.⁹ De hecho, la demografía es la fuerza más destacada por los estudios que analizan el declive de los tipos de interés. Así lo ilustran las estima-

6. Véase el Dossier «Cambio tecnológico y productividad» en el IM02/2018.

7. Véase Gordon, R. (2012), «Is US economic growth over? Faltering innovation confronts six headwinds», NBER Working Paper n.º 18315.

8. Véase Farhi, E. y Gourio, F. (2018), «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia» NBER Working Paper n.º 25282.

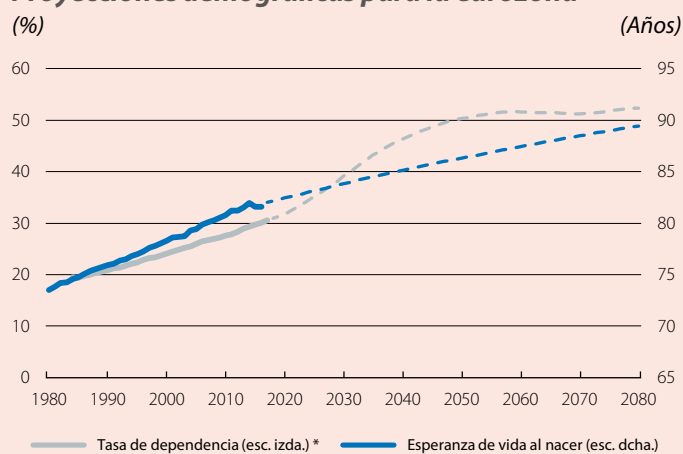
9. El artículo «El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico», en el Dossier del IM11/2018, analiza cómo el envejecimiento afecta directamente al crecimiento económico.

ciones de Eggertsson *et al.* (2017),¹⁰ quienes analizan un declive de $-4,02$ p. p. en el tipo de interés natural de EE. UU. entre 1970 y 2015. Estos autores estiman que el menor crecimiento de la productividad habría contribuido en $-1,9$ p. p. a su caída. Sin embargo, asignan un lastre adicional de $-3,66$ p. p. a las dinámicas demográficas,¹¹ lo que señala que la demografía actúa sobre los tipos por otros canales distintos a su impacto sobre la productividad.

Mayor propensión para ahorrar

Como explicamos recientemente,¹² el envejecimiento de la población tiene importantes consecuencias sobre el ahorro y es una dinámica clave para entender la evolución de los tipos de interés a medio y largo plazo. Esta fuerza actúa por tres canales. En primer lugar, el aumento de la esperanza de vida incentiva un mayor ahorro en edad laboral para una jubilación más longeva. En segundo lugar, la reducción de la fertilidad reduce la oferta de trabajo y, por lo tanto, incrementa la abundancia relativa del capital en el proceso productivo, presionando a la baja sobre su retorno. Finalmente, el aumento de la fracción de población jubilada tiene un efecto ambiguo sobre el ahorro: por un lado, este grupo tiene menores tasas de ahorro ya que «desahorran» buena parte de lo acumulado durante su vida laboral («efecto flujo»), y, por el otro, posee un mayor volumen de ahorro acumulado a lo largo de la vida laboral («efecto estocaje»). Prácticamente todos los estudios documentan que el envejecimiento ha tenido un impacto negativo sobre los tipos de interés en las últimas décadas. Es más, muchas estimaciones (como Carvalho *et al.*, 2017¹³ o Gagnon *et al.*, 2016¹⁴) sugieren que ha sido la principal fuerza detrás del declive del tipo natural. Sin embargo, no existe un consenso sobre cuál es su mecanismo dominante: algunos, como Carvalho *et al.* (2017), enfatizan el papel de la mayor esperanza de vida, mientras que otros, como Gagnon *et al.* (2016), resaltan el rol de la menor fertilidad y el consiguiente incremento de la ratio de capital por trabajador. Mirando hacia el futuro, el envejecimiento es un proceso que, como muestra el quinto gráfico, tendrá continuidad y, en este sentido, la mayoría de estudios concluyen que seguirá presionando a la baja los tipos de interés. No obstante, como argumentan Goodhart y Pradhan (2017),¹⁵ no necesariamente debe ser así: ante la gran incertidumbre que siempre rodea las previsiones, no se puede descartar que, en el futuro, el «efecto flujo» sea mayor que el «efecto estocaje», ni que los hogares no sean suficientemente perspicaces como para anticipar que, ante una mayor esperanza de vida, deberían ahorrar más a lo largo de la vida laboral.

