

# IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 433 | ABRIL 2019



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*¿Qué será de la política fiscal estadounidense? Whatever will be, will be*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?*

## DOSSIER: LA ENERGÍA DEL FUTURO

---

*El mix energético del futuro*

*Los costes y beneficios del mix energético del futuro*

*La geopolítica de la energía*

*La financiación que piensa en verde*

*El nuevo mix energético en la península ibérica: el combate contra el calentamiento global*

**INFORME MENSUAL****Abril 2019**

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

**CaixaBank Research**  
[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**  
 Economista jefe  
**Oriol Aspachs**  
 Director del Departamento de Estudios  
**Sandra Jódar**  
 Directora de Estrategia Bancaria

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

**Paula Carvalho**  
 Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:  
 31 de marzo de 2019

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

- 9 *El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?*  
 Ricard Murillo Gili

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 15 *¿Qué será de la política fiscal estadounidense?*  
 Whatever will be, will be  
 Clàudia Canals

**19 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- 21 *¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?*  
 Oriol Carreras

**24 ECONOMÍA PORTUGUESA****27 DOSSIER: LA ENERGÍA DEL FUTURO**

- 27 *El mix energético del futuro*  
 Jordi Singla
- 29 *Los costes y beneficios del mix energético del futuro*  
 Manel Pardo Fernández
- 31 *La geopolítica de la energía*  
 Ricard Murillo Gili
- 33 *La financiación que piensa en verde*  
 Roser Ferrer
- 35 *El nuevo mix energético en la península ibérica: el combate contra el calentamiento global*  
 Vânia Duarte

## El desafío de la transición energética

El Acuerdo de París de 2015 fijó el objetivo de evitar que el aumento de la temperatura del planeta alcance los 2 grados con relación a los niveles preindustriales y de realizar esfuerzos para limitar dicho aumento a 1,5 grados. Este objetivo, ambicioso pero ineludible, requiere de un descenso muy importante a nivel global de las emisiones de gases de efecto invernadero, algo que solo será posible en el marco de una transición energética que reduzca la demanda de energía y evolucione hacia un *mix* de energías más limpias.

Se trata de un ámbito en el que la UE puede ejercer un claro liderazgo a nivel mundial. De hecho, ya lo hace y su grado de compromiso contrasta con la desgana, cuando no rechazo, del actual Gobierno de EE. UU. La UE tiene la suficiente masa crítica para tener un impacto sobre el conjunto del planeta y, también, para arrastrar a otros países.

Además, esta área ofrece un ámbito natural en el que la UE puede compartir esfuerzos en términos de recursos públicos y aprovechar para potenciar su capacidad fiscal. Una parte importante de dichos recursos debería servir para impulsar la investigación básica en tecnologías que pueden ser claves para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y que están más lejos de ser económicamente viables a gran escala, como la utilización del hidrógeno como fuente de energía o posibles formas de captura y almacenaje de dióxido de carbono. La UE también deberá avanzar en la integración de los mercados energéticos nacionales, más necesaria aún si aumenta la dependencia de energías renovables de generación intermitente, como la solar o la eólica, que requieren de redes de mayor escala, capaces de equilibrar la oferta y la demanda.

Desde el punto de vista de las empresas y los hogares, es imprescindible que exista un marco regulatorio para la transición energética claro y estable. Idealmente, las leyes que lo definen deberían contar con un amplio consenso político y social –una garantía de estabilidad–. Muchas empresas deberán realizar grandes inversiones para liderar o adaptarse a esta transición con horizontes de rentabilidad a largo plazo, decisiones que requieren certidumbre y seguridad jurídica. Los hogares, al decidir qué tipo de casa o vehículo adquirir, también deben saber a qué reglas atenerse. Se deben evitar situaciones como la actual, en diversos países europeos, en la que la incertidumbre sobre posibles futuras restricciones de circulación a los vehículos diésel ha contribuido a un parón de las ventas.

El sistema financiero también deberá jugar un papel central en el proceso de transición energética. La Comisión Europea ha estimado que deberán movilizarse inversiones por unos 200.000 millones de euros al año. El sistema financiero, en su papel de intermediario entre ahorro e inversión, será clave para orientar recursos hacia proyectos que contribuyan a adaptarse y a mitigar el cambio climático. Para ello, será necesario que integre criterios ambientales en sus decisiones financieras, uno de los pilares de las denominadas finanzas sostenibles. Ello no significa renunciar a rentabilidad: estudios recientes indican que las inversiones responsables pueden ofrecer un mejor binomio rentabilidad-riesgo.

Más allá de consideraciones económicas y financieras, la transición energética es un tema también de responsabilidad. De todos, particulares y empresas. Responsabilidad por hacer lo correcto. Y lo correcto es hacer cuanto esté en nuestras manos para dejar un planeta en condiciones para las generaciones futuras.

**Enric Fernández**  
Economista jefe  
31 de marzo de 2019

## Cronología

### MARZO 2019

- 7** El BCE anuncia una nueva ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO), que empezará en septiembre.
- 15** La agencia de calificación S&P mejora la nota crediticia de Portugal, de BBB- a BBB.
- 21** La UE prorroga el *brexit* hasta el 12 de abril de 2019.

### 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.

### FEBRERO 2019

- 28** EE. UU. suspende el incremento arancelario sobre las importaciones de productos procedentes de China que debía entrar en vigor el 1 de marzo.

### 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.

## Agenda

### ABRIL 2019

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 9** Portugal: comercio internacional (febrero).
- 10** Portugal: IPC (marzo).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 15** España: cuentas financieras (1T).
- 24** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
- 25** España: encuesta de población activa (1T).
- 26** Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (marzo).  
EE. UU.: PIB (1T).
- 29** Portugal: empleo y desempleo (marzo).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (abril).
- 30** España: avance del PIB (1T).  
España: avance del IPC (abril).  
España: ejecución presupuestaria del Estado (marzo).

### MAYO 2019

- 1** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 2** Eurozona: PIB (1T).
- 6** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 8** Portugal: empleo y desempleo (1T).
- 9** España: índice de producción industrial (marzo).
- 10** Portugal: comercio internacional (marzo).
- 13** Portugal: IPC (abril).
- 15** Portugal: avance del PIB (1T).
- 20** PIB de Japón (1T).
- 21** España: comercio exterior (marzo).
- 23** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 27** Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (abril).
- 28** España: ejecución presupuestaria del Estado (abril).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
- 30** España: avance del IPC (mayo).
- 31** España: balanza de pagos (marzo).  
Portugal: contabilidad nacional trimestral (1T).

## Desaceleración moderada pero con riesgos importantes

**Reevaluación del escenario macroeconómico.** La persistencia de factores temporales negativos en las economías avanzadas ha llevado a organismos internacionales de la talla del BCE o la OCDE a revisar a la baja sus previsiones económicas de forma significativa (ahora se sitúan bastante en línea con las de CaixaBank Research). Por ejemplo, el BCE ha bajado su previsión de crecimiento de la eurozona para 2019 entre diciembre y marzo del 1,7% al 1,1%. La OCDE, por su parte, ha rebajado su previsión de crecimiento global en 2019 del 3,5% al 3,3%. Asimismo, en la narrativa, se está haciendo un mayor énfasis en los riesgos bajistas que rodean a la economía global, como la incertidumbre geopolítica o las vulnerabilidades en economías emergentes. A ello se ha sumado la inversión de la curva de tipos de interés en EE. UU., que ha suscitado preocupación entre muchos analistas económicos dado que, tradicionalmente, ha anticipado el fin de la expansión económica y ha reintroducido en el imaginario colectivo la temida palabra «recesión». Sin embargo, hay que evitar análisis de trazos gruesos: los indicadores macroeconómicos en EE. UU. continúan apuntando a un ritmo de crecimiento notable en 2019. Además, a nivel global, aunque la desaceleración es una realidad tangible, está siendo relativamente moderada y algunos focos de riesgo, como las tensiones comerciales o los temores a una desaceleración brusca en China, han perdido algo de fuerza.

**Los bancos centrales continúan instalados en un *wait-and-see mode*.** El mensaje de la Fed y el BCE está siendo parecido: no modifican las políticas monetarias, enfatizan los riesgos bajistas sobre la economía global y reiteran que se mantendrán pacientes. Este mensaje supone un importante giro respecto al que daban hace pocos meses. La Fed, por ejemplo, en diciembre de 2018, aumentó el tipo de interés y anunció la intención de hacerlo en tres ocasiones más entre 2019 y 2020. El BCE tampoco le ha ido a la zaga y en su reunión de marzo anunció que mantendrá los tipos inalterados hasta finales de 2019, enterrando de manera definitiva la posibilidad alimentada anteriormente de realizar la primera subida tras el verano. También desveló que lanzará una nueva ronda de inyecciones de liquidez a partir de septiembre.

**La eurozona afronta una realidad compleja.** Los indicadores macroeconómicos están siendo modestos en el primer tramo del año, de manera que todo apunta a que el patrón de crecimiento mucho más moderado observado

en la segunda mitad de 2018 está teniendo cierta continuidad. La economía de la eurozona se está viendo lastrada por la desaceleración del comercio global y los problemas del sector del automóvil, y a todo ello se le podría sumar la salida abrupta del Reino Unido de la UE en los próximos meses. Este último factor continuará copando buena parte de la atención, ya que la fragilidad del Gobierno británico y la falta de consensos claros harán que la incertidumbre sobre el desenlace del *brexit* sea muy elevada hasta el final. Más allá de estos factores, la reflexión de fondo sobre la situación de la economía europea es si esta se está viendo frenada por un encadenamiento de factores temporales más persistentes de lo esperado o si se trata de una tendencia a la baja que ha venido para quedarse. Por ahora, todo apunta a la primera opción, ya que el recorrido cíclico de la economía sigue siendo relativamente amplio, pero la elevada sensibilidad que ha mostrado a los distintos *shocks* que se han producido nos obliga a ser muy cautos.

**España y Portugal continúan por la buena senda.** Nuestras economías se están asentando en niveles de crecimiento significativamente superiores a la eurozona y, de hecho, existen paralelismos muy claros en la evolución de las dos economías ibéricas: los indicadores de actividad del 1T sugieren que el ritmo de crecimiento se mantiene dinámico a pesar de una leve ralentización, el mercado laboral da muestras de resiliencia (en el caso de España, el crecimiento del empleo prácticamente no ha perdido comba respecto a 2015-2017 y está sorprendiendo positivamente) y las finanzas públicas están mostrando una clara mejoría: España ha reducido su déficit en 0,4 p. p. en 2018 y, al situarse en el 2,6% del PIB, ha abandonado el procedimiento de déficit excesivo, mientras que Portugal lo ha reducido en 2,5 p. p. hasta el 0,5% del PIB. A pesar de estos buenos datos, sería contraproducente dar rienda suelta a una excesiva euforia: la mejora de las finanzas públicas se ha basado principalmente en el ciclo económico, pero hay que hacer reformas para que este proceso tenga continuidad y, en otro orden de cosas, preocupa la erosión de la cuenta corriente en los dos países en un contexto caracterizado por un entorno macroeconómico global menos favorable.

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

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	2,75	2,75	2,50
Líbor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,92	2,92	2,70
Líbor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	3,07	3,03	2,85
Deuda pública 2 años	3,70	0,73	1,84	2,68	2,80	2,70	2,60
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	2,41	2,83	2,95	2,90	2,85
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	0,05	0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,50	1,00
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,30	0,20	0,80
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,28	0,23	0,83
Euríbor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,20	0,25	0,85
Euríbor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,10	0,40	1,00
Euríbor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	0,00	0,55	1,15
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,25	0,40	1,20
Deuda pública 10 años	4,30	1,98	0,35	0,25	0,55	1,25	1,95
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,16	0,77	1,49
Deuda pública 5 años	3,91	2,85	0,31	0,36	0,56	1,15	1,83
Deuda pública 10 años	4,42	3,82	1,46	1,42	1,55	2,05	2,65
Prima de riesgo	11	184	110	117	100	80	70
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	4,42	-0,05	-0,18	0,02	0,84	1,76
Deuda pública 5 años	3,96	5,03	0,46	0,47	0,61	1,38	2,22
Deuda pública 10 años	4,49	5,60	1,84	1,72	1,75	2,40	3,10
Prima de riesgo	19	362	149	147	120	115	115
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,19	1,23	1,25
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	128,96	130,38	132,01
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	108,37	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,86	0,85	0,84
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,72	0,69	0,67
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,32	85,63	64,09	57,67	66,00	63,00	63,00
Brent (euros/barril)	36,35	64,78	54,17	50,68	55,46	51,22	50,59

Previsiones

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

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,3	3,8	3,7	3,3	3,4	3,5
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,2	2,4	2,2	1,8	1,7	1,7
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,2	1,8	1,7
Eurozona	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,6
Alemania	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
Francia	2,0	0,6	2,3	1,5	1,6	1,6	1,5
Italia	1,5	-0,7	1,7	0,8	0,2	0,8	0,7
Portugal	1,5	-0,4	2,8	2,1	1,8	1,7	1,7
España	3,8	0,0	3,0	2,6	2,1	1,9	1,7
Japón	1,5	0,4	1,9	0,8	0,8	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,2	1,5	1,5
<b>Países emergentes</b>	6,6	5,1	4,7	4,7	4,4	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
India	9,7	6,9	6,6	7,3	6,9	6,2	6,0
Indonesia	5,5	5,7	5,1	5,2	4,9	4,8	5,9
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	2,1	2,0	2,2
México	2,4	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3	2,4
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rusia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,8	2,0	2,0
Turquía	5,4	4,8	7,3	2,9	-2,5	2,3	3,0
Polonia	4,0	3,2	4,8	5,1	3,5	2,9	2,4
Sudáfrica	4,4	1,8	1,5	0,7	1,6	1,8	2,0
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,8	3,2	3,7	3,6	3,4	3,3
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,5	1,7	2,0	1,5	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	1,9	1,9
Eurozona	2,1	1,4	1,5	1,8	1,4	1,6	1,8
Alemania	1,7	1,3	1,7	1,9	1,6	1,7	1,9
Francia	1,8	1,2	1,2	2,1	1,5	1,6	1,8
Italia	1,9	1,5	1,3	1,2	1,0	1,3	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
España	3,2	1,3	2,0	1,7	1,5	1,6	1,9
Japón	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,7	1,2	1,2
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	2,0	2,0	2,1
<b>Países emergentes</b>	6,8	5,8	4,3	4,8	4,9	4,4	4,3
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
India	4,5	8,5	3,3	3,9	3,5	4,9	5,1
Indonesia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,6	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	4,1	4,1	4,1
México	5,2	3,9	6,0	4,9	4,1	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,9	3,0	3,0
Rusia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,9	4,0	4,0
Turquía	27,2	8,1	11,1	16,2	19,5	12,0	9,0
Polonia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,0	2,5	2,5
Sudáfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	3,8	5,3	5,3

Previsiones

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

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,6	-0,7	2,5	2,3	1,9	1,8	1,7
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,9	2,1	1,7	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	6,0	-3,4	4,8	5,3	3,4	2,9	2,5
Bienes de equipo	5,3	0,3	6,0	5,4	2,0	3,0	2,6
Construcción	6,2	-6,1	4,6	6,2	4,4	2,9	2,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-1,2	2,9	2,9	2,1	1,9	1,7
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,7	5,2	2,3	2,5	3,8	3,7
Importación de bienes y servicios	7,1	-1,0	5,6	3,5	2,6	4,1	3,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,4	-1,3	2,8	2,5	2,2	1,6	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,6	12,2	11,0
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	2,0	1,7	1,5	1,6	1,9
Costes laborales unitarios	3,3	0,2	0,2	1,0	2,2	2,3	2,4
Saldo op. corrientes (% PIB)	-6,0	-1,6	1,8	0,8	0,6	0,7	0,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,3	-1,2	2,1	1,2	0,8	0,9	1,0
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-7,0	-3,0	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	-0,2	2,3	2,5	2,0	1,8	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,6	0,2	0,8	0,8	0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-3,5	9,2	4,4	4,0	4,0	3,8
Bienes de equipo	1,3	0,0	13,7	6,0	5,9	5,9	5,9
Construcción	-1,6	-6,3	8,3	3,1	2,5	2,5	2,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,4	-1,0	3,1	2,8	2,4	1,9	1,8
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,5	7,8	3,7	3,8	4,0	4,6
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	8,1	4,9	4,9	4,1	4,5
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-1,1	3,3	2,3	0,8	0,5	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	6,2	6,0
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,4	-4,2	0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,9	-2,9	1,4	0,4	0,3	0,5	0,5
Saldo público (% PIB)	-4,4	-6,3	-3,0	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3

Previsiones



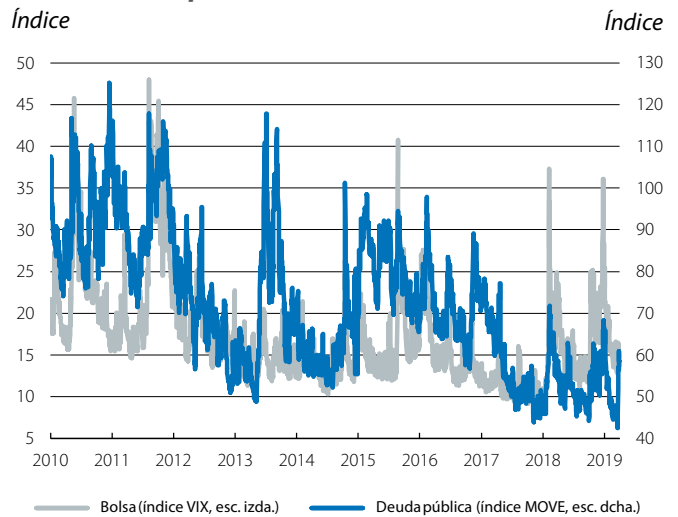
## Los mercados reevalúan el escenario macroeconómico

**Los inversores dudan sobre las perspectivas económicas globales.** Tras el optimismo inversor en los meses de enero y febrero, marzo estuvo marcado por un sentimiento de mayor aversión al riesgo, especialmente por la renovada preocupación por parte de los inversores a que la desaceleración de la economía mundial sea más acentuada de lo esperado. Esta preocupación, que a finales de 2018 había irrumpido en los mercados con fuertes correcciones bursátiles, volvió a escena de manera más atenuada con las reuniones de los principales bancos centrales, en las que la Fed, el BCE, el BoE y el BoJ coincidieron en no modificar sus políticas monetarias, destacar los riesgos bajistas sobre la economía global y reiterar la intención de mantenerse pacientes en los próximos meses. Así, los tipos de interés de las principales economías avanzadas descendieron significativamente, hasta el punto de que la curva soberana de EE. UU. se invirtió en su diferencial a 10 años y 3 meses. En cambio, las bolsas mantuvieron un tono relativamente positivo y, a pesar de sufrir pérdidas en algunas sesiones, consiguieron registrar ganancias en el conjunto del mes (aunque a un ritmo claramente inferior al de enero y febrero).

**La Fed mantiene los tipos y modera las perspectivas económicas de EE. UU.** Tras la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de marzo, el presidente de la Fed, Jerome Powell, reiteró que la economía estadounidense se encuentra en buena forma, con un mercado laboral robusto, una inflación alrededor del objetivo del 2% y un crecimiento del PIB algo por encima del potencial. No obstante, los miembros de la Fed revisaron sus proyecciones de crecimiento del PIB para 2019 y 2020 ligeramente a la baja (en 0,2 y 0,1 p. p., respectivamente, hasta el 2,1% y 1,9%) y resaltaron la presencia de riesgos bajistas sobre el escenario económico. Así, la Fed reiteró el discurso de paciencia adoptado desde inicios de año y mantuvo el tipo de referencia en el intervalo actual del 2,25%-2,50%, por votación unánime. En este sentido, en el nuevo cuadro de previsiones se refleja la expectativa de que los tipos se mantendrán estables en 2019 (mientras que las proyecciones de su reunión del pasado diciembre sugerían dos incrementos de tipos). Por último, la Fed también anunció la intención de terminar la reducción del tamaño de su balance el próximo septiembre (cuando se estima que se situará alrededor de los 3,5 billones de dólares) y, ya en mayo, empezará a aminorar el ritmo de reducción del balance.