Proyecciones demográficas para la eurozona



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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y el Banco Mundial.

prima de seguridad) y su liquidez (una prima que captura el valor de poseer un activo para el que existen muchos compradores y vendedores). En este contexto, un aumento de la prima de riesgo o de liquidez implica que los inversores valoran más la seguridad y liquidez de un activo y que, por tanto, están dispuestos a aceptar que el activo les ofrezca un menor retorno. Pues bien, los

El ahorro también se ha visto afectado por otra importante fuerza: una preferencia por activos seguros. De hecho, el declive de los tipos de interés no se observa con la misma intensidad en todos los activos, sino que, como comentan Del Negro *et al.* (2017),¹⁶ es más acusada en aquellos que, como la deuda soberana estadounidense, se consideran relativamente más seguros, y no tanto en otros que presentan más riesgo, como la deuda corporativa de baja nota crediticia. La observación de este diferencial creciente entre los retornos de activos con menor y mayor riesgo sugiere que, desde finales de la década de 1990 (coincidiendo con las crisis asiáticas), se ha producido un incremento de la aversión al riesgo (que se habría acentuado con la Gran Recesión) y de la demanda de activos relativamente seguros (acentuada, por su parte, por la emergencia de China y el consiguiente aumento del ahorro a nivel global). En este sentido, Del Negro *et al.* (2017) estiman la parte del tipo de interés asociado a la deuda pública estadounidense que se explica por su riesgo de impago (una prima

10. Eggertsson, G. *et al.* (2017), «A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation», NBER Working Paper n.º 23093.

11. Estiman que el incremento de la deuda pública en este periodo habría mitigado la presión bajista sobre los tipos.

12. Véase el artículo «El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés» en el Dossier del IM11/2018.

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

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

15. Goodhart, C. y Pradhan, M. (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Papers n.º 656.

16. Del Negro, M. *et al.* (2017), «Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest», Staff Report n.º 812, Reserva Federal de Nueva York.

autores documentan que, paralelamente al declive del tipo de interés natural, se ha producido un incremento de ambas primas. Es decir, en tanto que el tipo natural está asociado a un activo seguro y líquido (concretamente, las reservas del banco central), estas dinámicas sugieren que parte del declive secular del tipo de interés es fruto de un aumento de la aversión al riesgo y la preferencia por activos relativamente seguros.

Interrogantes

Antes de concluir, hay que añadir un elemento más a todas las fuerzas descritas anteriormente. Dado que el tipo natural no es observable y hay que estimarlo a partir de modelos económicos, la estimación depende de qué variables se incluyan en el modelo y qué relaciones se asuman entre ellas. Si se omiten variables importantes o si las relaciones «neokeynesianas» entre tipos de interés, actividad e inflación que típicamente se utilizan son incorrectas, incluso se podría llegar a cuestionar el propio declive del tipo natural. Por ejemplo, en los años previos a la Gran Recesión, el dinamismo de la actividad podría deberse a una fuerte expansión del crédito (y no necesariamente al diferencial entre el tipo natural y el tipo de interés de política monetaria). Sin embargo, cuando Juselius *et al.* (2016)¹⁷ incorporan una variable que captura el ciclo financiero y reestiman el tipo de interés natural, todavía observan un declive sostenido del tipo de interés, aunque de magnitud algo inferior.

¿Y en adelante qué?

Como hemos visto, hay una gran diversidad de factores detrás del tipo de interés natural. El más importante de ellos, la demografía, sigue unas dinámicas relativamente predeterminadas y que, según el grueso de los estudios, continuarán pesando sobre los tipos de interés en las próximas décadas. De este modo, más allá de los incrementos y reducciones de tipos que realicen los bancos centrales por razones cíclicas, es probable que la política monetaria y el entorno financiero del futuro estén condicionados por un contexto de tipos de interés relativamente bajos. Sin embargo, hay muchos otros factores cuya evolución es difícil de predecir. Entre ellos se encuentran el ciclo financiero, los lastres cíclicos o la aversión al riesgo. Pero el factor clave para revertir las presiones del envejecimiento es el futuro de la productividad, aunque la tarea no será fácil: debería experimentar un fuerte empuje (Eggertsson *et al.* (2017) calculan que, en EE. UU., serían necesarios crecimientos sostenidamente alrededor del 2,5%, una cifra claramente superior al promedio del 0,5% de 2014-2017 o del 1,3% de 1992-2007) para contrarrestar los vientos de cara demográficos y elevar el tipo natural hacia cotas en las que el umbral del 0% deje de ser una preocupación para los bancos centrales.

Oriol Carreras y Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

17. Juselius, M. *et al.* (2016), «Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates», BIS Working Papers nº 569.

Las consecuencias del nuevo entorno de condiciones financieras: entramos en terreno inexplorado

La política monetaria en la encrucijada

Tal y como hemos observado en el primer artículo de este Dossier, todo apunta a que los tipos de interés se mantendrán en niveles relativamente bajos en los próximos años. En este contexto, es de esperar que los bancos centrales pierdan margen de acción si continúan operando con las herramientas tradicionales. De hecho, diversos estudios (véase el primer gráfico) muestran cómo los menores tipos de interés conllevarán que las autoridades monetarias se topen con el límite inferior del 0%¹ con mucha mayor frecuencia. Por ejemplo, dos macroeconomistas del Sistema de la Reserva Federal, Michael Kiley y John Roberts, estiman que con un tipo de interés nominal del 3% a largo plazo (magnitud muy razonable con un objetivo de inflación del 2% y un tipo natural en torno al 1%), un 40% del tiempo los tipos nominales en EE. UU. se deberían emplazar en el 0%.² ¿Cómo deberá afrontar la política monetaria este reto sin parangón y cuáles son las consecuencias para el escenario macroeconómico?

Como dijo el mítico jugador de béisbol Yogi Berra: «Es difícil hacer predicciones... especialmente sobre el futuro». Sin embargo, podemos empezar por apuntar lo que no se debe o no se puede hacer. Así, diversos estudios muestran que seguir reglas monetarias simples como la famosa regla de Taylor no es factible en un entorno con bajos tipos de interés natural y baja inflación, dado que esta regla aconsejaría a menudo fijar tipos netamente por debajo del 0%. En concreto, Kiley y Roberts estiman que con un tipo de interés nominal del 3% a largo plazo, si se siguiera una regla de Taylor que excluyera la posibilidad de fijar tipos negativos, el PIB se situaría en el promedio a lo largo del tiempo claramente por debajo del potencial (*output gap* entre -1,1% y -2,3%) y la inflación estaría por debajo del objetivo del 2% (entre 0,1% y 1,2%). En otras palabras, la política monetaria debe encontrar vías para evitar que este entorno macrofinanciero provoque desviaciones muy significativas de la inflación y el PIB respecto a los objetivos.

¿Cuáles son las cartas que pueden jugar los bancos centrales? Se han planteado dos grandes vías de acción. Una opción es mantener el tipo de interés como herramienta principal y redefinir el objetivo del banco central. La alternativa es mantener el objetivo (típicamente, inflación alrededor del 2% a medio plazo) e incorporar nuevos instrumentos de política monetaria, que ha sido la senda que se ha seguido tras la crisis financiera de 2008.

De mantener el tipo de interés de referencia como herramienta principal, el banco central puede ganar margen si aumenta sus objetivos de inflación. Así, el aumento de la inflación permitiría alcanzar tipos de interés reales negativos y situaría el tipo de interés nominal por encima de cero. En esta línea, destacan tres opciones: fijar un objetivo de inflación mayor, fijar el objetivo en términos del nivel de precios o fijar el objetivo en términos del nivel del PIB nominal. Cada una de estas tres opciones presenta distintas ventajas,³ pero ninguna de ellas es plenamente convincente en la capacidad de conseguir el objetivo fijado, con la consiguiente posible pérdida de credibilidad del banco central. Un buen ejemplo de ello es el caso de Japón, en el que su banco central hace años que intenta alejar sin éxito su economía del riesgo de deflación, pero no lo logra debido a que las expectativas de inflación se ajustan de forma lenta e incompleta a los nuevos objetivos fijados.