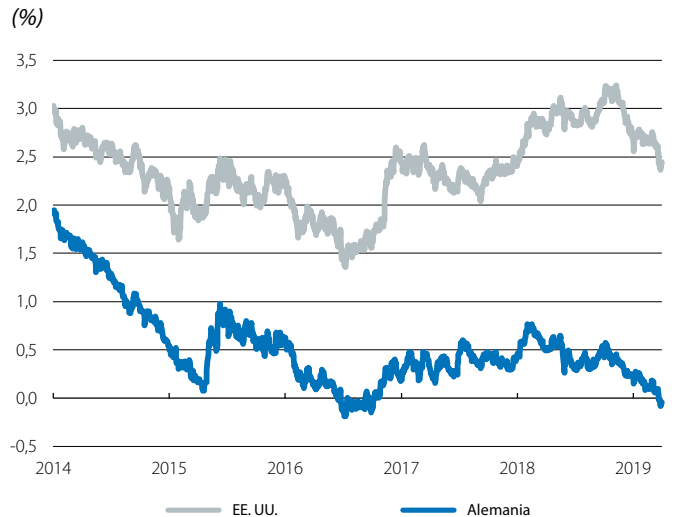
**El BCE rebaja las previsiones de la eurozona y anuncia nuevas TLTRO.** En su reunión de marzo, la institución presentó una actualización de su cuadro macroeconómico en la que revisó a la baja las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2019 (del 1,7% al 1,1%) por la persistencia de factores de debilidad e incertidumbre (como los relacionados con la desaceleración del comercio internacional, el *brexit* y el bache del sector automovilístico). No obstante, el BCE reiteró que estos lastres son transitorios y señaló que el escenario a medio plazo es positivo y las probabilidades de una recesión son bajas. En este contex-

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



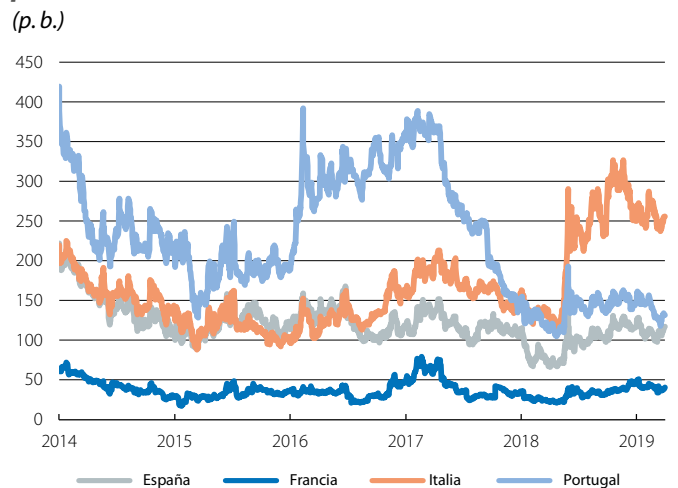
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

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



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

to, los miembros del BCE indicaron la intención de no mover los tipos de interés al menos hasta finales de 2019 (en anteriores reuniones la fecha indicada era hasta pasado el verano de 2019) y anunciaron el inicio de una nueva ronda de TLTRO (operaciones con las que se ofrece financiación a largo plazo al sector financiero) a partir de septiembre, con una emisión trimestral hasta marzo de 2021. Así, con estas medidas y la reinversión de los vencimientos de los activos en balance, el BCE reiteró la intención de mantener un entorno financiero acomodaticio para respaldar la recuperación de la inflación de la eurozona.

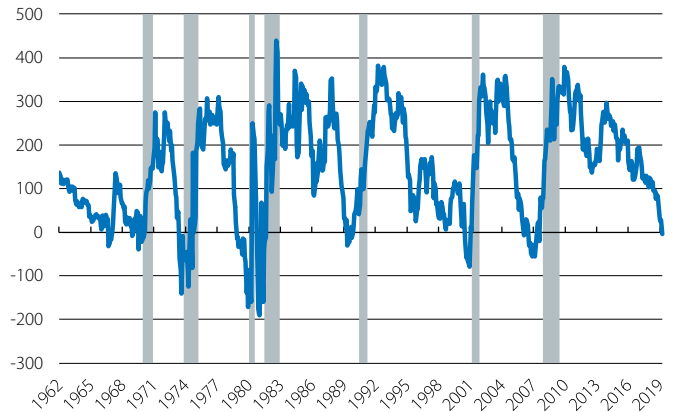
**Los tipos de interés soberanos se hundieron.** Con las reuniones de los principales bancos centrales en el trasfondo, los tipos de interés de la renta fija a nivel global, que se habían mostrado relativamente estables en lo que iba de año, descendieron con fuerza en marzo. Así, los tipos soberanos a largo plazo de EE. UU. y Alemania disminuyeron hasta niveles no vistos desde finales de 2017 y 2016, respectivamente. En el caso americano, además, destacó la inversión de la curva soberana, al situarse el tipo de interés a 10 años por debajo del tipo a 3 meses por primera vez desde 2007, algo que históricamente ha predicho la entrada en recesión de EE. UU. con alrededor de un año de antelación (véase la Nota Breve «Sobre la inversión de la curva de tipos: ¿preludio de recesión?» disponible en [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)). Además, en Alemania, la rentabilidad del *bund* entró en terreno negativo. Por su parte, las primas de riesgo de la periferia de la eurozona se mantuvieron en niveles cercanos a los de enero y febrero, favorecidas por los anuncios de las agencias de *rating* (S&P mejoró el *rating* de Portugal a BBB y mantuvo el de España en A-, mientras que Moody's mantuvo la calificación de Italia en Baa3).

**Las bolsas sufren vaivenes, pero se mantienen ligeramente al alza.** En las primeras semanas de marzo, las bolsas dieron continuidad a los avances de los últimos meses respaldadas en el tono positivo de las negociaciones comerciales entre China y EE. UU. y en la estabilización de las previsiones de beneficios empresariales (que venían reduciéndose desde hacía seis meses). Sin embargo, tras el repunte de volatilidad que sucedió a las reuniones de los bancos centrales, las cotizaciones retrocedieron (especialmente en el sector financiero) y se eliminaron buena parte de las ganancias. De todos modos, en el conjunto del mes, las principales bolsas estadounidenses y europeas consiguieron cerrar ligeramente en positivo.

**Las divisas emergentes vuelven a debilitarse y el petróleo escala posiciones.** Los temores a una desaceleración más acentuada de la economía mundial también penalizaron a las cotizaciones financieras de las economías emergentes, cuyas divisas habían exhibido un buen tono hasta el momento. Especialmente pronunciadas fueron las depreciaciones de las divisas en Argentina y Brasil, así como en Turquía, donde se produjo un repunte de inestabilidad financiera a las puertas de las elecciones locales. Por su parte, el precio del barril de petróleo Brent continuó con la dinámica ascendente y alcanzó los 68 dólares, favorecido por unos recortes de la producción de crudo con los que la OPEP y sus socios (más notablemente Rusia) están consiguiendo evitar un exceso de oferta en el mercado.

**EE. UU.: recesiones y pendiente de la curva de tipos de interés**

(p. b.)

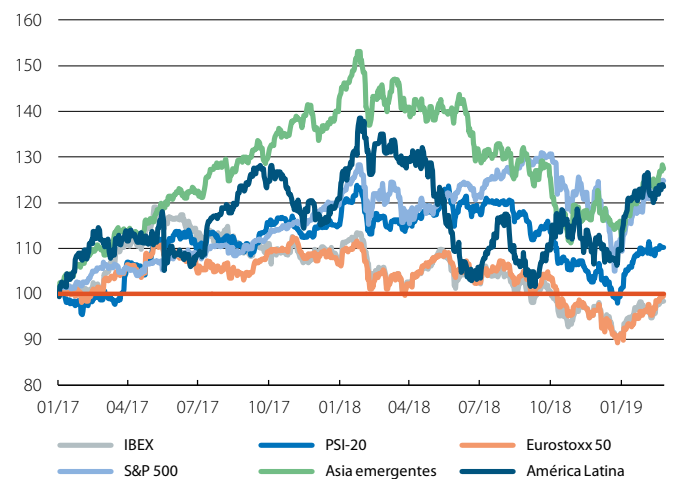


**Nota:** Las áreas sombreadas denotan los períodos de recesión. Mostramos la diferencia entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses.

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

**Principales bolsas internacionales**

Índice (100 = enero 2017)

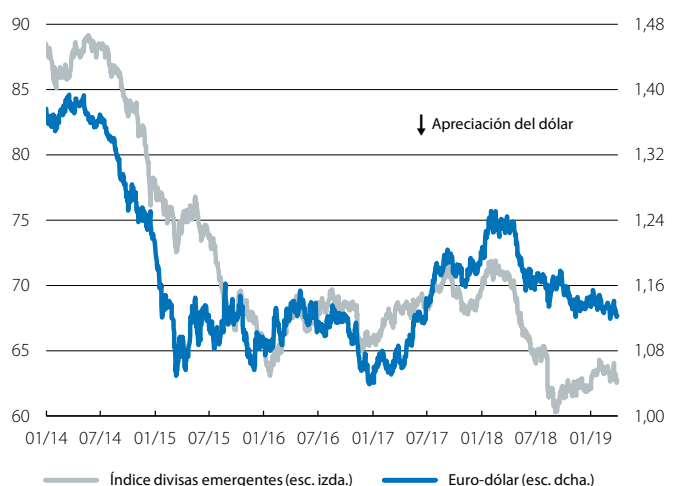


**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Divisas internacionales frente al dólar**

(Índice)

(Dólares por euro)



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

## El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?

EE. UU. alcanzará en 2019 la expansión económica más larga de su historia moderna si supera, el próximo julio, el récord de 40 trimestres que ostenta la expansión de 1991-2001. Ahora bien, es probable que en los próximos trimestres la actividad se desacelere por la propia madurez del ciclo económico y el desvanecimiento del estímulo fiscal implementado a finales de 2017. Así, la economía se puede encontrar en un contexto en el que, por la conjunción de un menor crecimiento de los ingresos de familias y empresas y los mayores tipos de interés impulsados por la Fed, pueden quedar al descubierto vulnerabilidades financieras acumuladas en los últimos años. Entre ellas destaca el endeudamiento de familias y empresas, cuyo estado analizamos a continuación.

La deuda y el crédito exhiben dinámicas cíclicas análogas a las del ciclo económico, con fases de expansión y de recesión. En las primeras se produce un aumento del volumen de crédito y una mejora de las condiciones a las que familias y empresas pueden endeudarse (por ejemplo, con tipos de interés favorables o menores exigencias de colateral). Las segundas se caracterizan por un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, un incremento de la tasa de morosidad y una contracción del volumen de deuda. Más adelante, a medida que empresas y familias sanean sus cuentas y consiguen mejorar su perfil de riesgo, el crédito vuelve a fluir y el ciclo entra de nuevo en la fase expansiva.

¿Dónde se encuentra el ciclo del crédito de EE. UU.? El sector privado no financiero (es decir, las familias y las empresas no financieras) ha reducido su endeudamiento desde el 170% del PIB alcanzado en 2008 hasta situarlo por debajo del 150% en 2018. Sin embargo, debemos ir más allá de estas cifras, distinguir entre el endeudamiento de los hogares y el corporativo, dado que a menudo siguen diferentes tendencias,<sup>1</sup> y analizar su evolución comparándola con otras fases expansivas.<sup>2</sup>

Por el lado de los hogares, en la actual fase expansiva, la deuda hipotecaria y la destinada al consumo siguen caminos distintos. Mientras que, por un lado, la carga de la deuda hipotecaria sobre la renta disponible de las familias se ha reducido más de un 40% desde el máximo registrado en 2007, la carga de la deuda destinada a fines de consumo ha aumentado sostenidamente desde 2012 y a un ritmo promedio anual del 0,6% (véase el segundo gráfico). Aun así, dado que la deuda hipotecaria tiene un gran peso en el total del endeudamiento familiar, en su conjunto la carga de la deuda de los hogares se encuentra por debajo del 10% (frente a un máximo del 13,2% en 2007) y en mínimos históricos desde que se disponen datos (1980). El descenso de la carga de la deuda no solo refleja una disminución del endeudamiento, sino que también se ha visto facilitado por los bajos tipos de interés que han prevalecido en los últimos años (gran parte de la deuda se ha contratado a tipo fijo y ha ido venciendo deuda antigua contratada a tipos superiores). Por último, también cabe desta-

1. Por ejemplo, en la actualidad, la brecha de crédito como porcentaje del PIB (el llamado *credit-to-gdp gap*) es negativa para las familias y positiva para el sector corporativo no financiero.  
 2. Analizamos las expansiones económicas según la clasificación del NBER (1983-1990, 1991-2001, 2002-2007 y 2009-actual).

### EE. UU.: deuda privada

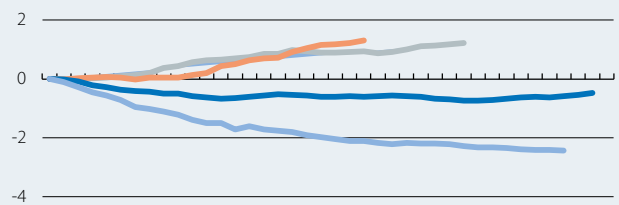
Indicador	Actual	Máximo de la crisis financiera	Promedio del ciclo actual
Deuda privada no financiera (% del PIB)	147,6	171,1	152,3
Deuda de los hogares (% del PIB)	75,0	98,6	83,0
Hipotecaria (% del PIB)	49,7	73,5	57,8
Tasa de morosidad de los hogares (%)	2,5	6,6	4,1
Deuda corporativa no financiera (% del PIB)	72,6	72,5	69,3
Prima de riesgo de la deuda corporativa (p. b.) *	274	1.165	369

**Nota:** \* Diferencial entre los tipos de interés de bonos corporativos con rating BBB o superior y bonos con rating BB o inferior.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

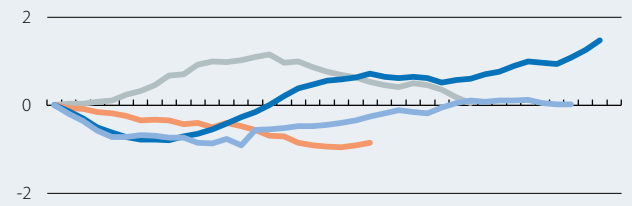
### El ciclo del crédito: hogares \*

Variación acumulada en p. p. respecto al inicio del ciclo

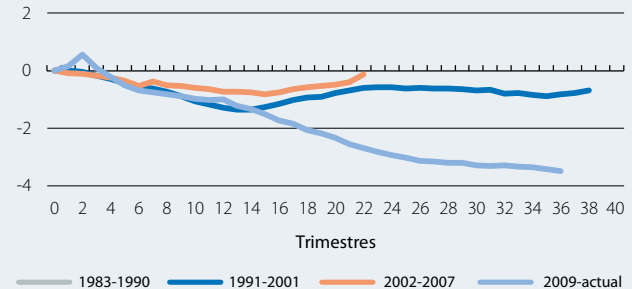
#### Pagos de deuda hipotecaria (% de la renta disponible)



#### Pagos de créditos al consumo (% de la renta disponible)



#### Ratio de morosidad de los hogares



**Nota:** \* Todas las series están normalizadas a 0 en el inicio de la fase expansiva determinada según el NBER. La ratio de morosidad de los hogares incluye tanto préstamos al consumo como préstamos hipotecarios, ponderados por el peso relativo de cada uno de ellos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

car la pronunciada disminución del uso de líneas de crédito hipotecario (préstamos al consumo en los que la vivienda se usa como colateral). De este modo, en su conjunto, la deuda de los hogares supone una fuente de riesgo claramente más moderada que en la anterior fase expansiva y, de cara a los próximos trimestres, la robustez que muestra el mercado laboral debería permitir que la tasa de morosidad permanezca en niveles bajos.

Por el lado de la deuda corporativa no financiera, la situación es menos apacible. Situada en el 73% del PIB, la deuda de las empresas se encuentra actualmente alrededor de sus máximos históricos aunque, como se observa en el último gráfico, el incremento acumulado en la actual fase del ciclo se ha producido más lentamente que en las fases expansivas anteriores. Sin embargo, en vista de estos niveles, indicadores como la facilidad de acceso al crédito nos pueden ayudar a clarificar si el incremento de esta deuda puede señalar el inicio de una fase más tardía del ciclo del crédito.

Como refleja el segundo panel del tercer gráfico, las expansiones empiezan con una mejora de la facilidad de acceso al crédito<sup>3</sup> (por ejemplo, porque las buenas perspectivas económicas mejoran el perfil de crédito de los prestatarios). En cambio, en los últimos compases de la expansión, el deterioro de las perspectivas de crecimiento y una menor tolerancia al riesgo tienden a endurecer las condiciones de acceso al crédito. En este sentido, los últimos datos muestran que en el 4T 2018 se produjo un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Por un lado, este podría ser un repunte puntual (es el primer endurecimiento en casi tres años) fruto de las turbulencias financieras de los últimos compases del año. No obstante, algunos analistas sugieren que ello es ya una muestra de una mayor cautela a la hora de ofrecer préstamos al sector corporativo debido a una anticipación del posible deterioro del perfil crediticio de los prestatarios y del valor de las garantías.<sup>4</sup>

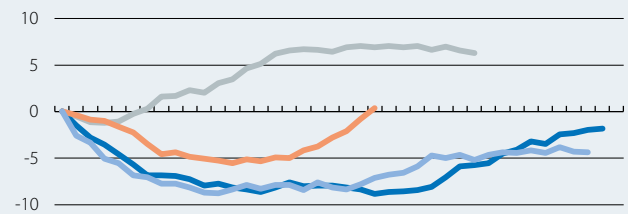
En esta línea, el tercer panel del tercer gráfico muestra que, en el 4T 2018, se produjo un ligero incremento de la prima de riesgo de la deuda de las empresas con peor perfil crediticio,<sup>5</sup> aunque esta todavía se mantiene en niveles históricamente bajos. De hecho, el mismo gráfico indica que, en las dos últimas expansiones, este diferencial ha tendido a comprimirse a medida que avanzaba el ciclo económico: es decir, la madurez de la expansión ha venido acompañada de una reducción del coste de financiación de las compañías con baja nota crediticia. Sin embargo, ello puede comportar un deterioro de la calidad de la deuda total existente en el mercado, dado que las empresas con un perfil de crédito más arriesgado pueden financiarse a un coste relativamente menor. En este sentido, tanto el FMI como la Fed han alertado sobre el aumento de la concesión de crédito a empresas que ya están muy endeudadas y destacan el hecho de que, en EE. UU., el porcentaje de nuevas emisiones de deuda que representan las empresas con un apalancamiento alto ha pasado de suponer algo más de un 20% en 2010 a más del

3. Según los datos de la Senior Loan Officer Opinion Survey, una encuesta en la que las entidades financieras indican si están endureciendo o relajando las condiciones de acceso al crédito respecto al trimestre anterior.  
 4. Capital Economics (2019), «Tighter lending standards point to further slowdown».  
 5. Concretamente, el diferencial entre los bonos emitidos por empresas con un rating igual o superior a BBB y las empresas con un rating BB o inferior.