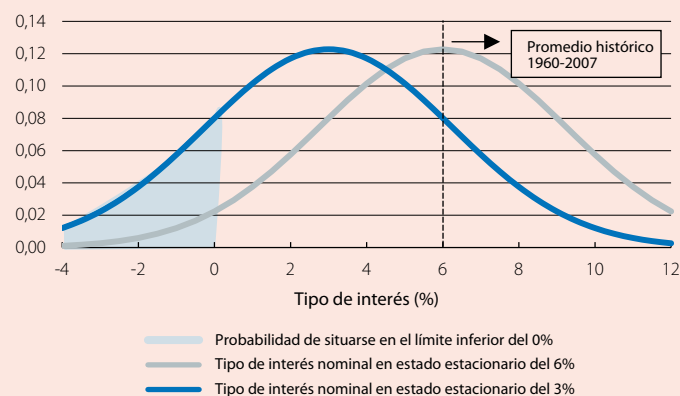
1. Este límite inferior lo impone la existencia de la alternativa de retirar los depósitos y almacenar los recursos en dinero en efectivo, obteniendo un tipo de interés igual a 0% (o ligeramente negativo, si se tienen en cuenta los costes de almacenamiento).

2. Véase Kiley, M., y Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

3. Para un análisis más detallado, véase el Focus «La lucha por la política monetaria del futuro», en el IM10/2017.

EE. UU.: distribución de probabilidad del tipo de interés nominal a largo plazo

Densidad

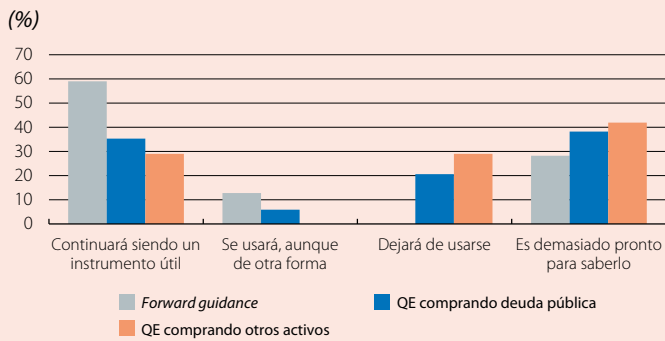


Nota: Un tipo del 3% es coherente con un objetivo de inflación a medio plazo del 2% y con un tipo natural alrededor del 1%. Utilizamos una distribución normal con desviación estándar de 3,25% para ambas distribuciones (promedio histórico entre 1960 y 2007).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Kiley, M. y Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

Un marco alternativo consistiría en mantener los objetivos actuales e incorporar las medidas no convencionales (especialmente comunicación y políticas de balance, como las compras de activos) al conjunto de herramientas habituales de los bancos centrales para complementar la política monetaria tradicional. Estas medidas pueden estar justificadas en entornos con tipos muy bajos en los que se ha dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Una ventaja de esta opción es que las medidas se pueden calibrar con mayor precisión a las necesidades del momento.

Encuesta a los bancos centrales: ¿se continuarán usando las herramientas no convencionales en el futuro?



Nota: Encuesta realizada en 2016 entre los gobernadores de los principales 95 bancos centrales del mundo, con una tasa de respuestas del 58% que incluyen a 16 gobernadores de bancos centrales de economías avanzadas.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central de los Países Bajos.

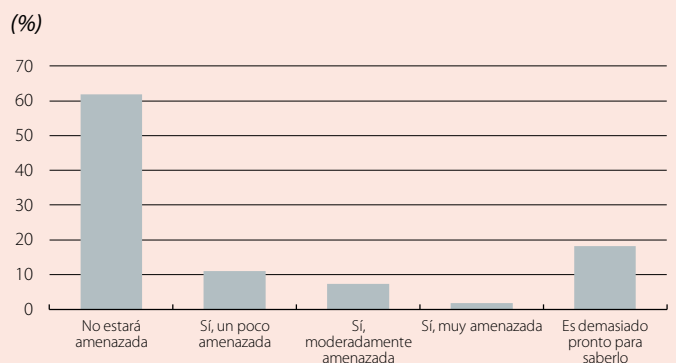
nismo directo y creíble de que los tipos se mantendrán bajos durante un tiempo prolongado (es creíble ya que, si los subieran, el banco central incurriría en importantes pérdidas de capital en los activos adquiridos), lo que permite rebajar los tipos de interés a largo plazo, elevar los precios de los activos y mejorar las condiciones financieras de los agentes. En última instancia, con ello se pretende dar apoyo a la demanda agregada. Esta política también tiene sus límites. Por un lado, es esencial que esté bien sincronizada con la política tradicional de fijación de tipos y que haya una comunicación minuciosa de su cadencia para que sea creíble (en caso contrario, pueden darse episodios de turbulencias financieras como el *taper tantrum* en 2013). Por el otro, existen límites a la cantidad y tipo de deuda que los bancos centrales pueden comprar.