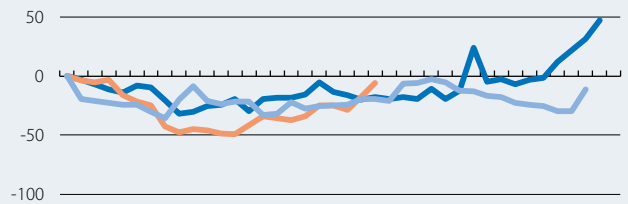
**El ciclo del crédito: empresas no financieras \***

Variación acumulada en p. p. respecto al inicio del ciclo

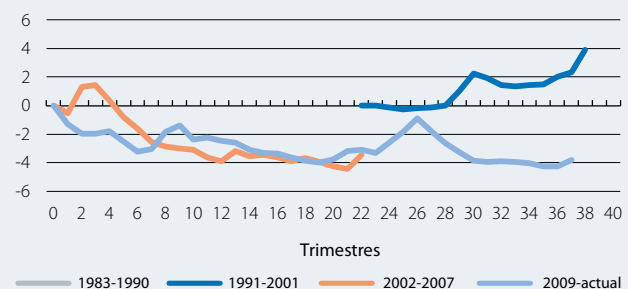
**Componente cíclico de la deuda corporativa no financiera (% del PIB)**



**Facilidad de acceso al crédito**



**Diferencial de tipos entre empresas con rating alto y bajo**



**Nota:** \* Todas las series están normalizadas a 0 en el inicio de la fase expansiva determinada según el NBER. En el primer panel, el componente cíclico se estima a través del filtro Hodrick-Prescott. En el segundo panel, se muestra el porcentaje de entidades financieras que endurecen el acceso al crédito, según las respuestas a la encuesta de la Reserva Federal. Valores más altos corresponden a un endurecimiento del acceso al crédito, mientras que valores más bajos indican mayor facilidad de crédito. En el tercer panel, mostramos el diferencial entre el coste de financiación de las empresas con un rating igual o superior a BBB y las empresas con un rating BB o inferior. Los datos para este indicador solamente están disponibles desde 1998.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

60% en el 3T 2018.<sup>6</sup> La preocupación estriba en que, ante un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito (por ejemplo, por un deterioro de las perspectivas macroeconómicas), estas empresas podrían encontrarse con dificultades para afrontar los pagos de intereses y del principal, pudiendo amplificar los efectos de la desaceleración económica.

En suma, el ciclo del crédito se encuentra en un punto en el que coexisten señales que indican que la fase expansiva todavía tiene recorrido con algunos otros que apuntan a focos de vulnerabilidad. En concreto, el incremento del endeudamiento de empresas que ya están altamente endeudadas supone un riesgo que puede activarse tanto en el caso de una desaceleración de la actividad más abrupta de lo esperado como ante señales de sobrecalentamiento que fueren a la Fed a incrementar los tipos de interés.

Ricard Murillo Gili

6. Se consideran empresas con alto nivel de endeudamiento aquellas con un ratio EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones) superior a 5. Para más detalles, véase Brainard, L. (2018). «Assessing Financial Stability over the Cycle». Federal Reserve Board.

**Tipos de interés (%)**

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,31	-0,31	0	-0,2	1,7
Euríbor 12 meses	-0,11	-0,11	0	0,5	7,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,55	-0,53	-3	1,4	9,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,60	-0,52	-8	0,8	0,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,07	0,18	-25	-31,2	-56,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,10	1,17	-8	-31,9	-6,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,25	1,47	-22	-47,1	-35,8
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 meses	2,60	2,62	-2	-20,8	28,8
Líbor 12 meses	2,71	2,86	-15	-29,5	4,8
Deuda pública a 1 año	2,39	2,54	-15	-20,9	30,5
Deuda pública a 2 años	2,26	2,51	-25	-22,8	-0,6
Deuda pública a 10 años	2,41	2,72	-31	-27,9	-33,4

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	66	62	4	-22,7	6,1
Itraxx Financiero Sénior	79	74	6	-29,0	14,0
Itraxx Financiero Subordinado	161	150	11	-67,3	31,9

**Tipos de cambio**

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,122	1,137	-1,3	-2,2	-9,0
EUR/JPY (yenes por euro)	124,350	126,670	-1,8	-1,2	-5,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,857	0,4	-4,3	-2,1
USD/JPY (yenes por dólar)	110,860	111,390	-0,5	1,1	4,3

**Materias primas**

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	425,6	412,8	3,1	4,0	-2,6
Brent (\$/barril)	68,4	66,0	3,6	27,1	-2,7
Oro (\$/onza)	1.292,3	1.313,3	-1,6	0,8	-2,5

**Renta variable**

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.834,4	2.784,5	1,8	13,1	7,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.351,7	3.298,3	1,6	11,7	-0,3
Ibex 35 (España)	9.240,3	9.277,7	-0,4	8,2	-3,8
PSI 20 (Portugal)	5.206,6	5.185,4	0,4	10,0	-3,7
Nikkei 225 (Japón)	21.205,8	21.385,2	-0,8	6,0	-1,2
MSCI emergentes	1.058,1	1.051,0	0,7	9,6	-9,6

## El ritmo de crecimiento se suaviza y los focos de riesgo se mantienen

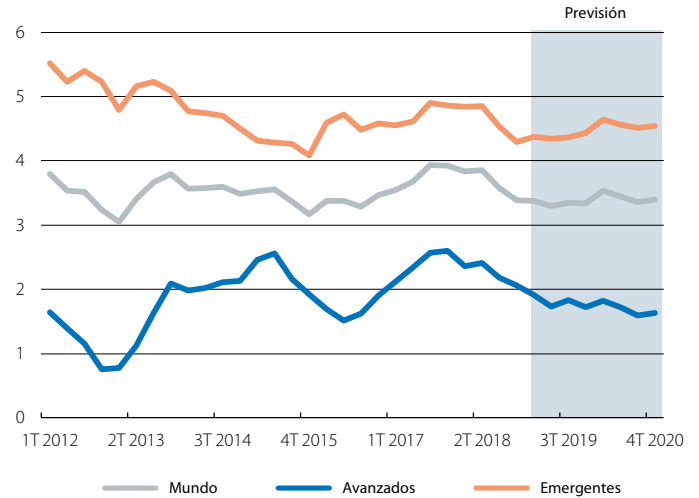
La economía mundial exhibe unas dinámicas más suaves en el primer tramo del año. En particular, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global repuntó levemente en febrero (de 52,1 puntos en enero a 52,6 puntos en febrero), pero continúa emplazándose en cotas inferiores a las de 2018 (promedio del 53,6). Los datos de actividad globales están reflejando el impacto de factores temporales adversos en las economías avanzadas (como, por ejemplo, el cierre de la Administración federal en conjunción con una meteorología adversa en EE. UU. y las dificultades del sector del automóvil en la eurozona) en el primer tramo de 2019. En conjunto, los indicadores afianzan el escenario macroeconómico de CaixaBank Research, que contempla una desaceleración suave del crecimiento mundial del 3,7% de 2018 al 3,3% de 2019, un ritmo de crecimiento que continúa siendo favorable. No obstante, en el escenario predominan los factores de riesgo bajistas, como la elevada incertidumbre geopolítica global y las dudas sobre el desempeño de China en 2019, aunque en el plano positivo, en los últimos meses, se han empezado a encauzar las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.

**Nuevos brotes verdes en el plano comercial.** A pesar de que las tensiones comerciales ya han comenzado a pasar factura, como refleja la caída de los volúmenes de comercio reales a finales de 2018, las negociaciones entre EE. UU. y China continúan brindando un tono constructivo y apuntan a una reducción de esta fuente de incertidumbre global en los próximos meses. Recientemente, China ha anunciado una nueva ley de inversión extranjera que incorpora algunas de las reivindicaciones estadounidenses en materia comercial (en particular, las relacionadas con la transferencia de tecnología y mayores facilidades para el acceso de las empresas extranjeras en el mercado chino). De este modo, han aumentado las expectativas de que las dos potencias alcancen un acuerdo comercial de mínimos a corto plazo con el que eviten nuevas escaladas proteccionistas y se incrementen los flujos comerciales de ciertos productos entre ambos países.

**Las espadas continúan en alto en el brexit y aumenta la incertidumbre.** La UE concedió una extensión del artículo 50 (el brexit estaba previsto para el 29 de marzo), de modo que el Parlamento británico tendrá hasta el 12 de abril (fecha límite fijada por Bruselas) para decidir qué pasos tomar. Así, se espera un elevado voltaje político en Westminster en las dos primeras semanas de abril, con tres alternativas: que el Reino Unido pida una extensión prolongada para reevaluar la estrategia a seguir (en este caso, participará en las elecciones europeas de mayo), que el Parlamento apruebe finalmente el acuerdo de salida negociado por Theresa May (algo que parece complicado si tenemos en cuenta que el Parlamento ya lo ha rechazado tres veces y que no parece que los laboristas y unionistas norirlandeses vayan a cambiar de opinión) o que el 12 de abril haya una

### PIB: crecimiento mundial

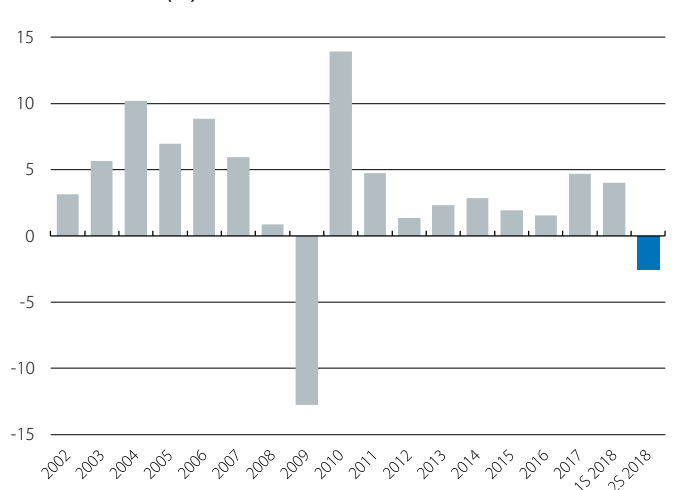
Variación anual (%)



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

### Comercio internacional de bienes

Variación anual (%)

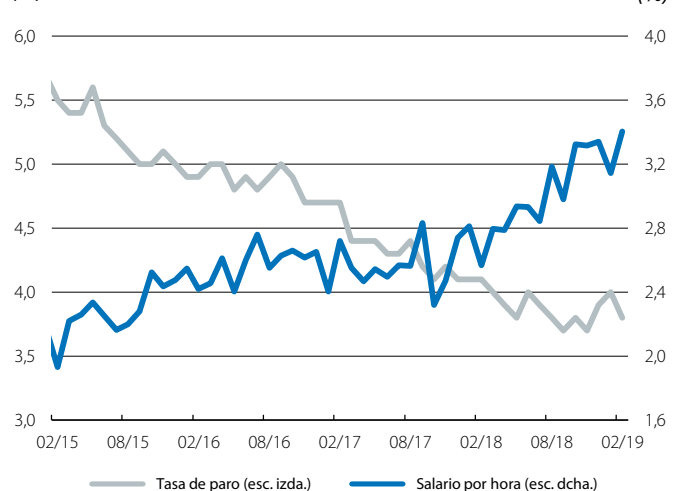


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CPB World Trade Monitor (Merchandise).

### EE. UU.: mercado laboral

(%)

(%)



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

salida abrupta. Así las cosas, la primera opción parece la más probable, aunque la fragilidad del Gobierno y la falta de consenso no permiten descartar una salida desordenada el 12 de abril.

### ESTADOS UNIDOS

**La economía estadounidense está entrando en una fase de desaceleración.** La actividad de EE. UU. moderará su ritmo de avance en 2019, puesto que el impulso de las medidas fiscales iniciadas a finales de 2017 y principios de 2018 se irá disipando en los próximos trimestres. No obstante, se espera que esta ralentización sea moderada y que la economía siga creciendo algo por encima del 2% en el conjunto de 2019. Entre los riesgos sobre el crecimiento en 2019 destacan los de naturaleza fiscal: es plausible que se produzcan nuevos cierres administrativos, existe el riesgo de que se tengan que aplicar recortes de gasto notables si demócratas y republicanos no alcanzan acuerdos sobre los nuevos límites de gasto, y cada vez parece más improbable que la actual Administración recabe suficiente apoyo para una mayor inversión en infraestructuras (para un análisis exhaustivo véase el Focus «¿Qué será de la política fiscal estadounidense? *Whatever will be, will be*», en este mismo *Informe Mensual*). Más allá del total del año, es relevante mencionar que, previsiblemente, en el primer trimestre tres factores empañarán los datos de crecimiento del PIB. Por un lado, por dos factores temporales, como son el cierre parcial de la Administración federal del país en enero y el frío extremo que azotó el norte del país y que dejó paralizadas muchas grandes ciudades. Por el otro, por los tradicionales problemas de desestacionalización en la serie del PIB en el 1T, que tienden a lastrar las cifras del primer trimestre de cada año.

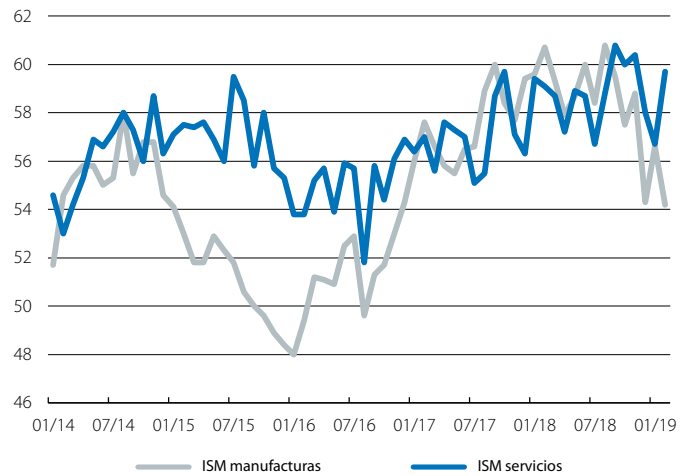
**Los indicadores de actividad económica siguen en cotas notables, pero cuidado con los riesgos fiscales.** En particular, los índices de sentimiento empresarial ISM se mantuvieron sólidos en febrero (54,2 puntos para el sector manufacturero y 59,7 para el no manufacturero, ambos muy cómodamente por encima de los 50 puntos que delimitan la zona expansiva de la recesiva), mientras que otros indicadores de actividad como las ventas minoristas rebotaron considerablemente (+2,3% interanual en enero). Por su parte, los datos del mercado laboral fueron más moderados en febrero, pero ello se explica por elementos temporales y cabe contextualizarlos junto a un mes de enero que fue excepcionalmente bueno.

### EUROZONA

**Moderación de la economía europea en 2019.** Los indicadores de actividad y sentimiento del primer tramo de 2019 en la eurozona muestran leves mejoras respecto al último tramo de 2018, y son acordes con unas dinámicas de crecimiento favorable pero moderado. En marzo, se ha acentuado la divergencia entre sectores: el PMI de servicios continuó pujante (52,7 puntos) gracias a la robustez de la demanda interna, mientras que el PMI de manufacturas bajó a niveles no vistos desde 2012 (47,6 puntos) debido a las disrupciones del sector del automóvil y la mayor debilidad de la demanda global. Así, se espera que la economía europea crezca de forma modesta en la prime-

### EE. UU.: indicadores de actividad ISM

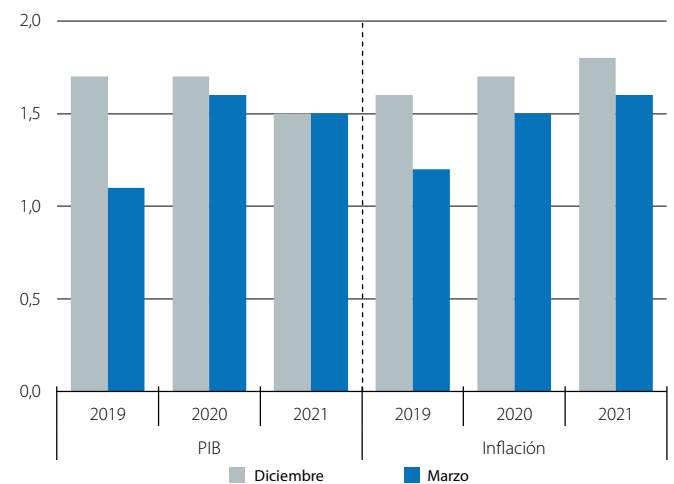
Índice



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

### Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

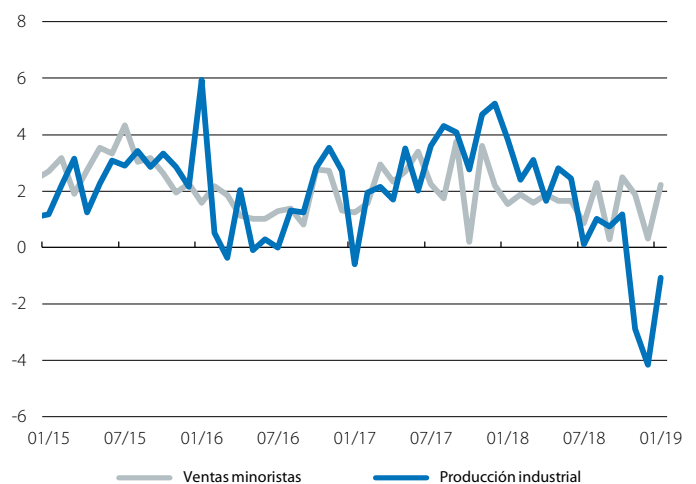
Variación anual (%)



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

### Eurozona: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

ra mitad del año (en torno al 1,0% interanual) para acelerar ligeramente en la segunda mitad del año (siempre que se vayan atenuando los lastres temporales, mejore el sentimiento de la mano de una reducción de las tensiones comerciales y el sector de la automoción avance hacia la plena adaptación a las nuevas normativas). Importantes organismos internacionales como la OCDE o el BCE han bajado sus previsiones en 2019 hacia cotas cercanas al 1,0%, pero coinciden con CaixaBank Research en que, pasado el bache de la primera mitad de 2019, la economía mostrará algo más de dinamismo.

**La locomotora alemana no tira como antaño.** Los problemas del sector de la automoción para adaptarse a las nuevas normativas de emisiones se suman a la atonía de la demanda global de coches (en EE. UU. y la eurozona por el menor empuje cíclico, y en China porque los consumidores han decidido esperar por si el Gobierno les ofrece incentivos fiscales) y están afectando a las exportaciones y la producción industrial teutonas en el 1T 2019. Por ello, hemos rebajado las previsiones de Alemania en 2019 en 0,3 p. p. (hasta el 1,0%) y las de 2020 en 0,1 p. p. (1,6%), lo que a su vez implica una revisión técnica de la eurozona de -1 décima, hasta el 1,3% en 2019.

**RESTO DEL MUNDO**

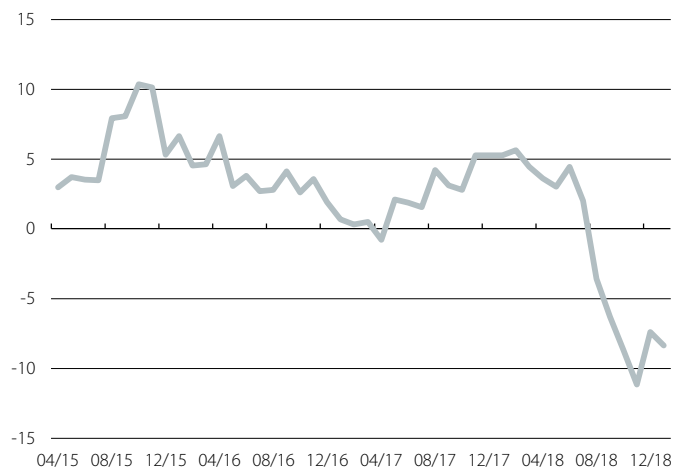
**Japón: sorpresa agradable.** En términos intertrimestrales, la segunda estimación del 4T 2018 arrojó un crecimiento del PIB del 0,5% (primera estimación: 0,3%), tras la caída del 0,7% el trimestre anterior, que estuvo afectado por disrupciones temporales como las inundaciones y una ola de calor extremo. De este modo, en el cómputo total de 2018, el avance del PIB fue del 0,8% (frente al 0,7% previamente estimado).

**En China, el Gobierno mueve ficha y da un mensaje tranquilizador.** El Gobierno chino ha aprobado rebajas fiscales, que ayudarán al sector privado, y medidas para incentivar el gasto municipal en infraestructuras, en un estímulo fiscal que se estima en torno al 1,0% del PIB. Aunque la magnitud es muy contenida en comparación con las medidas de apoyo fiscal aprobadas en anteriores episodios como las turbulencias de 2015-2016 o la crisis global de 2008-2009 (ello se puede explicar tanto por un menor espacio fiscal como por el hecho de que la desaceleración actual sigue una tendencia menos brusca), los anuncios han tranquilizado a los mercados, dado que reflejan la inequívoca voluntad del Ejecutivo chino de intervenir para implementar medidas que eviten un aterrizaje brusco de la economía.

**La economía turca no levanta cabeza.** En 2018, el crecimiento del PIB turco fue del 2,9%, el menor desde la recesión de 2009, debido a la crisis económica que está asolando al país desde el verano pasado. Tras crecer solamente un 1,8% interanual en el 3T, en el 4T el PIB cayó un 3,0% interanual debido a la fuerte contracción de la demanda interna, marcada por caídas muy significativas del consumo y la inversión. Además, la dinámica negativa de crecimiento probablemente continuará en los próximos trimestres, así que todo apunta a que 2019 será un año difícil para la economía otomana.

**Eurozona: producción de motores de vehículos**

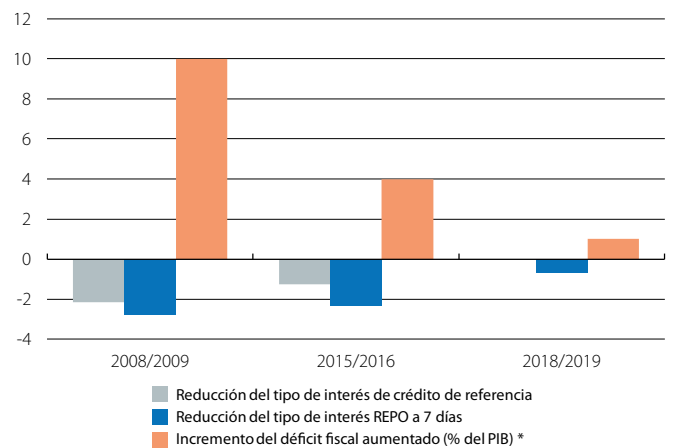
Variación interanual (media móvil de 4 meses)



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

**China: estímulos de la política económica**

(p. p.)

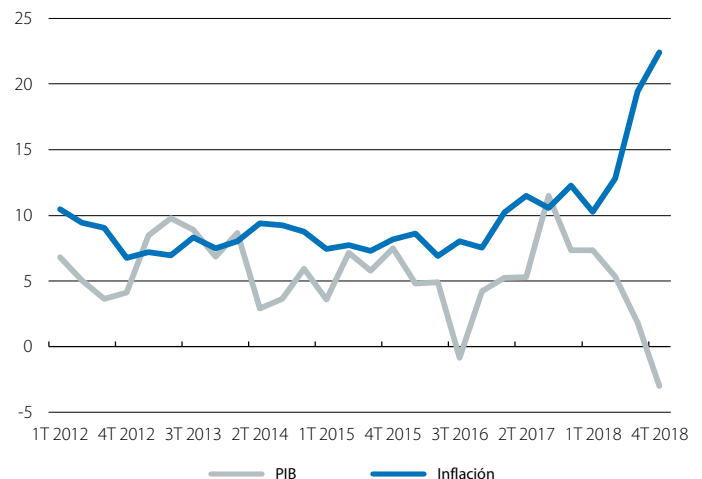


Nota: \* Déficit fiscal del Gobierno central y de las Administraciones locales, expresado en porcentaje del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Capital Economics y Thomson Reuters.

**Turquía: PIB e inflación**

Variación anual (%)



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



## ¿Qué será de la política fiscal estadounidense? Whatever will be, will be

Tras crecer un 2,9% en 2018, EE. UU. se encuentra con un mercado laboral prácticamente en pleno empleo, una disensión de las disputas comerciales que mantiene con China y una política monetaria en terreno neutral: la economía estadounidense atraviesa un momento dulce. Sin embargo, hay riesgos latentes que pueden afectar a la buena marcha de la actividad. En este artículo analizamos cómo uno de ellos, la política fiscal, puede condicionar el escenario en los próximos trimestres.

### Condicionantes de la política fiscal

Recordemos que, a finales de 2017, se aprobó una fuerte rebaja impositiva<sup>1</sup> y que, a principios de 2018, el presidente Trump dio luz verde a un aumento del gasto público equivalente al 0,7% del PIB, tanto para 2018 como para 2019. Sin duda, estas políticas ampliamente expansivas tienen un impacto significativo sobre el crecimiento económico a corto plazo (de 0,7 p. p. en 2018 y 0,2 p. p. en 2019, según nuestras estimaciones).<sup>2</sup> No obstante, su efecto se desvanecerá en los próximos trimestres y, en adelante, el papel de la política fiscal dependerá en mayor medida de tres nuevos elementos: (i) posibles cierres administrativos, (ii) recortes automáticos de gasto y (iii) el gasto en infraestructuras (véase el primer gráfico).

Tras empezar el año con el cierre más largo de la Administración federal en la historia americana (35 días), la necesidad de que el Congreso apruebe tanto el gasto federal como un nuevo techo de deuda puede desencadenar una nueva paralización de la Administración en 2019. Antes de la finalización del año fiscal, el 30 de septiembre, el Congreso debe aprobar (y el presidente ratificar) un nuevo presupuesto. Sin presupuesto, muchos servicios de la Administración corren el riesgo de paralizarse. La actual propuesta presupuestaria del presidente Trump, en la que hay una partida especial para la financiación del famoso «muro» con México, seguramente no generará suficiente consenso en un Congreso dividido (recordemos que la Cámara Baja está en manos demócratas, mientras que la Alta se encuentra en manos republicanas). En este caso, el Congreso deberá aprobar una extensión temporal de la financiación de la Administración federal, algo que en el pasado ha ocasionado numerosos cierres de organismos gubernamentales.

1. Elementos destacados de la reforma impositiva fueron la disminución del impuesto de sociedades (del 35% al 21%) o la rebaja del tipo marginal máximo sobre la renta de las personas físicas (del 39,6% al 37%).

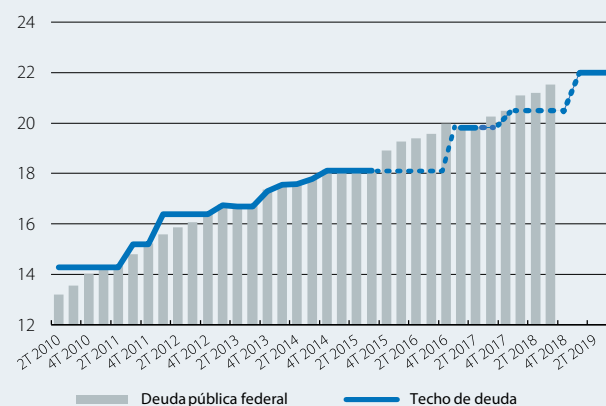
2. Según estimaciones de CaixaBank Research, en 2018, el impacto del impulso fiscal sobre el crecimiento económico fue de 0,73 p. p., donde 0,36 p. p. provenían de la reforma impositiva y 0,37 p. p. del incremento de gasto. En 2019, el impacto del impulso fiscal se estima en 0,24 p. p., principalmente procedente de la reforma impositiva.

### EE. UU.: fechas clave

2 de marzo de 2019	Se reinstaura el techo de deuda (que fue suspendido en febrero de 2018).
De agosto a octubre de 2019	Se estima que el Tesoro dejará de disponer de liquidez para continuar ejecutando el gasto público presupuestado.
1 de octubre de 2019	Riesgo de cierre de la Administración federal: al iniciarse un nuevo año fiscal, se deben aprobar diferentes partidas de gasto.
1 de enero de 2020	Se reinstaura la regla de gasto de 2017, lo que podría implicar una importante disminución del gasto público (~100.000 millones de dólares).

Fuente: CaixaBank Research.

### EE. UU.: deuda pública y techo de deuda (Billones de dólares)



Nota: La línea discontinua muestra periodos donde el techo de deuda ha estado suspendido.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Treasury.

En segundo lugar, tras la Primera Guerra Mundial, el Congreso americano estableció la figura del techo de deuda: una cantidad límite por encima de la cual el Tesoro del país no puede emitir nueva deuda para financiar al Gobierno. Si se llega a esa cifra sin que se incremente el techo o sin que se suspenda la obligatoriedad de cumplimiento, la Administración también se ve obligada a cerrar sus puertas. Tras poco más de un año suspendida, el 2 de marzo de 2019 entró de nuevo en vigor la regla del techo de deuda, con un límite de 22 billones de dólares (véase el segundo gráfico). Se estima que el límite podría alcanzarse entre agosto y octubre de este 2019. Así, pues, el riesgo a un nuevo cierre administrativo no es despreciable.

El segundo elemento que puede afectar negativamente (y sustancialmente) al crecimiento de la economía de EE. UU. en 2020 es el conocido como confiscación o *sequester*. Las leyes estadounidenses establecen una serie de restricciones al crecimiento del presupuesto público y de límites al gasto público. En numerosas ocasiones estos límites están suspendidos y no aplican (tal y como también ocu-

ría con el techo de deuda). De hecho, estos límites de gasto (*spending caps*) están suspendidos hasta el 31 de diciembre de 2019. Pero, si antes de esta fecha, el Congreso no aprueba nuevos límites o no los vuelve a suspender, el 1 de enero de 2020 entrarían en vigor recortes automáticos del gasto federal por valor de 126.000 millones de dólares (71.000 en defensa y 55.000 en otros gastos).<sup>3</sup> Aunque la información disponible apunta a que se acordarán nuevos límites menos restrictivos, algún tipo de recorte en el nivel de gasto es altamente probable, especialmente ante un déficit público estructural que en 2018 superó el 5% del PIB.

Por último, y en contraposición a los dos primeros elementos fiscales mencionados, la aprobación de un incremento sustancial del gasto en infraestructuras podría impulsar el crecimiento en 2020. En las elecciones presidenciales de 2016, uno de los pocos puntos en común del entonces candidato Trump y la demócrata Clinton era la necesidad de aumentar el gasto en infraestructuras. Y es que la evolución de la calidad de las infraestructuras de EE. UU. ha sido de las más desfavorables entre los países avanzados.<sup>4</sup> Sin embargo, en la actualidad, parecen existir pocas posibilidades de que el Congreso llegue a un acuerdo en infraestructuras. El plan presentado por la Administración Trump a principios de 2018, que prometía un gasto de 1,5 billones de dólares en infraestructuras en 10 años y de los que tan solo 200.000 millones se financiarían con gasto propiamente federal (el grueso de los fondos procedería de inversiones de asociaciones público-privadas, que en EE. UU. todavía son poco comunes), es más un deseo que una realidad, pues la propuesta no genera consenso entre demócratas y republicanos. Asimismo, en un entorno político claramente dividido y con las primarias del Partido Demócrata en verano, no parece probable que los demócratas quieran apoyar una de las promesas electorales de Trump antes de las presidenciales de 2020.

### Impacto económico

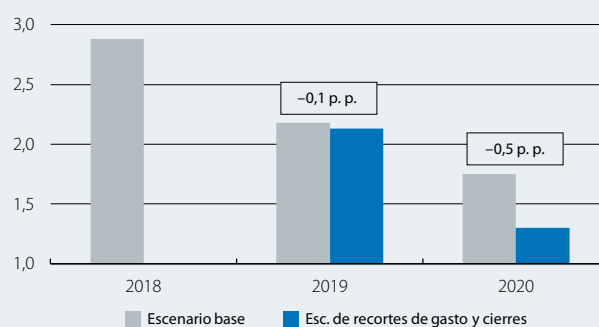
¿Cuál puede ser la relevancia económica de los elementos fiscales que acabamos de repasar? Para responder a esta pregunta, planteamos un escenario donde se producen la mayor parte de impactos negativos de carácter fiscal explicados. En concreto, suponemos que durante 2019 tendrá lugar un nuevo cierre administrativo con un impacto similar al ocurrido durante los últimos días de 2018 y los primeros de 2019; que se producirá el recorte automático de gasto por valor de 126.000 millones de dólares, y que demócratas y republicanos no acordarán ningún plan de infraestructuras de calado.

3. Recorte estimado por el Senate Committee on the Budget Bulletin (7 de junio de 2018). «Spending Caps and the New Fiscal Cliff». El valor total del recorte automático no se conoce con toda seguridad, pero todas las estimaciones lo sitúan alrededor de los 100.000 millones de dólares.

4. Véase el artículo «EE. UU.: invertir o no invertir, esa es la cuestión» en el Dossier del IM03/2017.

### EE. UU.: escenarios de crecimiento del PIB

Variación anual (%)



**Nota:** El escenario base solo contempla cierres de la Administración acotados en el tiempo y con un impacto económico muy contenido. El escenario de recortes de gasto y cierres contempla recortes automáticos de gasto público por valor de 126.000 millones de dólares en 2020 y un nuevo cierre de la Administración del calibre del vivido en el 1T 2019. En los recuadros del gráfico se señala la diferencia entre el escenario base y el escenario de recortes.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

Para el impacto económico del hipotético cierre administrativo a finales de 2019 utilizamos las estimaciones que la Congressional Budget Office realizó para el cierre vivido a principios de 2019, según las cuales este habría restado 0,4 p. p. al crecimiento del PIB intertrimestral anualizado en el 1T 2019.<sup>5</sup> Por su parte, para computar el impacto de los recortes automáticos del gasto, tomamos distintas estimaciones sobre los multiplicadores fiscales estadounidenses y los aplicamos a la disminución del gasto esperada, tanto en defensa como en otras partidas.<sup>6</sup>

Como muestra el tercer gráfico, bajo estos supuestos, mientras que el crecimiento económico durante 2019 resistiría bastante bien, el avance de 2020 se vería considerablemente afectado (5 décimas por debajo del escenario base, hasta el 1,3%). La mayor resistencia de 2019 se debe a que la mayor parte de choques fiscales se producirían a finales de 2019 y principios de 2020, pero también al hecho de que 2019 es un año todavía positivamente influenciado por las medidas fiscales de carácter expansivo aprobadas a finales de 2017 y principios de 2018.

Clàudia Canals

5. Véase Congressional Budget Office (enero de 2019). «The Effects of the Partial Shutdown Ending in January 2019». Los efectos negativos sobre el crecimiento se han debido, principalmente, a la disminución de la actividad económica realizada por parte de los trabajadores federales que fueron enviados a casa, y en menor medida por la disminución en el gasto de bienes y servicios por parte de las agencias federales y la menor demanda ante la suspensión de los salarios federales (que se ingresarán retroactivamente). Aunque el efecto negativo sobre el crecimiento del 1T 2019 se compensará por un rebote de la actividad en los próximos meses, una parte de la actividad económica no se recuperará.

6. Para el gasto en defensa asumimos un multiplicador de 0,4 (basado en Barro, R. J. y Redlick, C. J. (2011). «Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes». *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 51-102), mientras que para las otras partidas los multiplicadores los situamos entre el 0,7 y el 1,0 (Whalen, C. J. y Reichling, F. (2015). «The fiscal multiplier and economic policy analysis in the United States». *Contemporary Economic Policy*, 33(4), 735-746). En general, estas cifras corresponden al límite inferior de las estimaciones, puesto que, en una economía donde el *output gap* está en positivo desde 2017, el impacto de medidas fiscales debería situarse en esta parte baja de las estimaciones.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,2	4,4	5,2	5,4	3,5	3,7	...
Confianza del consumidor (valor)	99,8	120,5	127,1	127,2	132,6	133,6	121,7	131,4
Producción industrial	-2,0	2,3	3,4	3,4	5,0	3,9	3,9	3,6
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,3	57,4	59,7	58,7	59,7	56,9	56,6	54,2
Viviendas iniciadas (miles)	1.177	1.208	1.317	1.261	1.234	1.185	1.273	1.162
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	189	200	209	211	212	214	215	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	3,8
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,7	60,7
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	...
<b>Precios</b>								
Inflación general	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	1,5
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1

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 &amp; Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

## JAPÓN

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	0,6	1,9	1,2	1,4	0,1	0,3	-	...
Confianza del consumidor (valor)	41,7	43,8	44,4	43,7	43,4	42,9	41,9	41,5
Producción industrial	0,2	2,9	2,0	1,3	-0,1	0,7	0,3	-1,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	24,0	21,0	19,0	19,0	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,7	0,5	0,4	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,3
<b>Precios</b>								
Inflación general	-0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	0,2	0,2
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4

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

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

## CHINA

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	-	...
Ventas al por menor	10,4	10,3	9,9	9,0	9,0	8,3	8,2	8,2
Producción industrial	6,1	6,6	6,6	6,6	6,0	5,7	5,3	5,3
PMI manufacturas (oficial)	50,3	51,6	51,0	51,6	51,1	49,9	49,5	49,2
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>1</sup>	512	420	404	377	349	352	373	345
Exportaciones	-8,4	7,9	13,7	11,5	11,7	4,0	9,3	-20,7
Importaciones	-5,7	16,3	19,4	20,6	20,4	4,4	-1,5	-5,2
<b>Precios</b>								
Inflación general	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,2	1,7	1,5
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup>	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,4	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7

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.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	2,3	1,7	1,7	1,1	1,6	2,2	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	2,9	3,1	2,3	0,6	-2,0	-1,1	...	...
Confianza del consumidor	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-6,9	-7,9	-7,4	-7,2
Sentimiento económico	110,1	113,2	111,8	110,9	108,9	106,3	106,2	105,5
PMI manufacturas	57,4	58,3	55,5	54,3	51,7	50,5	49,3	47,6
PMI servicios	55,6	56,4	54,6	54,4	52,8	51,2	52,8	52,7
<b>Mercado de trabajo</b>								
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	-	...	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,8	...	...
Alemania (% pobl. activa)	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,4	9,2	9,0	9,0	8,9	8,8	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,3	10,9	10,7	10,3	10,6	10,5	...	...
España (% pobl. activa)	17,2	16,2	15,4	15,0	14,5	14,1	...	...

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
General	0,2	1,5	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,5
Subyacente	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

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

## Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Saldo corriente</b>	3,4	3,5	3,6	3,9	3,6	3,2	3,2	...
Alemania	8,4	8,0	7,9	8,1	7,5	7,3	7,2	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	...
Italia	2,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	...
España	2,3	1,8	1,8	1,6	1,3	0,9	0,9	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	96,5	99,6	98,5	99,2	98,5	97,8	97,4

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Financiación del sector privado</b>								
Crédito a sociedades no financieras	1,8	2,5	3,3	3,7	4,2	3,9	3,4	3,7
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	1,7	2,6	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos a la vista	10,0	10,1	9,2	8,0	7,3	7,1	6,4	6,9
Otros depósitos a corto plazo	-1,8	-2,7	-2,2	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	-0,2
Instrumentos negociables	2,4	1,4	-5,8	-3,2	-5,6	-3,3	-0,1	-0,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	...