Es interesante observar que ya disponemos de algunos indicios de que las herramientas no convencionales han venido para quedarse. En concreto, un equipo de economistas realizó en 2016⁴ una encuesta a los presidentes de 95 bancos centrales (la tasa de participación fue del 58%) en la que se les preguntaba si creían que las herramientas no convencionales de la política monetaria continuarían siendo utilizadas en el futuro. Pues bien, el 72% de los que respondieron a la encuesta consideraba que la *forward guidance* continuará siendo un instrumento relevante para la política monetaria del futuro. En cuanto a los programas de compra de activos de expansión cuantitativa (QE), el entusiasmo era menor: un 41,2% de los encuestados consideraba que las compras de deuda pública por parte de los bancos centrales continuarán usándose en el instrumental de la política monetaria en el futuro, y un 29% creía que los programas de compra de otros activos continuarán siendo válidos en el futuro.

Empezando por la comunicación, en entornos con poco margen para bajar tipos, las autoridades monetarias pueden dar orientaciones futuras sobre el futuro de la política monetaria para intentar convencer a los agentes de que mantendrán los tipos bajos en el futuro (la llamada *forward guidance*). Si este anuncio resulta creíble, permite seguir reduciendo los tipos de interés en vencimientos de más largo plazo y aumentar los precios de los activos hoy estimulando la economía. Esta política tiene sus límites: no siempre es fácil conseguir que los anuncios sean creíbles, y ello es especialmente complicado en situaciones proclives a generar dilemas de inconsistencia temporal, es decir, situaciones en las que lo óptimo sería desviarse del compromiso cuando llegue el momento de ejecutarlo.

Los programas de compras de activos, también llamados *quantitative easing* (QE), constituyen una expansión del balance de los bancos centrales mediante la adquisición de grandes volúmenes de bonos públicos y privados. Se trata de un meca-

Encuesta a los bancos centrales: ¿estará amenazada la independencia del banco central en un futuro cercano?



Nota: Encuesta realizada en 2016 entre los gobernadores de los principales 95 bancos centrales del mundo, con una tasa de respuestas del 58% que incluyen a 16 gobernadores de bancos centrales de economías avanzadas.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central de los Países Bajos.

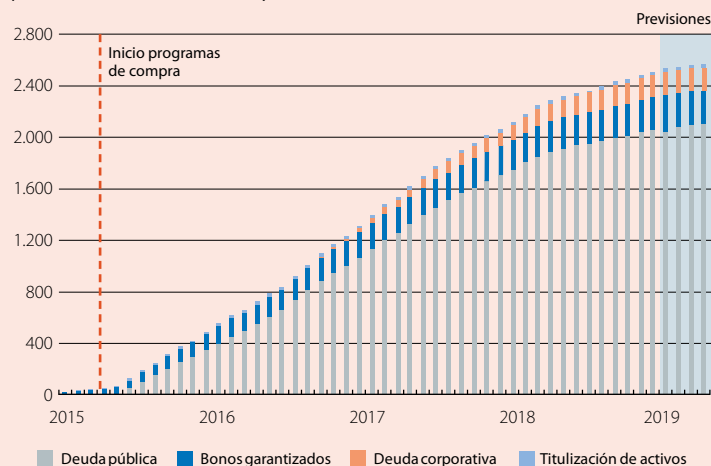
4. Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis», Banco Central de los Países Bajos.