Notas: 1. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

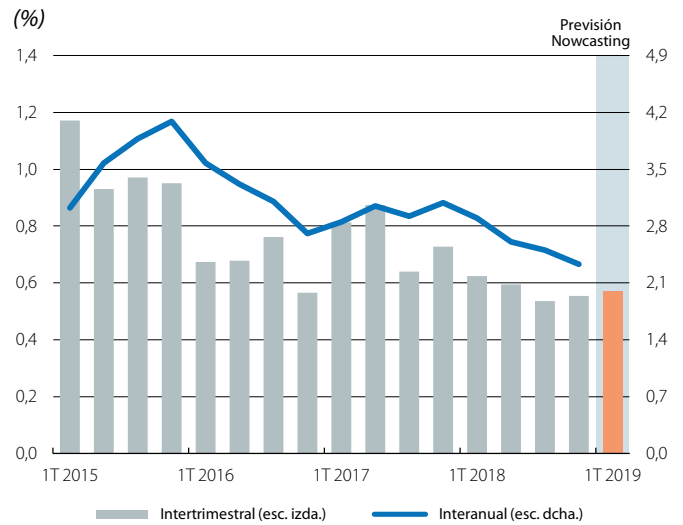
## La economía española asienta su aterrizaje suave

**La economía española empezó 2019 con buen tono.** Según la última estimación del INE, el crecimiento del PIB del 4T 2018 fue algo inferior al inicialmente estimado (del 0,6% intertrimestral, en lugar del 0,7% publicado en primera instancia). No obstante, el INE también revisó las estimaciones del crecimiento para la primera mitad de 2018, en este caso al alza, de modo que en el conjunto de 2018 finalmente se estima que el PIB creció un 2,6% (anteriormente un 2,5%). Además, los distintos indicadores relativos a los primeros meses de 2019 han mostrado un tono generalmente positivo. En particular, en febrero, el índice de sentimiento empresarial (PMI) del sector servicios se emplazó en los 54,5 puntos, claramente por encima de los 50 que delimitan la zona expansiva y en una cota que sugiere que el sector mantiene el dinamismo de los últimos meses. Aunque ello estuvo en claro contraste con el sector manufacturero, que, según refleja su índice PMI (49,9 puntos en febrero), sigue atravesando un momento difícil, la producción industrial rebotó en enero (+2,4% interanual) tras las caídas sufridas a finales de 2018. Asimismo, por el lado del consumo, las ventas minoristas crecieron un 1,2% en febrero (0,3 p. p. por encima del registro de enero y en cotas claramente superiores al promedio del 0,7% de 2018) y sugieren que el consumo privado mantuvo una buena evolución en el tramo inicial del año.

**El crecimiento del 1T 2019 podría acercarse al 0,6%** según nuestro modelo de previsión del PIB a corto plazo (Nowcasting). Como se acaba de comentar, el balance de los indicadores de actividad a lo largo del mes fue positivo y el buen comportamiento de los indicadores del mercado laboral y del sector servicios más que compensó la debilidad mostrada por los sectores manufacturero y exterior. Este contraste, tanto entre el sector servicios y el manufacturero como entre la demanda doméstica y el sector exterior, es una pauta similar a la observada en los últimos meses y refleja el lastre que acusa el sector del automóvil (ante la necesidad de adaptarse a la nueva normativa europea de emisiones de vehículos) y el deterioro de la demanda internacional (en un contexto de desaceleración del crecimiento mundial). En conjunto, pero, los indicadores respaldan la visión de que la economía mantendrá un ritmo de crecimiento sólido en los próximos trimestres, aunque menor que el de los últimos años debido a que se está adentrando en una fase más madura del ciclo.

**El mercado laboral se mantiene dinámico.** En febrero, la afiliación a la Seguridad Social aumentó un 2,86% interanual (+38.833 trabajadores, respecto al mes anterior, en términos desestacionalizados), un ritmo elevado y muy similar al de enero (2,94%), mientras que el paro registrado se redujo en 181.208 personas en términos interanuales (un 5,2%). Por sectores, destacó el aumento de la afiliación en los servicios, que avanzó un 2,8%, mientras que en la construcción y la industria la afiliación registró un crecimiento del 6,7% y del 1,7%, respectivamente. De este modo, los indicadores continúan señalando que el mer-

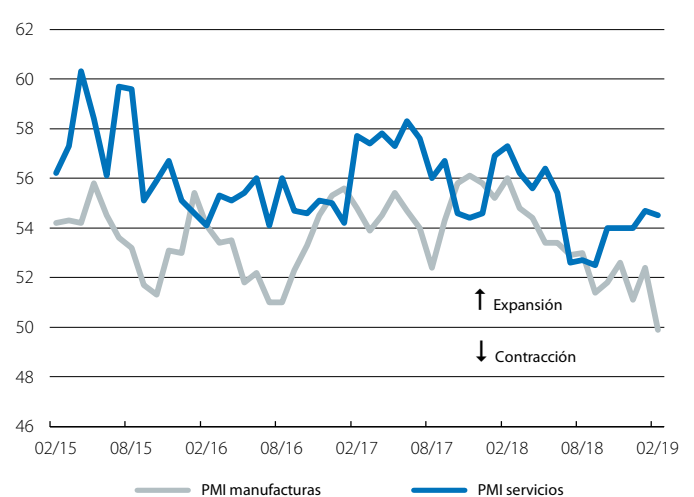
### España: crecimiento del PIB



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

### España: indicadores de actividad

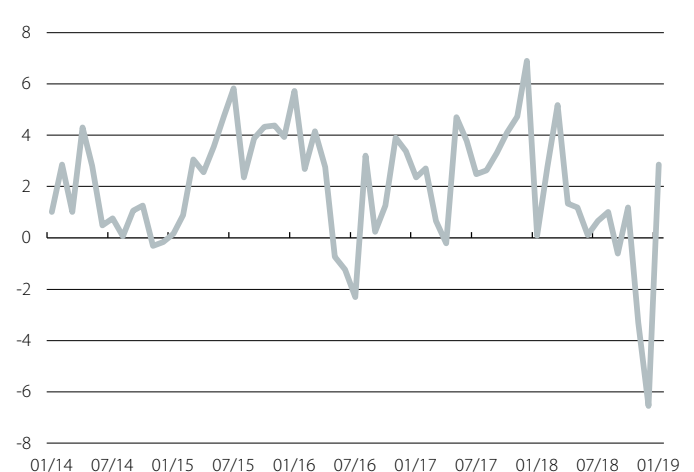
#### Nivel



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

### España: producción industrial

#### Variación interanual (%)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

cado laboral se muestra robusto y que la moderación en el crecimiento del empleo se está produciendo de manera muy gradual, con lo que seguirá apoyando el empuje de la demanda interna en los próximos meses y respaldando una desaceleración suave del crecimiento del conjunto de la economía.

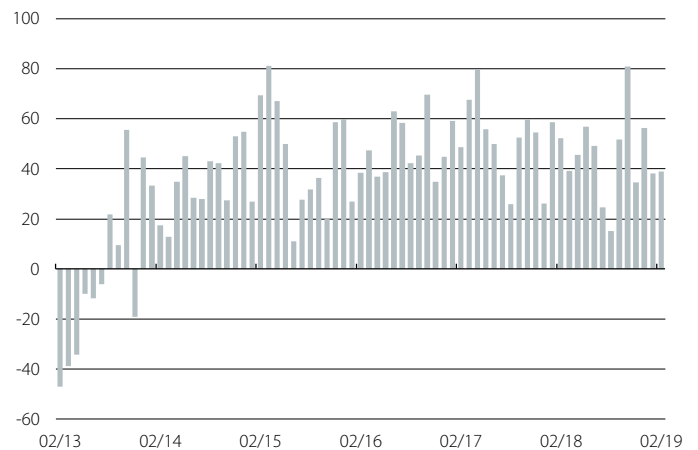
**El déficit público se situó en el 2,6% del PIB en 2018**, 1 décima por debajo de la meta del 2,7% marcada por el actual Gobierno y con una reducción de 0,4 p. p. con respecto al registro de 2017. Por administraciones, tanto las comunidades autónomas (-0,2%) como las corporaciones locales (+0,5%) lograron mantenerse en consonancia con los objetivos de estabilidad. Sin embargo, la Administración central y la Seguridad Social siguieron registrando un déficit presupuestario notable (-1,5% y -1,4% del PIB, respectivamente). Por último, cabe observar que ello permite la salida de España del procedimiento de déficit excesivo (al situarse el déficit por debajo del 3%).

**La posición inversora internacional neta (PIIN) mejoró en 2018, pero la cuenta corriente sigue empeorando.** En diciembre de 2018, la PIIN se situó en el -77,2% del PIB, lo que representa una mejora de 6,3 p. p. respecto al 2017 (cuando fue del -83,5%) que se debe, en buena parte, a los cambios de valoración de los instrumentos de la cartera de deuda (activos y pasivos, que reflejan las variaciones de su precio de mercado en moneda local y el efecto del tipo de cambio, entre otros). No obstante, en enero, el superávit del sector exterior mantuvo su tendencia a la baja y el saldo por cuenta corriente se emplazó en el +0,86% del PIB (ligeramente por debajo del 0,93% del pasado diciembre). Este registro, que supone un deterioro de 1 p. p. respecto al 1,82% de enero de 2018, se debe en 7 décimas al deterioro del saldo de bienes (del -2,2% en enero de 2018 al -2,8% en enero de 2019, con -0,4 p. p. debidos al empeoramiento del saldo de bienes no energéticos) y en 3 décimas al aumento del precio del petróleo. Por su parte, el menor superávit comercial en servicios (4,7% en enero de 2019) restó 3 décimas, de las cuales 1 se debe al turismo y 2 a los servicios no turísticos.

**El mercado inmobiliario se mantiene robusto.** El precio de la vivienda publicado por el INE, basado en precios de compraventa, creció un 6,6% interanual en el 4T 2018 (0,4% intertrimestral) y situó el avance para el conjunto del año 2018 en el 6,7%, el mayor ritmo de crecimiento anual desde que se inició la recuperación del mercado inmobiliario. Además, ello se produjo en un contexto de sólido crecimiento de la demanda. En línea con los datos del INE que se conocieron el mes pasado (crecimiento del 10,2% en 2018, con datos basados en el registro de la propiedad), los datos del Ministerio de Fomento (basados en escrituras notariales) señalan un crecimiento de la compraventa de viviendas del 9,3% en el conjunto del año 2018. En este sentido, cabe interpretar la moderación de las compraventas de vivienda en enero (-0,2% interanual, según datos del INE) como un bache en una serie que es inherentemente muy volátil. De este modo, se confirma la buena marcha del sector, que se prevé que mantenga un crecimiento considerable en los próximos trimestres, aunque a ritmos algo más moderados (de acuerdo con la evolución del conjunto de la economía).

**España: afiliados a la Seguridad Social \***

Variación mensual (miles de personas)



Nota: \* Serie desestacionalizada.

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

**España: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación por administraciones**

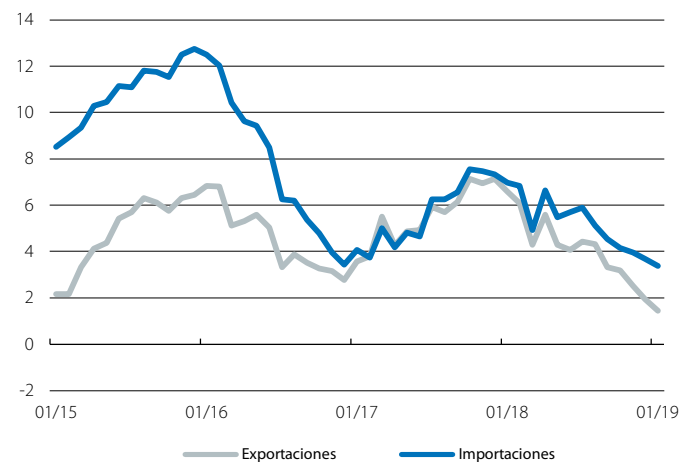
(% del PIB)

	2017	2018		2019
	Dato	Objetivo	Dato	Objetivo
Administración central	-1,8	-0,8	-1,5	-0,3
Comunidades autónomas	-0,4	-0,6	-0,2	-0,1
Corporaciones locales	0,6	0,1	0,5	0,0
Seguridad Social	-1,4	-1,3	-1,4	-0,9
<b>Total</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,3</b>

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública.

**Comercio exterior de bienes \***

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: \* Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir la energía.

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

## ¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?

La economía española lleva cuatro años consecutivos creciendo por encima de la media de la eurozona. Paralelamente, la tasa de ahorro ha disminuido hasta mínimos históricos (véase el primer gráfico).<sup>1</sup> Aunque a primera vista ello podría sugerir un escaso margen de maniobra de los hogares para acomodar sus decisiones de consumo en caso de que el contexto económico empeore, en este artículo veremos que aún es pronto para sacar esta conclusión. Es probable que la tasa de ahorro empiece a recuperarse ligeramente en los próximos trimestres y, además, la situación financiera de los hogares ha mejorado sustancialmente respecto a los años anteriores a la crisis.

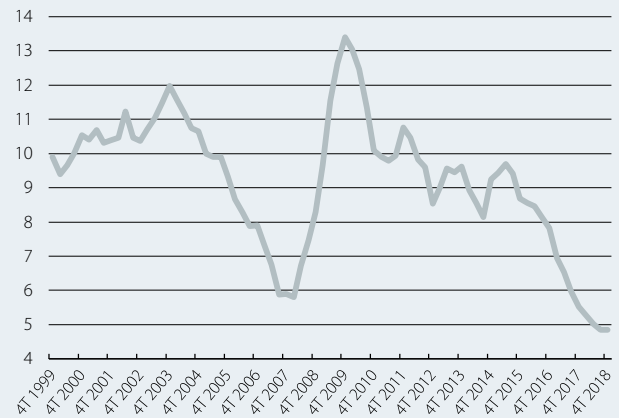
Para analizar la evolución de la tasa de ahorro debemos evaluar las perspectivas de sus dos determinantes: el consumo y la renta bruta disponible (RBD). Dada la estrecha relación entre ambas variables (el consumo se financia, en gran medida, mediante RBD), la pregunta principal es cuál será el diferencial de crecimiento entre ambas. Desde 2015, el consumo ha repuntado con fuerza y ha crecido por encima de la RBD, lo que provoca el deterioro de la tasa de ahorro. Sin embargo, nuestra previsión es que, en los próximos años, este patrón se revierta y el consumo crezca por debajo de la RBD. La razón es el desvanecimiento del efecto del «consumo embalsado»: el fuerte empuje del consumo en los últimos años se explica, en gran parte, por la materialización de planes de consumo que los consumidores habían pospuesto a lo largo de la crisis. Ahora que se han puesto al día, cabe esperar que las familias moderarán su patrón de consumo.

Para poner números a esta narrativa, en el segundo gráfico presentamos la proyección del crecimiento del consumo predicha por un modelo que tiene en cuenta factores como el crecimiento del empleo, de los salarios, de los tipos de interés y del precio de la vivienda.<sup>2</sup> Tal y como se puede ver, el modelo apunta a una moderación del consumo en 2019 y una reacceleración en 2020. La moderación del crecimiento proyectada para 2019 refleja una normalización tras su fuerte repunte entre 2015 y 2018, debido al ya mencionado efecto del «consumo embalsado», es decir, el modelo prevé un ajuste temporal del crecimiento del consumo para que este se sitúe en línea con sus factores determinantes. A su vez, el repunte proyectado a partir de 2020 refleja la finalización de este proceso de ajuste y el mayor crecimiento previsto de la RBD. En cualquier caso, el modelo prevé que el consumo crezca a ritmos sólidos en todo el horizonte considerado.

1. Definimos la tasa de ahorro como la diferencia entre la renta bruta disponible y el consumo (como fracción de la propia renta bruta disponible).  
 2. El modelo captura diferencias en la sensibilidad del consumo frente a variaciones en los factores comentados. Así, según el modelo, el consumo muestra una mayor sensibilidad a cambios en el crecimiento del empleo que en el crecimiento de los salarios, los precios de la vivienda o de los tipos de interés. Para más detalle, véase «El año que viene, ¿cuánto vamos a gastar?» en el IM11/2018.

### España: tasa de ahorro

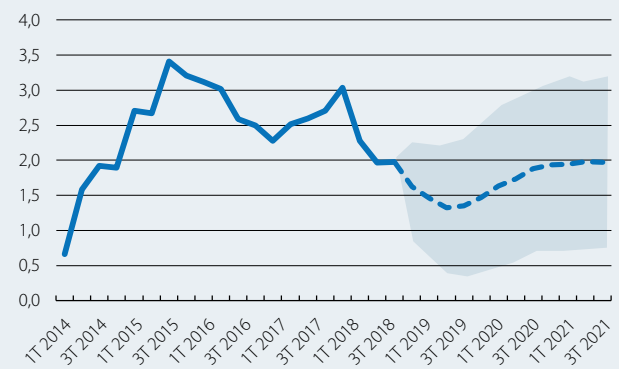
Porcentaje de la renta bruta disponible (%)



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

### España: previsión e intervalos de confianza del consumo privado \*

Variación interanual (%)

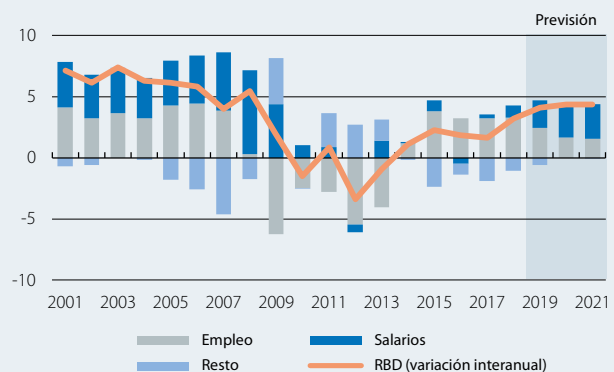


Nota: \* Intervalo de confianza al 90%.

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

### España: desglose de la renta bruta disponible

Contribución al crecimiento de la renta bruta disponible (p. p.)



Notas: La categoría «Resto» refleja factores como la renta de los autónomos o la evolución de los impuestos y transferencias (los mayores pagos por impuestos explican la contribución negativa de esta categoría).

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

**España: proyecciones de la tasa de ahorro**

Variación anual (%)

	2018	2019			2020			2021		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
Empleo	2,5	1,9	2,2	2,4	1,3	1,6	1,9	1,2	1,5	1,8
Salarios	1,4	1,3	2,0	2,5	1,5	2,7	3,0	1,8	2,8	3,0
<b>Previsión tasa de ahorro</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>

**Notas:** Las proyecciones de la tasa de ahorro se construyen según la evolución proyectada en cada escenario de la RBD y del consumo. Las proyecciones de la RBD se basan en supuestos del crecimiento del empleo y de los salarios (obviamos las rentas no salariales). Por la parte del consumo, tomamos el diferencial de crecimiento previsto por el modelo en los escenarios «Pesimista» y «Optimista» respecto al escenario central del modelo, y aplicamos estos diferenciales de crecimiento sobre el escenario central previsto por CaixaBank Research.

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

En cuanto a la RBD, nuestra previsión es que en los próximos años la renta de los hogares siga recuperándose y crezca en torno al 4% anual entre 2019 y 2021 (véase el tercer gráfico). Esta recuperación, que ya se ha empezado a vislumbrar en los datos disponibles de 2018, vendrá de la mano de la creación del empleo y de la recuperación del crecimiento de los salarios aunque, en la medida en la que la generación de empleo se modere, la contribución de los salarios al aumento de la RBD ganará más peso.<sup>3</sup>

**Escenarios de la tasa de ahorro**

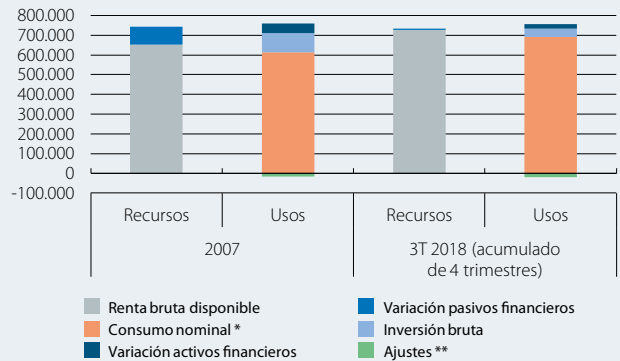
Armados con las perspectivas de crecimiento de los dos determinantes de la tasa de ahorro y con un modelo que nos predice el impacto de los ingresos de los hogares sobre su consumo, podemos analizar la evolución de la tasa de ahorro en tres escenarios: el escenario descrito anteriormente (central), otro que dibuja una evolución del empleo y de los salarios mejor que el anterior (optimista) y un tercero que considera un escenario más moderado (pesimista). Tal y como vemos en la tabla adjunta, cabe esperar que la tasa de ahorro se recupere gradualmente, aunque, si los ingresos crecieran muy por debajo de lo previsto, tal y como dibuja el escenario pesimista, el ahorro aún podría caer ligeramente antes de empezar a recuperarse.

**¿Qué riesgos entraña una baja tasa de ahorro?**

Para analizar esta pregunta, debemos evaluar la situación financiera de los hogares: sus fuentes de ingresos y el uso que hacen de ellas. Como mostramos en el último gráfico, los hogares presentan un balance financiero más saneado que antes de la crisis económica. Así, si en 2007 un 12% del total de los recursos de los hogares provenía de la adquisición de nueva deuda, en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 3T 2018 esta cifra se situó tan solo en el 1%. De hecho, los hogares llevan reduciendo su deuda de forma casi ininterrumpida desde 2011. Esta dinámica ha permitido que la deuda de los hogares como porcentaje de la

**España: recursos y usos en los hogares**

(Miles de euros)



**Notas:** \* Consumo nominal calculado como la diferencia entre la renta bruta disponible y el ahorro bruto. \*\* Ajuste entre las cuentas financieras y las no financieras, entre otros. Datos en términos nominales.

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

RBD se situara, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 98,1% en el 3T 2018, muy por debajo del máximo alcanzado en 2010, del 131,4%. Asimismo, por el lado de los usos, vemos que los hogares destinan la mayor parte de sus recursos a consumir, aunque también dedican una parte a acumular activos financieros y financiar planes de inversión (mayoritariamente inversión inmobiliaria). Cabe destacar, sin embargo, que la importancia de la inversión también ha caído de manera pronunciada, del 15% de la RBD en 2007 a cerca de un 6% en el 3T 2018 (acumulado de cuatro trimestres). En definitiva, mientras que en 2007 los hogares ahorraban poco para mantener un elevado consumo y se endeudaban para financiar la inversión inmobiliaria, en la actualidad este patrón se ha truncado y vemos cómo la baja tasa de ahorro no se está trasladando a un mayor endeudamiento.

Oriol Carreras

3. Los últimos datos de la encuesta trimestral del coste laboral publicada por el INE muestran que el coste laboral por hora efectiva creció en 2018 un 1,4%, frente al 0,0% registrado en 2017. Se confirma así la progresiva recuperación de los salarios que prevemos que continúe a lo largo de los próximos años.



**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	3,2	0,3	0,9	0,4	-2,9	...	2,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-4,0	-5,2	-2,2
PMI de manufacturas (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	...	52,4	49,9	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	...	27,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	14,1	13,9	15,7	13,2	11,0	...	8,1	...	...
Precio de la vivienda	2,4	3,4	3,8	3,2	3,9	...	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	-5,0	1,0	...	...
PMI de servicios (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	...	54,7	54,5	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	1,0	0,7	0,1	-0,4	1,4	...	0,9	1,2	...
Matriculaciones de automóviles	7,9	7,6	9,2	17,0	-7,6	...	-8,0	-8,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-6,9	-5,4	-2,0
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	...	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	...	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	...	2,9	2,9	...
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	...	-	-	-

**Precios**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19
General	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,0	1,1	1,3
Subyacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	...	0,8	0,7	...

**Sector exterior**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	...	2,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	...	4,9	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>21,5</b>	<b>11,3</b>	<b>18,7</b>	<b>15,0</b>	<b>11,3</b>	...	<b>10,4</b>	...	...
Bienes y servicios	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	...	22,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	...	-12,2	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>24,2</b>	<b>17,6</b>	<b>21,9</b>	<b>18,8</b>	<b>17,6</b>	...	<b>16,8</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>3</sup>**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	...	4,4	5,3	...
A la vista y ahorro	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	...	10,5	11,6	...
A plazo y preaviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	...	-14,6	-13,8	...
Depósitos de AA. PP.	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	...	17,4	16,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	...	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	...	-2,8	-2,3	...
Empresas no financieras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	...	-7,0	-5,8	...
Hogares - viviendas	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	...	-1,2	-1,3	...
Hogares - otras finalidades	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	...	4,4	4,2	...
Administraciones públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	...	-11,2	-11,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>	...	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	...	<b>5,9</b>	...	...

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: a buena marcha

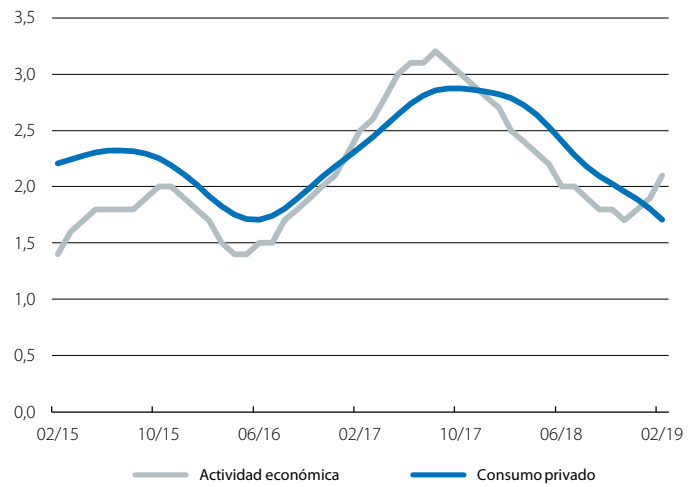
**La actividad muestra un desempeño favorable a principios de año.** Así, el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal avanzó hasta el 2,1% en febrero (1,9% en enero) y el indicador de actividad del INE avanzó un 2,4% interanual en enero (tras mantenerse en el 2,2% desde octubre). Además, las ventas minoristas aceleraron en enero y febrero frente al promedio del 4T 2018, mientras que otros indicadores, como las ventas de cemento o las ventas de vehículos comerciales, también han mandado señales favorables. Sin embargo, estos datos coexisten con otras dinámicas no tan positivas. Por un lado, en febrero, el indicador coincidente del consumo privado del Banco de Portugal flexionó ligeramente a la baja (1,7%, tras un 1,8% en enero) y el índice de confianza de los consumidores volvió a disminuir (-8,3 puntos en febrero frente a -7,2 en enero), lo que refleja un menor optimismo de los hogares sobre las perspectivas económicas en los próximos 12 meses. Por otro lado, respecto al sector exterior, en enero, la balanza comercial de bienes volvió a deteriorarse (con un aumento del déficit comercial en 3.300 millones de euros, hasta los 17.900 millones, según el acumulado de los últimos 12 meses) ante un mayor crecimiento de las importaciones (8,5% interanual) que de las exportaciones (4,8%). En conjunto, pues, los indicadores sugieren que el ritmo de crecimiento se mantiene en cotas cercanas pero ligeramente por debajo del 2% en el 1T 2019.

**La recuperación del mercado laboral prosigue en un contexto de mayor madurez del ciclo.** En febrero, la tasa de desempleo se situó en el 6,3% (-1,3 p. p. respecto a febrero de 2018), con una reducción de la población parada de 64.600 personas (un -16,5% interanual), mientras que la población ocupada alcanzó los 4.844.600 personas, con un aumento de 62.700 trabajadores respecto a febrero de 2018 (un 1,3% interanual). No obstante, en ambos casos, los ritmos de mejora fueron inferiores a los promedios registrados en 2018 (reducción del desempleo del 20,8% y aumento de los ocupados del 2,3%), lo que, junto con el descenso de las ofertas de empleo (-12,8% interanual en el promedio de enero y febrero de 2019), señala una evolución más moderada del mercado laboral. Así, aunque el mercado de trabajo mantiene una dinámica positiva, exhibe señales de ralentización respecto a los dos últimos años, algo que se espera que continúe en los próximos trimestres y que es acorde con el escenario de un crecimiento más suave del PIB.

**La inflación se mantiene estable en marzo.** Según el índice de precios al consumidor (IPC) no armonizado, la inflación general se mantuvo en el 0,9% interanual en marzo (el mismo registro que en febrero). Esta estabilidad fue resultado del equilibrio entre la aceleración de los precios energéticos (+1,3%, tras un -0,7% en febrero) y la moderación de la inflación subyacente, que se situó en el 0,7% en marzo (1,0% en febrero). No obstante, en los próximos trimestres se espera una ligera aceleración de la inflación de la mano del buen desempeño del mercado laboral y, por lo tanto, de un mayor dinamismo de los salarios.

### Portugal: indicadores coincidentes de actividad

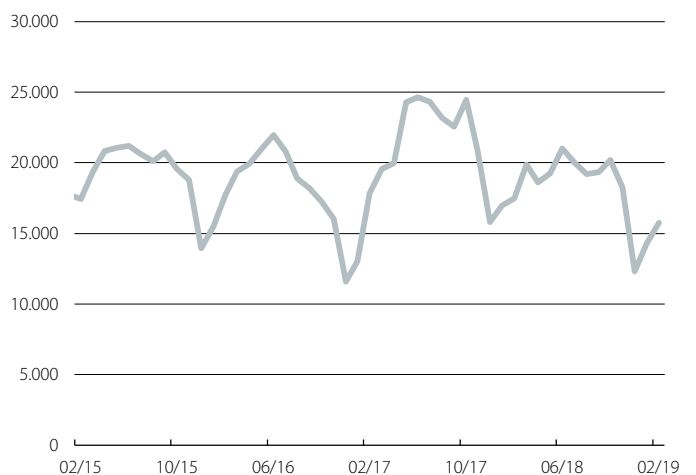
Variación interanual



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

### Portugal: ofertas de empleo vacantes

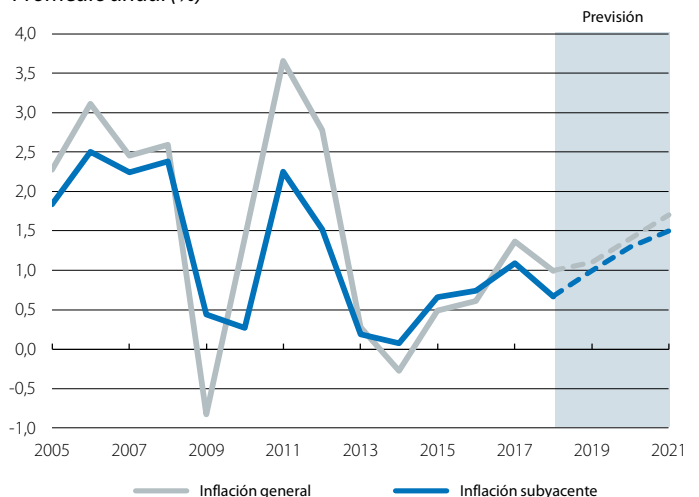
(Número a final de mes)



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

### Portugal: inflación (IPC)

Promedio anual (%)



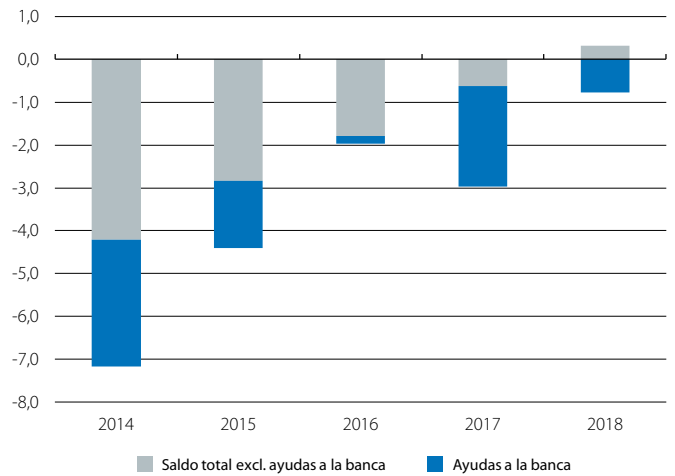
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

**Continúa la corrección del déficit público.** En concreto, el déficit de las Administraciones públicas fue de 913 millones de euros en 2018 y se situó en el -0,5% del PIB (en 2017 fue del -3,0%, o del -0,9% excluyendo la recapitalización de Caixa Geral de Depósitos). Esta mejora refleja tanto un fuerte crecimiento de los ingresos (5,5% interanual) como una disminución del 0,3% del gasto público (una disminución que se debe al efecto base de la recapitalización de Caixa Geral de Depósitos, dado que, si la excluyéramos, el gasto total habría aumentado un 4,4%). La buena marcha de la actividad económica y del mercado de trabajo contribuyeron al aumento de los ingresos fiscales y contributivos (5,9% interanual), mientras que el entorno de bajos tipos de interés (sumado a unas condiciones de financiación que se tornaron más favorables gracias a las distintas mejoras de nota crediticia que las agencias de calificación asignaron a Portugal en 2018) contribuyó a una caída de los pagos de intereses del 6,5% interanual (-481 millones de euros). En esta misma línea, en marzo, S&P mejoró la nota crediticia de la deuda soberana de Portugal de BBB- a BBB.

**La capacidad de financiación exterior se deteriora.** En concreto, la capacidad de financiación exterior del conjunto de la economía se moderó hasta el 0,2% del PIB en 2018 (1,1% en 2017), especialmente por las mayores necesidades de financiación del sector empresarial no financiero (del -0,8% en 2017 al -2,0% en 2018, un deterioro al que ha contribuido con fuerza el aumento de la inversión del sector). Asimismo, el sector financiero mantuvo una capacidad de financiación neta del 1,9% del PIB, pero ello supuso un claro deterioro respecto al 3,8% de 2017. Por su parte, la capacidad de financiación de las familias disminuyó de forma más moderada (del 1,0% en 2017 al 0,7% en 2018), mientras que las Administraciones públicas redujeron sus necesidades de financiación hasta el -0,5% del PIB (-3,0% en 2017, o -0,9% si excluimos la recapitalización de Caixa Geral de Depósitos). En lo que respecta al sector de las familias, también cabe destacar la ligera reducción de la tasa de ahorro, del 4,7% de la renta disponible en 2017 al 4,6% en 2018.

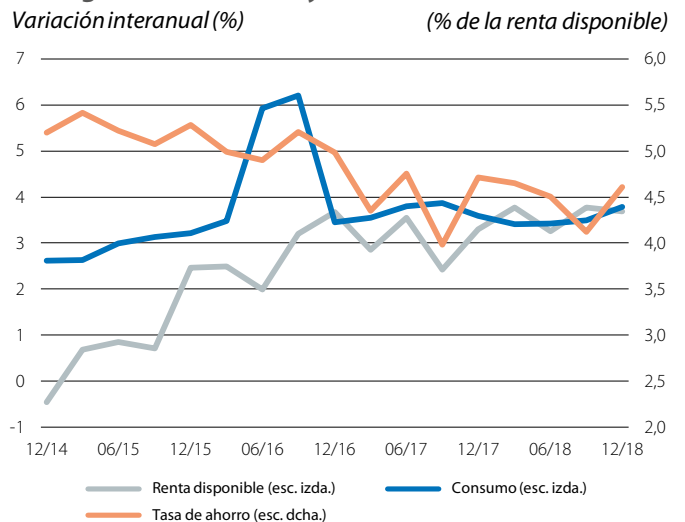
**El sector inmobiliario terminó 2018 con dinamismo.** En el último trimestre de 2018, el índice de precios de la vivienda creció un 9,3% interanual (0,8 p. p. más que en el 3T), con un aumento del 9,5% de los precios de la vivienda de segunda mano y del 8,5% para los precios de las viviendas nuevas. Así, en el conjunto del año 2018, el índice de precios de la vivienda aumentó a un ritmo promedio del 10,3% (una aceleración de 1,1 p. p. respecto a 2017). Además, en 2018, se vendieron 178.691 viviendas, un 16,6% más que en 2017. En los próximos trimestres, se espera que el mercado inmobiliario se mantenga dinámico, apoyado en una demanda de vivienda que seguirá favorecida por unas condiciones financieras laxas y una actividad turística todavía pujante a pesar de una cierta ralentización. Sin embargo, la recuperación de la construcción de nuevas viviendas contribuirá a una desaceleración moderada del crecimiento de los precios.

**Portugal: saldo público**  
(% del PIB)



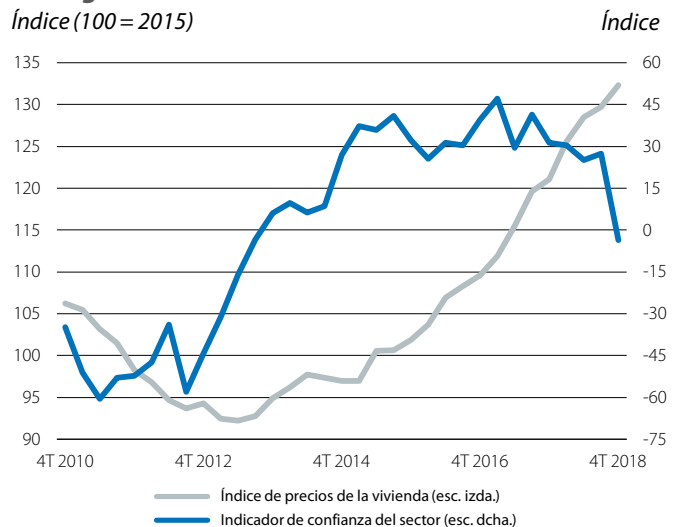
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

**Portugal: ahorro, renta y consumo de las familias**



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

**Portugal: mercado inmobiliario**



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

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
Índice coincidente de actividad	2,9	2,1	2,2	1,9	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	...
<b>Industria</b>										
Índice de producción industrial	4,0	-0,1	0,5	-1,8	-1,6	-3,4	-1,7	-3,3	-2,5	...
Índice de confianza en la industria (valor)	2,1	0,8	0,5	0,6	-0,6	-1,0	-0,6	-1,0	-1,3	-2,3
<b>Construcción</b>										
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,6	20,0	11,8	13,5	20,0	...	20,0	...	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	16,8	23,7	18,4	9,4	...	9,4	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	5,1	5,8	6,1	6,2	6,1	6,2	6,1	6,3	6,8	...
<b>Servicios</b>										
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	11,2	6,9	3,5	3,4	3,0	3,0	...	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	13,3	14,1	12,6	16,9	12,6	12,3	12,2	15,7	16,0	14,4
<b>Consumo</b>										
Ventas comercio minorista	4,1	3,8	2,6	2,3	4,6	4,3	3,7	5,5	4,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,7	2,4	2,5	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-0,1	0,6	2,8	-0,2	-1,7	-1,8	-2,2	-7,2	-8,3	-9,5
<b>Mercado de trabajo</b>										
Población ocupada	3,3	2,3	2,4	2,1	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3	...
Tasa de paro (% de la población activa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,3	...
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>...</b>	<b>1,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Precios**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
General	1,4	1,0	1,0	1,4	0,8	0,9	0,7	0,5	0,9	0,9
Subyacente	1,1	0,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,8	1,0	0,7

**Sector exterior**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
<b>Comercio de bienes</b>										
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,4	7,0	5,3	4,7	5,3	4,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	13,1	8,0	9,8	8,6	8,0	7,5	8,0	8,5	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	3,5	2,0	3,1	3,1	2,0	2,1	2,0	1,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-3,2	-3,1	-3,5	-3,2	-3,1	-3,2	-3,0	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>										
Depósitos de hogares y empresas	1,7	3,8	4,3	4,4	4,2	4,0	4,7	5,0	...	...
A la vista y ahorro	15,7	14,3	15,3	13,6	14,6	14,0	16,2	14,9	...	...
A plazo y preaviso	-5,8	-3,0	-2,9	-2,1	-3,1	-3,1	-3,3	-2,0	...	...
Depósitos de AA. PP.	1,3	-1,9	-0,8	1,0	-9,9	0,5	-32,3	-15,7	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>										
Sector privado	-4,0	-1,7	-1,8	-1,4	-1,8	-1,7	-2,1	-2,7	...	...
Empresas no financieras	-6,5	-3,8	-3,8	-3,7	-4,5	-4,4	-4,5	-6,0	...	...
Hogares - viviendas	-3,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,3	-1,1	-1,7	-1,5	...	...
Hogares - otras finalidades	0,9	4,5	4,1	5,8	5,2	5,3	4,2	3,5	...	...
Administraciones públicas	9,3	2,4	14,8	-12,4	-11,6	-10,6	-12,9	-13,5	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>13,3</b>	<b>...</b>	<b>11,7</b>	<b>11,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

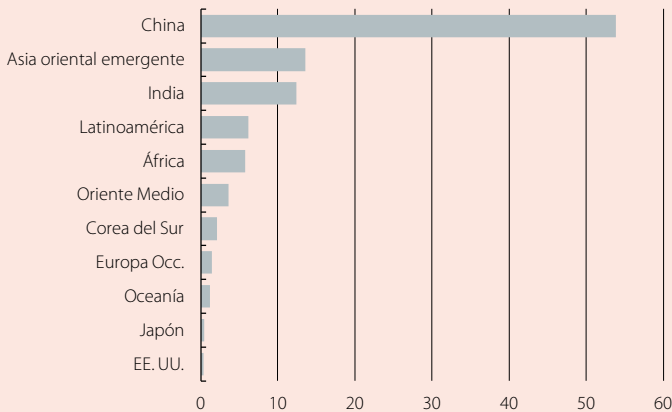
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal y Datastream.