Finalmente, hay que subrayar brevemente tres grandes retos de la política monetaria del futuro si se opta por utilizar herramientas no convencionales. Primero, los bancos centrales deberán apuntalar su independencia ante las crecientes presiones políticas para condicionar la política monetaria que se genera cuando el banco central acumula deuda pública en su balance. Hay que recordar que el desempeño de la política monetaria es un trabajo arduo que requiere de un juicio técnico y no debería ceder a la tentación de subordinarla a los designios políticos.

Segundo, la política monetaria deberá reflexionar sobre si se replantea sus objetivos e incluye la estabilidad financiera entre estos. Este debate cobrará peso, ya que un mayor uso de las políticas monetarias no convencionales puede aumentar el riesgo de inestabilidad financiera. Por un lado, porque el uso de estas herramientas para alcanzar los objetivos a largo plazo del banco central puede llevar aparejado un aumento de las fluctuaciones financieras a corto plazo, como ha sido el caso con alguno de los anuncios sobre compras de activos realizados por la Fed.⁵ No olvidemos que las autoridades monetarias están menos habituadas a usar estas herramientas, lo que complica que se modulen de forma óptima. Por el otro, porque, tal y como explica la economista Lucrezia Reichlin, el aplanamiento de la curva de tipos que generan las herramientas no convencionales al reducir los tipos a largo plazo puede poner en aprietos a instituciones financieras que tienen poca flexibilidad en sus balances.⁶ Un ejemplo de ello son las instituciones que poseen pasivos con beneficios predeterminados, como las aseguradoras de vida y los planes de pensiones de prestación definida.

Compras netas de activos acumuladas del BCE

(Miles de millones de euros)



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

Y, tercero, los bancos centrales y las principales entidades financieras de supervisión nacional y supranacional deberán trabajar codo con codo para mejorar sus mecanismos de coordinación internacional en un mundo más globalizado, así como delinear su grado de imbricación con las herramientas macroprudenciales. Ello no debería sorprendernos: los programas de compras de activos amplifican los efectos externos de política monetaria tal como ya hemos visto en la coyuntura actual. En efecto, estos programas han generado una abundante liquidez en las economías avanzadas que, ante un entorno de tipos bajos, se han dirigido a las economías vecinas. Ello deja en una situación incómoda a los bancos centrales de las economías receptoras, ya que las entradas de capitales resultantes presionan al alza el valor de sus divisas y generan presiones deflacionistas. Ello es especialmente pronunciado en economías abiertas pequeñas: Dinamarca, Suecia y Suiza son ejemplos claros de países afectados

por el QE del BCE. Si quieren evitar apreciaciones bruscas de sus monedas y controlar las entradas de capital, las economías receptoras se ven obligadas a adoptar políticas monetarias más acomodaticias de lo que aconsejan sus condiciones económicas internas, lo que también puede alimentar la inestabilidad financiera.⁷

En definitiva, la política monetaria debe decidir qué quiere ser de mayor y ello exigirá un replanteamiento en profundidad de los objetivos y de los instrumentos.

El impacto de los tipos bajos sobre el sector bancario

Las consecuencias de un entorno de tipos bajos como el que esperamos para los años venideros serán importantes para el sector bancario. Y es que hay que tener presente que dicho entorno presiona a la baja la rentabilidad del sector.⁸ La razón es que los tipos bajos erosionan el margen de intereses, es decir, la diferencia entre lo que gana el banco por los créditos, préstamos e hipo-

5. Véase Berganza, J. C., Hernando, I. y Vallés, J. (2014), «Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión», Documentos Ocasionales n.º 1404, Banco de España.

6. Véase Pill, H. y Reichlin, L. (2016), «Non-Standard Monetary Policy and Financial Stability», Working Paper London Business School.