## El mix energético del futuro

El peso de la energía en la actividad económica es muy significativo (cerca del 9% del PIB mundial según nuestros cálculos) y sus fluctuaciones de precios tienen un impacto indudable sobre la economía y los mercados financieros. Además, la importancia de la energía supera el ámbito económico, ya que moldea las relaciones geopolíticas globales. Y, más allá de la geopolítica, la energía y sus externalidades están en el centro de la cuestión medioambiental. El historiador económico Carlo M. Cipolla<sup>1</sup> definía la historia de la población mundial como la historia de la energía.

### Crecimiento del consumo energético global entre 2018 y 2030 por zonas geográficas

Porcentaje sobre el total mundial (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA, el FMI y la Oficina Nacional de Estadística china.

La evolución prevista del consumo de energía a nivel global durante la próxima década viene marcada por cuatro factores angulares que están entrelazados. El primero es el imperativo medioambiental, centrado en el cambio climático, del que emanan los dos siguientes: las medidas a impulsar para lograr un menor peso del carbón en la economía, para conseguir reducir las emisiones de dióxido de carbono (descarbonización) y las mejoras de la red eléctrica (electrificación). Cabe destacar que los responsables de política económica deberán hilar muy fino para conciliar el control de la contaminación medioambiental con las legítimas aspiraciones de crecimiento económico de las economías, un elemento que planea en los debates sobre la conveniencia de una fiscalidad verde más activa que contemple impuestos sobre las emisiones de carbono, algo que ya han reclamado un selecto grupo de 27 premios Nobel y los últimos cuatro presidentes de la Fed.<sup>2</sup> Este tránsito solo podrá lograrse con el cuarto factor, que es la reducción de la intensidad energética. La intensidad energética es la energía consumida por unidad de PIB y de su reducción depende que se puedan cumplir los objetivos marcados en política medioambiental.

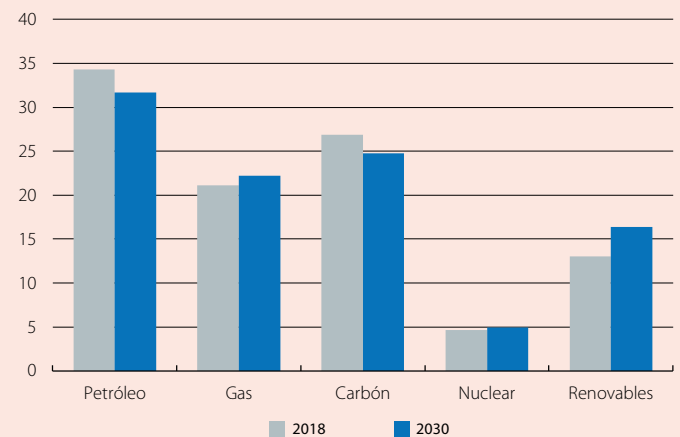
Pues bien, teniendo en cuenta estos cuatro factores, estas estimaciones, basadas en las previsiones de la Administración de Información de Energía de EE. UU. (EIA, por sus siglas en inglés), apuntan a que, entre 2018 y 2030, el consumo global de energía aumentará alrededor del 15%, y su coste económico un poco más, alrededor del 18%, sobre todo por los costes de transición asociados a la evolución hacia fuentes de energía más limpias, pero también más caras. Aun así, estos incrementos probablemente serán inferiores al crecimiento previsto del PIB global, que se situará alrededor del 45%, gracias a que la intensidad energética global se podrá reducir de forma remarcable, alrededor de un 20%. Por países (véase el primer gráfico), China, India y el resto de Asia Oriental emergente representarán cuatro quintas partes del incremento del consumo energético global esperado entre 2018 y 2030 (China un 54,0%, India un 12,5%), mientras que el incremento combinado de Europa Occidental, EE. UU. y Japón apenas supondrá el 1,4% del incremento total previsto.

Pero, ¿cómo evolucionará el mix energético? Según nuestro escenario, el mix debería evolucionar, tal y como podemos atisbar en el segundo gráfico, hacia una reducción del peso del petróleo y del carbón del 35% al 32% y del 27% al 25% del consumo energético total, respectivamente. Por contra, podrían tener un mayor peso las renovables (del 13,0% al 16%), el gas natural (del 21% al 22%) y la energía nuclear (del 4,6% al 5%). Sin embargo, el objetivo dual de alcanzar un buen ritmo de crecimiento económico y controlar la polución se antoja más incierto, ya que las emisiones no se reducirían sino que subirían un 11,0% que, sin embargo, mejoraría el 13,0% de 2010-2018, periodo con un menor crecimiento del PIB global (30,4%).

Si nos centramos en los distintos factores angulares que destacábamos, el imperativo medioambiental es ineludible. La situación no es especialmente halagüeña, ya que en 2018 se han emitido 34.854 millones de toneladas métricas de dióxido de carbono a la atmósfera, un 13% más que en 2010, cuando el objetivo que se persigue es su reducción. China ha contribuido en un 61% a este aumento porque, aunque sus progresos en

### Mix energético por fuentes de energía primarias

Porcentaje del consumo energético global (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA, el FMI y la Oficina Nacional de Estadística china.

1. Cipolla, Carlo M. (1962). «The Economic History of World Population». Pelican Books.

2. Véase el artículo de 2019 «Economist's Statement on Carbon Dividends» en <https://www.econstatement.org/>.

control de polución están siendo notables, las propias dinámicas de su elevado crecimiento económico y el peso de su industria pesada han jugado en su contra. Otras economías emergentes, especialmente la India, no han registrado progresos, lo que dificultará alcanzar los objetivos fijados. Esta necesidad de compatibilizar el legítimo afán de crecimiento de las economías emergentes con el control de la polución medioambiental marcará la economía global en la próxima década.

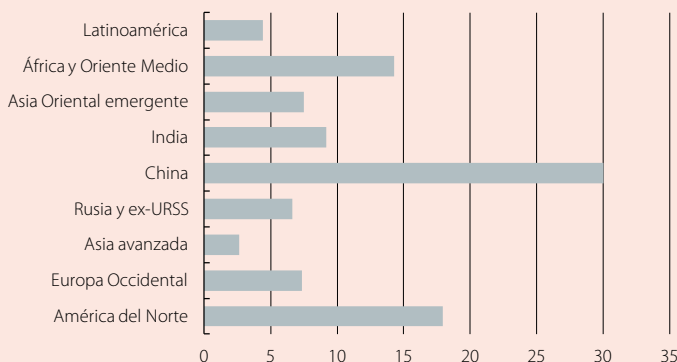
El segundo factor es la descarbonización, foco de atención del imperativo medioambiental donde el factor crítico es el carbón: el carbón representó un 26,9% del consumo energético global en 2018, pero fue responsable del 43,3% de las emisiones globales. La reducción del peso de esta fuente de energía entre 2010 y 2018 ha sido inexistente ya que, al ser barata, es la principal fuente primaria de energía de China y de la India, las dos grandes economías que más crecen (China y la India aportaron un 40,0% del incremento de consumo energético global entre 2010 y 2018). Las buenas noticias son que el camino de la descarbonización ya se ha iniciado en China, donde el carbón ha pasado de representar el 68,1% del consumo energético total en 2010 al 60,2% en 2018. En cambio, India no está en la misma onda y el carbón ha representado en 2018 el 48,5% de su consumo energético, por encima del 46,8% de 2010. ¿Qué nos deparará el futuro? De mantenerse la presente tendencia de la economía china, empezaremos a ver una reducción significativa del carbón en la próxima década: su peso sobre el consumo energético mundial se espera que se reduzca en 2,1 p. p. entre ahora y 2030 gracias, en su mayor parte, a las mejoras en China.

El tercer factor angular, la electrificación, se verá impulsada por la necesidad de reducir la contaminación en las grandes ciudades. La electrificación es la mejor avenida para conseguirlo porque permite sustituir la generación de energía a partir de combustibles fósiles (principales causantes de las emisiones) por fuentes de energías limpias como la energía eólica o la solar. Así, en las próximas décadas, se espera que se produzca un proceso gradual de electrificación que requerirá de importantes inversiones y que se extenderá a industrias como el transporte, los edificios o las manufacturas. La importancia de este fenómeno la vemos cuando calculamos el porcentaje del consumo total de energía que se explica por las pérdidas de energía resultantes de transformar fuentes primarias de energía en electricidad, la llamada cuota eléctrica. Pues bien, la cuota eléctrica, según datos de la EIA, se ha mantenido estable entre 2010 y 2018, algo por encima del 25%,<sup>3</sup> pero se espera que, con el aumento de la electrificación, aumente hasta el 26,9% en 2030. En cualquier caso, la electrificación será un fenómeno de recorrido amplio que permitirá una asignación geográfica del consumo energético más sostenible.

El cuarto factor es la reducción de la intensidad energética, imprescindible para compatibilizar el crecimiento económico y el control de la polución. La intensidad energética depende de dos factores ligados a la tecnología: la eficiencia energética y cambios en la composición del PIB. La eficiencia energética implica consumir menos haciendo lo mismo (por ejemplo, reducir el consumo de un automóvil por kilómetro recorrido). Los cambios en la composición del PIB, por su parte, pueden potenciar actividades que consuman menos energía, algo que se consigue si se realizan reajustes sectoriales en la economía como, por ejemplo, reducir el peso de la industria pesada en favor de las tecnologías de la información.

### Distribución geográfica del ahorro de energía previsto en nuestro escenario entre 2018 y 2030 \*

Porcentaje del total (%)



**Nota:** \* El ahorro se define como la diferencia entre el consumo energético en 2030 asumiendo una intensidad energética constante en niveles de 2018 para cada país y el consumo energético previsto en 2030 en nuestro escenario.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA, el FMI y la Oficina Nacional de Estadística china.

En este sentido, la evolución prevista de la intensidad energética a nivel global dependerá críticamente de lo que suceda en China. China ya juega actualmente un papel clave si consideramos que entre 2010 y 2018 ha contribuido en un 28,5% y en un 60,9% al incremento global del consumo energético y de emisiones, respectivamente. Tal y como podemos ver en el tercer gráfico, el gigante asiático continuará siendo un actor fundamental, dado que se espera que aporte un 30,0% del ahorro energético entre 2018 y 2030, por encima de la suma de EE. UU. y Europa Occidental (un 16,7% y un 7,4%, respectivamente). Hay que destacar que China prevé centrar su ahorro energético en una notable reducción de la intensidad energética, de alrededor del 20% (superior al 17,4% correspondiente a 2010-2018) gracias a un proceso de transformación estructural hacia un modelo económico con un mayor peso del sector terciario.<sup>4</sup> Por el contrario, Europa Occidental se espera que lleve a cabo una aportación menor, ya que parte de una situación relativamente más eficiente: en 2018, la energía que Europa gastó para producir cada euro de su PIB fue inferior a la que gastaron EE. UU. y China, un 31,6% y 40,9% menos, respectivamente.

En definitiva, la economía global está evolucionando hacia un *mix* energético más sostenible, que pretende combinar un crecimiento económico dinámico con un mayor control de la contaminación. Sin embargo, todo apunta a que los progresos que observaremos en los próximos años serán limitados, ya que, si bien el PIB global se espera que crezca muy por encima del consumo energético, las emisiones de carbono seguirán aumentando de forma notable y la mejora respecto a la última década será modesta. En definitiva, la energía será un tema muy candente en la próxima década (y más allá) y los retos pendientes continuarán siendo de mucha enjundia.

Jordi Singla

3. Cifra inferior al peso de la industria, 40,4%, pero superior al de transporte, comercio y uso residencial (18,9%, 5,3% y 9,4%, respectivamente).

4. La EIA contempla que el cambio de modelo se impulsará de una forma más vigorosa y estima una reducción de la intensidad energética mayor (34,7%).

## Los costes y beneficios del *mix* energético del futuro

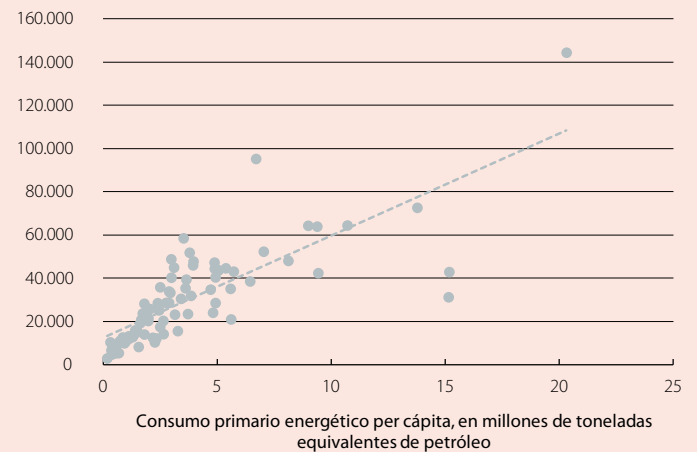
Desde hace ya varios años, la actividad económica ha crecido más rápidamente que el consumo energético gracias a las mejoras tecnológicas y a los primeros pasos en la transición hacia un nuevo *mix* energético. Y esta tendencia tiene visos de continuar. Según las proyecciones de la Administración de Información de Energía de EE. UU. (EIA, por sus siglas en inglés), el PIB mundial crecerá a un ritmo promedio anual del 3,1% en los próximos 12 años, mientras que el consumo energético primario lo hará a un ritmo promedio del 0,9% anual. Estas cifras ilustran las mejoras de ahorro energético que se espera que se produzcan. Estas mejoras tendrán consecuencias importantes en las economías avanzadas, toda vez que es precisamente en dichas economías donde el consumo energético per cápita es mayor (véase el primer gráfico).

El nuevo *mix* energético (véase el artículo «El *mix* energético del futuro» en este mismo Dossier) será más eficiente –en el proceso de extracción de energía se consumirá menos energía y se reducirán los efectos negativos provocados por la contaminación– debido al mayor peso de las energías renovables y el gas natural, en detrimento del carbón, menos eficiente y más contaminante. La eficiencia energética traerá consigo diversos beneficios económicos, como un ahorro en la factura energética para los consumidores, pero, por otro lado, también reducirá la producción en algunos sectores económicos, aunque el resultado neto se estima que será positivo. Por ejemplo, según las estimaciones de Roula-Inglesi Lotz,<sup>1</sup> un aumento de 1 p. p. en la participación de las energías renovables en el *mix* energético a nivel global genera un impacto positivo en el crecimiento del PIB del 0,089%. Si tenemos en cuenta las proyecciones de la EIA, la participación de las energías renovables se incrementará desde el 13% actual hasta el 16% en 2030, con lo que la nueva composición de las energías renovables podría llegar a aumentar el PIB mundial de 2030 en un 0,3%, lo que supone un incentivo económico adicional para llevar a cabo esta transición.

Si centramos nuestro análisis en la UE, el área económica desarrollada en la que se utiliza la energía de forma más eficiente, ya tenemos diversos objetivos energéticos en marcha con vistas puestas al 2030. Con el objetivo de seguir avanzando hacia la creación de la Unión Energética y cumplir con los acuerdos alcanzados en el pacto de París, el Consejo Europeo revisó en 2018 los objetivos climáticos y energéticos para 2030: reducir un 40% las emisiones de gases de efecto invernadero respecto a 1990, aumentar el peso de las energías renovables en el consumo energético hasta el 32% y mejorar la eficiencia energética un 32,5% respecto a 2005. La UE avanza con paso firme hacia estos objetivos, ya que ha reducido la emisión de gases de efecto invernadero en un 22% desde el 1990, ha aumentado el peso de energías renovables hasta el 17% y la eficiencia energética se ha incrementado alrededor de un 15%.<sup>2</sup> Así, la UE se encuentra en la buena senda para cumplir con los objetivos tanto de reducción de emisiones como de mayor peso de las energías renovables, aunque necesitará realizar un esfuerzo adicional si quiere alcanzar el objetivo de eficiencia energética.

Si la UE alcanza los objetivos estratégicos del nuevo plan energético para el año 2030, ¿cuál será el impacto macroeconómico? Según un estudio realizado por la Comisión Europea, la inversión en mejoras tecnológicas con el fin de aumentar la eficiencia energética para así alcanzar los objetivos marcados tendrá un impacto muy notable. En particular, si se alcanzan dichos objetivos, estiman que el PIB en 2030 será un 1,3% mayor con respecto a un escenario sin cambios en el *mix* energético. Asimismo, se destaca que esta transición debe ser gradual e ir acompañada por una normativa flexible que tenga en cuenta a los distintos agentes y sectores económicos para no generar disrupciones indeseadas en el mercado y que permita que tanto la tecnología como el capital humano se adapten a este nuevo entorno.

### Los países más ricos consumen más energía PIB en PPA per cápita de 2014, en dólares de 2011



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de British Petroleum y Penn World Table.

1. Véase Roula-Inglesi Lotz (2016). «The impact of renewable energy consumption to economic growth: A panel data application». *Energy Economics*, 53, 58-63.