7. Véase el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» en el Dossier del IM09/16.

8. Véase Hernández de Cos, P. (2018), «¿Reinventar la banca o mejorar su gestión?», Apertura del 14 Encuentro del Sector Bancario IESE, Banco de España.

tecas y lo que paga por los depósitos, ya que, para estos últimos, las entidades bancarias difícilmente pueden reducir los tipos de interés por debajo del 0%. Así, cuando los tipos están muy bajos, una disminución de los mismos se traslada en mayor medida a lo que el banco cobra por sus activos que a lo que debe pagar por sus pasivos (que incluyen los depósitos). Esta intuición ha sido ampliamente respaldada por la literatura económica, que ha documentado empíricamente que, en entornos con tipos bajos, los bancos obtienen en promedio un menor margen de intereses que en entornos con tipos altos.⁹

En este sentido, un artículo publicado por el BCE¹⁰ nos ayuda a poner cifras al efecto de un entorno prolongado de tipos bajos sobre la rentabilidad bancaria en Europa: el impacto es negativo y significativo estadísticamente. En concreto, si los tipos de interés se mantienen en cotas similares a las actuales durante tres años más, un escenario que no es para nada desdeñable, ello presionaría a la baja la rentabilidad medida con el ROA¹¹ –*return on assets*– en aproximadamente 0,06 p. p. (el ROA para el conjunto de la UE se situaba en 2018 en un promedio del 0,5%). Además, si el entorno de tipos bajos se prolonga hasta 2022, el impacto neto sobre la rentabilidad (es decir, teniendo en cuenta el efecto positivo de los tipos bajos sobre la actividad económica) desde 2012 hasta 2022 ascendería a –0,1 p. p.

En este entorno es de esperar que el sector siga poniendo el acento en aquellas actividades con una mayor rentabilidad, como son el crédito a empresas o al consumo, por el lado del activo, o en la gestión de activos como los fondos de inversión, los planes de pensiones y los seguros de ahorro, que reportan ingresos por comisiones. Asimismo, es de prever que este entorno de tipos bajos continúe actuando como acicate para promover una mayor concentración del sector. Este proceso podría tener un alcance de mayor envergadura que trascendiese el ámbito estrictamente nacional con una regulación europea más flexible e integrada que diera facilidades para la creación de verdaderos bancos paneuropeos. En este sentido, completar la unión bancaria supondría un paso de gigante.

Deuda pública y tipos bajos: ¡cuidado con la miopía!

Finalmente, es momento de analizar cuál es el impacto que tienen unos tipos de interés bajos durante un periodo prolongado de tiempo sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Se trata de un tema capital en la coyuntura actual dados los elevados niveles de deuda pública de la mayoría de los países desarrollados.

La evolución de la deuda pública depende de tres variables clave: el tipo de interés al que se financia el Tesoro de cada país, el déficit público primario y, naturalmente, la velocidad a la que crece la economía en términos nominales.

La manera en la que cada una de estas variables incide sobre la deuda pública es intuitiva: cuanto menor es el tipo de interés al que se financia el Tesoro y menor es el déficit primario, más se reduce la deuda pública (o menos aumenta); y cuanto mayor es el crecimiento de la economía, más disminuye la ratio de deuda pública sobre el PIB. Intuitivamente, si el déficit primario es igual a cero, la deuda pública (en porcentaje del PIB) aumentará cuando el coste de la deuda sea superior al crecimiento nominal de la economía y viceversa.¹²

Actualmente, el coste de la deuda se ha reducido de forma muy notable gracias, en gran medida, a la política monetaria expansiva que han llevado a cabo los principales bancos centrales. Ello ha permitido que muchos países desarrollados hayan podido estabilizar su deuda pública a pesar de seguir registrando déficits públicos primarios.

Con todo, hay diversos factores que en un horizonte de medio plazo podrían volver a elevar el coste de la deuda. Por un lado, las economías avanzadas ya se encuentran en una fase más madura del ciclo económico, por lo que cabe esperar una moderación del ritmo de crecimiento en los próximos años. Por el otro, aunque esperamos que el tipo de interés natural continúe en cotas bajas, el tipo de interés al que se financia el Tesoro Público podría repuntar, no por razones fundamentales, pero sí por primas de riesgo. En este sentido, los inversores ya han mostrado una elevada sensibilidad ante aumentos de la deuda pública, de modo

9. Véase Claessens, S. et al. (2017), «Low-For-Long Interest Rates and Banks», CEPR Discussion Paper 11842.

10. Véase Altavilla, C., Bouchinha, M. y Peydró, J.L. (2017), «Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment», Documento de Trabajo BCE 2105.

11. El ROA es un indicador que mide la rentabilidad del total de activos de la empresa. Se calcula como el cociente entre el beneficio y el activo total. Expresa la rentabilidad económica de la empresa, independientemente de la forma en que se financie el activo (con recursos propios o recursos de terceros).

12. Formalmente, $\Delta B = (r - g) * B + d$, donde B es la deuda pública en porcentaje del PIB, d es el déficit primario (es decir, excluyendo el pago por intereses también en porcentaje del PIB), r es el tipo de interés del Tesoro y g es el crecimiento de la economía (ambos en términos reales o en términos nominales).

que las primas de riesgo podrían aumentar de nuevo si empeora la percepción del riesgo de los inversores. Ello es más probable que se produzca en contextos como el actual, caracterizados por elevadas necesidades de financiación.

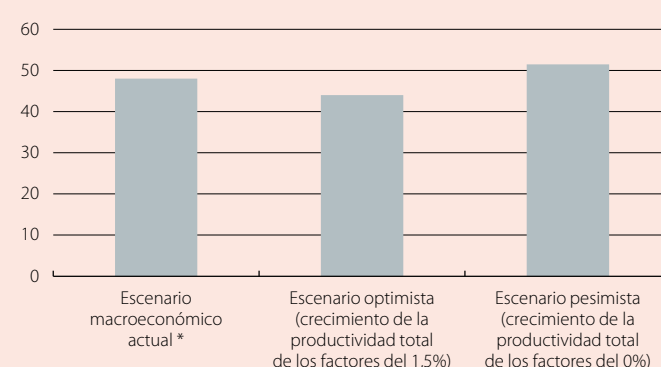
En última instancia, no se ha aprovechado el espacio que han generado los tipos bajos para lograr superávits primarios (al contrario, se han mantenido déficits primarios relativamente elevados) postergando, así, el necesario ajuste de la deuda pública. De este modo, una cosa está clara: cuando llegue la próxima recesión, el espacio para llevar a cabo políticas fiscales contracíclicas será mucho menor.

De hecho, un detallado estudio cuantitativo de la Reserva Federal de Minneapolis¹³ estima que en un plazo de cinco años la probabilidad de que en EE. UU. el tipo de interés al que se financia el Tesoro norteamericano se vuelva a situar por encima de la tasa de crecimiento de la economía es de casi el 50% (y para 17 economías avanzadas que incluyen los principales países de la eurozona del 30% en 5 años y del 38% en 10 años), una magnitud mayor de lo que muchos podían pensar. Es importante recalcar que en caso de que esta situación se materializase, ello no implicaría necesariamente que la deuda pública entrase en una dinámica explosiva. Para evitarlo, se deberían mantener superávits primarios de forma sostenida a lo largo del tiempo.

Estas consideraciones cobran todavía más sentido si nos fijamos en la factura a pagar. Y es que se estima, por ejemplo, que en caso de que se vuelva a un escenario con tipos de interés superiores al crecimiento, la factura por intereses en porcentaje del PIB para el Gobierno de los EE. UU. aumentaría entre 1,8 y 3,5 p. p. dados los actuales niveles de deuda. Así, queda claro que la complacencia es un riesgo. Y ello es algo que debemos tener muy presente a la hora de analizar las perspectivas de la deuda pública a medio plazo.

Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

Probabilidad de $r > g$ en EE. UU. dentro de 5 años (%)



Nota: * El escenario actual contempla un crecimiento del PIB para los próximos 5 años del 1,4% que se obtiene a partir de un crecimiento de la población del 0,7% y un crecimiento de la productividad total de los factores del 0,7%. Las probabilidades se computan a partir de un modelo probit que predice el valor en EE. UU. de $t-g$ (r es el tipo de interés real a largo plazo y g el crecimiento real de la economía) en $t+1$ a partir del valor en t de $t-g$, la deuda pública y el crecimiento del PIB real per cápita y de la población con una muestra que arranca en 1870.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Mehrotra, N. (2018), «Debt sustainability in a low interest rate world», Documento de Trabajo n.º 32, Hutchins Center.

13. Véase Mehrotra, N. R. (2017), «Debt Sustainability in a Low Interest Rate World», Documento de Trabajo n.º 32, Hutchins Center.

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:

Una expansión fiscal a la italiana

¿Qué impacto puede tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre la economía italiana?



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?



Informe sectorial del turismo: perspectivas 2019

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