2. Según los últimos datos de la Comisión Europea recopilados en 2016.

¿Qué hay detrás de esta cifra? El impacto positivo sobre el PIB vendrá determinado, en buena parte, por hacer un uso productivo de recursos que se encuentran ociosos en la actualidad, como, por ejemplo, a través de la creación de nuevos puestos de trabajo. Además, la renta disponible de los consumidores aumentará gracias a que estos destinarán una proporción más pequeña de la renta al consumo de energía, lo que permitirá aumentar el gasto en otros productos y servicios. Así, se estima que, en última instancia, se podrían generar 700.000 nuevos empleos en términos netos en 2030, una cifra nada desdeñable.<sup>3</sup>

A pesar de que las mejoras en la eficiencia energética tendrán un efecto positivo sobre la producción y el mercado de trabajo europeo, los efectos probablemente serán muy heterogéneos en los diferentes sectores de actividad. Por un lado, los sectores de servicios básicos de suministro (agua, electricidad...) y de extracción reducirán su producción debido a que la demanda de sus productos será menor.<sup>4</sup> Por otro lado, sectores como la construcción y la ingeniería se beneficiarán de la inversión en eficiencia energética e incrementarán la producción. En su conjunto, los sectores beneficiados tienen un peso relativo mayor en la economía europea que los sectores damnificados, con lo que el impacto sobre la renta agregada será positivo. Por su parte, los resultados de empleo a nivel sectorial seguirán un patrón similar al de la producción, aunque con algún matiz:<sup>5</sup> es probable que el sector de servicios básicos de suministro acabe empleando a más trabajadores a pesar de que su producción disminuya. Esto se debe al hecho de que el nuevo *mix* energético europeo contempla un mayor peso en dicho sector de las energías renovables, que son relativamente más intensivas en trabajo que el resto de las fuentes energéticas.<sup>6</sup>

A nivel de balanza comercial, con el nuevo *mix* energético, y gracias al aumento de la importancia de las fuentes energéticas renovables, la UE reducirá su dependencia de las importaciones, especialmente de petróleo y gas natural, mejorando así su seguridad energética (véase el artículo «La geopolítica de la energía» en este Dossier para más detalles) y siendo menos vulnerable a la fuerte volatilidad de los precios de los combustibles fósiles. A modo de ejemplo, se estima que entre el 2018 y el 2030, el nuevo *mix* energético y las mejoras de eficiencia energética llevadas a cabo por los países de la UE reducirán anualmente la factura de las importaciones de combustibles entre 175.000 y 320.000 millones de euros, una cifra muy considerable si tenemos en cuenta que en 2017 se gastaron 260.000 millones en importaciones de combustibles.<sup>7</sup>

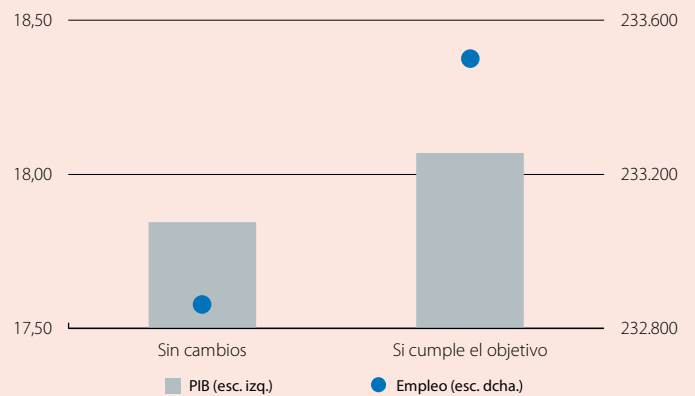
En definitiva, en el siglo XIX y buena parte del siglo XX, el carbón fue la principal fuente de energía. En el siglo XX y con la revolución del transporte terrestre gracias a la invención del coche, el petróleo fue ganando importancia hasta convertirse en un factor clave capaz de generar crisis como la de los años setenta y ochenta. El siglo XXI será del gas natural y de las renovables. El cambio en el *mix* energético y las mejoras tecnológicas que impulsan la eficiencia energética no son únicamente un factor positivo para el medio ambiente, sino que existen incentivos económicos para llevar a cabo esta transición. Por ello, será clave que los países mantengan sus compromisos y continúen desarrollando políticas que favorezcan un crecimiento económico más sostenible.

Manel Pardo Fernández

### Unión Europea: impacto macroeconómico del nuevo mix energético y de las mejoras en eficiencia energética

PIB en billones de euros de 2013

Miles de personas



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

3. Se tiene en cuenta la posible pérdida de empleos en el sector energético por las mejoras en la eficiencia energética. Véase el artículo «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2012/27/EU on Energy Efficiency» de la Comisión Europea 2016.

4. Con todo, tanto ingresos como costes de producción en este sector se reducirán, de modo que el efecto sobre el beneficio empresarial será ambiguo.

5. Otros estudios, como por ejemplo «How Many Jobs?» realizado en 2012 por los autores Janssen, R. y Stanciaszek, D. en The Energy Efficiency Industrial Forum, muestran que cada millón de euros invertidos en mejorar la eficiencia energética de los edificios permite crear 19 empleos de forma directa en el sector de la construcción.

6. Véase el artículo «The macro-level and sectoral impacts of Energy Efficiency policies» de la Comisión Europea 2017.

7. Estas estimaciones son muy sensibles a la evolución del precio del petróleo.

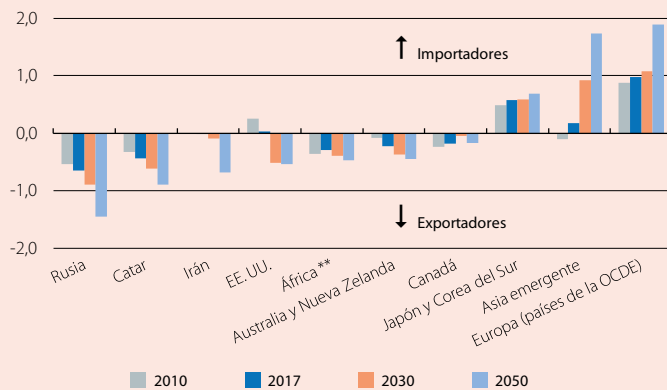


## La geopolítica de la energía

¿Qué cree que pasaría si de repente el país donde usted reside no tuviera acceso a las fuentes de energía extranjeras y los sistemas de emergencia no pudieran abastecer todo el sistema a lo largo de, digamos, una semana? Tal situación (¡aunque se trate de un caso extremo!) es evidente que tendría unas consecuencias muy adversas para la vida cotidiana de todos los ciudadanos e implicaciones macroeconómicas muy negativas. Ello sirve para mostrar la relevancia de acceder a las fuentes de energía de forma continua y a un precio asequible. Así, aquellos países que tengan control sobre sus fuentes de energía pueden proteger mejor sus intereses nacionales y, en paralelo, ejercer influencia económica y política a nivel internacional, mientras que aquellas economías dependientes de las importaciones de combustibles fósiles pueden sufrir problemas de seguridad energética. En este sentido, el actual *mix* energético ha gestado unas relaciones geopolíticas concretas, con un peso muy importante de los exportadores netos de petróleo (los miembros de la OPEP y Rusia principalmente). Ante los cambios que se avecinan y que forjarán el *mix* del futuro, debemos preguntarnos qué estados pueden ganar influencia geopolítica, cuáles la pueden perder y si las alianzas vigentes en la actualidad lo seguirán siendo por mucho tiempo.

### Principales exportadores e importadores netos de gas natural

(Billones de kilovatios por hora)\*



**Notas:** \* Es un término de consumo y se define para ver la potencia energética utilizada durante un periodo de tiempo, en este caso una hora. \*\* Los principales exportadores de África son Nigeria, Argelia y Libia.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

Como hemos visto en el artículo «El *mix* energético del futuro» de este mismo Dossier, el consumo energético mundial continuará aumentando al menos hasta 2030, sobre todo a causa del empuje de las economías asiáticas emergentes, aunque a un ritmo mucho menor que el crecimiento económico. Asimismo, el cambio en la composición de las fuentes energéticas previsto para los próximos años generará un aumento de la demanda de gas natural y de energías renovables en detrimento del petróleo y el carbón. Estas dinámicas tendrán dos implicaciones principales a nivel geopolítico. Por un lado, el mayor uso de las energías renovables permitirá a las economías que las impulsen ser más independientes energéticamente, toda vez que dichas economías podrán consumir una energía que se produce en su propio territorio. Uno de los mejores ejemplos de país casi independiente energéticamente es Islandia, donde más del 80% de la energía consumida proviene de fuentes energéticas renovables obtenidas en su territorio (principalmente energía geotérmica e hidráulica).<sup>1</sup> Las energías renovables, por tanto, permitirán reducir la depen-

dencia energética, pero actualmente la electricidad generada a través de fuentes renovables, así como la producida con cualquier otra fuente energética, no puede recorrer grandes distancias, por lo que es difícil exportarla y, consecuentemente, ganar influencia geopolítica.

Por otro lado, el mayor consumo de gas natural en detrimento del carbón permitirá a los países exportadores de gas ganar peso en las relaciones internacionales, mientras que los principales exportadores de carbón y de petróleo la perderán.<sup>2</sup> Un ejemplo que ya se ha producido de esta nueva tendencia es la salida de Catar como miembro de la OPEP anunciada a finales de 2018, tras la cual, el ministro de Energía del país argumentó que se trataba de una decisión estratégica del país para concentrarse en la extracción y distribución de gas natural.<sup>3</sup>

Así, los principales beneficiados de este mayor uso del gas natural serán los mayores exportadores netos actuales (Rusia y Catar) y también los que se espera que aumenten sus exportaciones netas en los próximos años (según las estimaciones de la Administración de Información de Energía de EE. UU. –EIA, por sus siglas en inglés–, Irán y EE. UU. principalmente). Por otro lado, los damnificados por el nuevo *mix* energético serán Arabia Saudí, dado que el peso relativo del petróleo en el nuevo *mix* será menor, y los principales exportadores mundiales de carbón, Australia e Indonesia, cuyas exportaciones se dirigen a la India y, sobre todo, a China.<sup>4</sup> No obstante, gracias a sus abundantes reservas de gas natural, Australia logrará atenuar, vía un aumento de sus exportaciones de gas, el impacto negativo que le supondrá el proceso de descarbonización que se espera en China.

1. El 19% restante corresponde casi todo a petróleo consumido en el transporte de vehículos terrestres y marítimos. Datos publicados por la Autoridad de la Energía Nacional de Islandia.
2. Aunque los exportadores netos de petróleo vean aumentar sus ventas de crudo, relativamente perderán relevancia en favor de los exportadores de gas natural.
3. Su salida de la OPEP también estuvo motivada por el bloqueo diplomático que Arabia Saudí (el estado más influyente del cártel) junto con otros seis países aplicó a Catar desde 2017.
4. Aunque China es el mayor productor de carbón del mundo, es un importador neto de este combustible.

El aumento del consumo de gas natural no solamente beneficiará a los países exportadores de este combustible, puesto que, al transportarse principalmente por gasoductos, aquellos países situados en puntos estratégicos también se podrán beneficiar política y económicamente. Un claro ejemplo de ello es Turquía, por donde circula un gasoducto que distribuye el gas proveniente del Mar Caspio hasta el sur de Europa. No obstante, el aumento del uso que se espera del gas natural licuado (GNL) moderará la influencia de estos países de paso. Este gas procesado puede ser transportado a grandes distancias mediante buques mercantes, siempre que los puertos receptores estén preparados para ello,<sup>5</sup> lo que facilita una mayor homogeneización del precio del gas a nivel internacional y un mayor poder de negociación de los países importadores, al aumentar el abanico de posibles vendedores.

En este entorno cambiante, centrándonos en la situación de Europa, un pilar fundamental de la estrategia de la UE es reforzar la seguridad energética de la región, lo que pasa por reducir

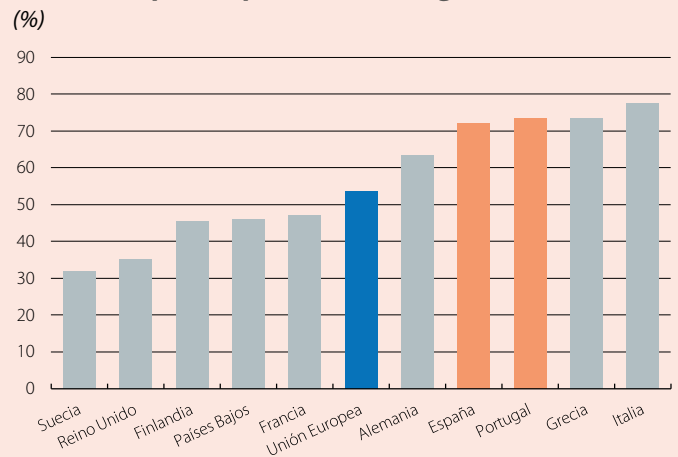
el alto grado de dependencia energética del exterior.<sup>6</sup> Actualmente, más de la mitad de la energía que se consume en la región es importada, un fenómeno que se observa, sobre todo, en los combustibles fósiles (actualmente se importa el 90% y el 69% de petróleo y gas natural que se consume, respectivamente, y la dependencia importadora de estos combustibles aumentará ligeramente según las estimaciones de la Comisión Europea), cuyos principales socios comerciales son Rusia y Noruega. En este sentido, la UE ha mostrado cierta preocupación por la posibilidad de que disrupciones en la oferta de estos productos, ya sean causadas por fallos en la infraestructura o por disputas políticas o comerciales, hagan más vulnerables a los países miembros que más dependen del gas y el petróleo ruso, como ocurrió en 2009, cuando Rusia interrumpió el abastecimiento de gas natural a Europa del Este por su conflicto con Ucrania, país que hasta entonces era la principal puerta de entrada del gas ruso al conjunto de Europa. El trabajo a realizar en esta línea debería pasar por aumentar la producción energética dentro de la UE (sobre todo a través de un incremento de la energía renovable), reforzar el mercado energético interno y diversificar las rutas de entrada y la oferta de países exportadores. Sobre esta diversificación, la Comisión Europea menciona que, además de reforzar los lazos tejidos con los actuales socios (principalmente Noruega, Rusia y Arabia Saudí), es necesario mejorar las alianzas con nuevos socios en el Mar Caspio (más notablemente Azerbaiyán y Turkmenistán). Así, estiman que la UE podrá ser una región algo más independiente energéticamente y, sobre todo, con unos proveedores más diversificados.

Si entramos más en detalle en la península ibérica, la situación es un poco más adversa que en el conjunto de la UE, dado que ni Portugal ni España tienen reservas de petróleo o de gas natural y su situación geográfica dificulta un acceso pleno al mercado interno europeo. Ello deja a estos países con una de las tasas más altas de dependencia energética de la UE (véase el segundo gráfico). Por esta razón, el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima propuesto por el Gobierno español pretende disminuir esta tasa en 15 p. p. en 2030 gracias, sobre todo, a una reducción de la intensidad energética y a un mayor uso de las energías renovables.<sup>7</sup> Además del aumento en la generación de energía mediante fuentes renovables, en el *mix* energético ibérico aumentará el peso del gas natural, el mayor exportador del cual es Argelia, que acaparó el 45% y el 35% de las importaciones de este combustible en España y Portugal en 2017, respectivamente.<sup>8</sup> Las alternativas para depender menos del gas argelino pasan por incrementar las importaciones de GNL (sobre todo proveniente de EE. UU.) y reforzar los lazos con el mercado energético europeo. De hecho, si estas alternativas se desarrollaran de forma satisfactoria, la península ibérica puede contribuir a reducir la dependencia energética europea en su conjunto respecto a Rusia, al convertirse en una pujante puerta de entrada del gas procedente del otro lado del Atlántico y de Argelia.

En suma, las relaciones internacionales forjadas a través de las fuentes de energía seguirán cambiando, esta vez probablemente en beneficio de los estados exportadores de gas. No obstante, el uso más eficiente de la energía junto con la apuesta por las fuentes renovables permitirá independizarse energéticamente a los países que las desarrollen correctamente. Y es que, como dijo el expresidente de EE. UU. Jimmy Carter en 1979, «nadie podrá embargar jamás la luz del sol».

Ricard Murillo Gili

### Unión Europea: dependencia energética en 2016 \*



**Nota:** \* Eurostat define la dependencia energética como la ratio entre importaciones netas de energía y el consumo energético total.

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

## La financiación que piensa en verde

En 2015, en París, 196 países se comprometieron a trabajar para limitar el calentamiento global a 2 °C (o por debajo) con respecto a niveles preindustriales. Para cumplir con los acuerdos de París y lograr una transformación hacia una economía baja en emisiones de carbono y más eficiente en el uso de recursos, se requieren cambios estructurales importantes y una movilización de recursos considerable. Solo en Europa, la Comisión Europea estima que se necesitan inversiones adicionales por valor de 180.000 millones de euros al año (hasta 2030) en los sectores energético y de transporte, tal y como podemos ver en el primer gráfico.<sup>1</sup>

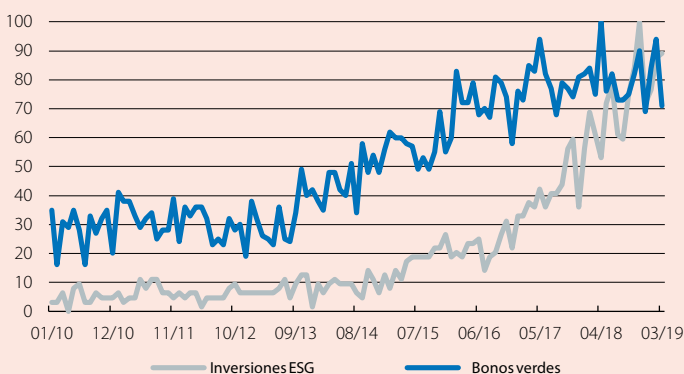
El reto es, por tanto, mayúsculo y requiere de la participación activa de una amplia gama de actores, entre los que destacan las industrias afectadas y gobiernos. Pero también es clave el papel que puede desempeñar el sector financiero en la transición hacia una economía sostenible. En este artículo, nos centramos en el papel de las finanzas verdes en la lucha contra el cambio climático y los obstáculos que frenan su pleno desarrollo.

En efecto, el sector financiero, como intermediario entre el ahorro y la inversión en la economía, puede facilitar la canalización de fondos hacia actividades que contribuyan a un desarrollo más sostenible y tengan beneficios medioambientales, como las orientadas a reducir la contaminación del aire, a mejorar la eficiencia energética o a adaptarse y mitigar los efectos del cambio climático. Con esta lógica, las finanzas verdes (que se engloban dentro de un concepto más amplio de finanzas sostenibles)<sup>2</sup> se han vuelto una cuestión prioritaria en varios foros internacionales, incluyendo la agenda del G-20. Asimismo, su desarrollo en estos últimos años ha sido muy notable. Como muestra el segundo gráfico, el interés por inversiones en instrumentos financieros vinculados a la sostenibilidad, como los bonos verdes, avanza con rapidez en todo el mundo.

No obstante, a pesar de los avances de estos últimos años, aún queda camino por recorrer y el despliegue de capital privado para financiar proyectos verdes es todavía limitado. Por ejemplo, las emisiones totales de bonos verdes alcanzaron los 500.000 millones de dólares en noviembre de 2018, solo 11 años después de que se emitiera el primer bono verde de la historia. Puede parecer mucho, pero esta cifra representa menos del 1% del total de bonos emitidos a nivel global.<sup>3</sup> Asimismo, los activos de infraestructura verde representan menos del 1% del total de activos en manos de inversores institucionales.<sup>4</sup>

### Evolución del interés web global

Índice (máximo histórico = 100)

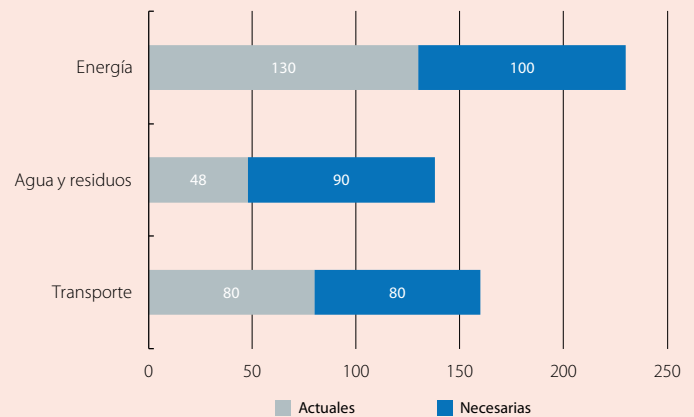


**Nota:** El interés web mide las búsquedas de un término específico con respecto al total de búsquedas registradas por Google. El índice presentado en el gráfico muestra el interés web del término respecto al valor máximo alcanzado en su serie histórica. Las siglas ESG describen un enfoque que incorpora factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Google Trends.

### Necesidades de inversión anual para el desarrollo sostenible en la UE

(Miles de millones de euros)



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

En este contexto, el potencial para escalar las finanzas verdes es considerable. Para ello, no obstante, se deben superar una serie de barreras institucionales y de mercado, algunas de las cuales tienen que ver específicamente con la movilización de recursos hacia proyectos de inversión verde.

En primer lugar, destaca la falta de un marco de referencia común que defina de forma clara qué constituye una actividad verde. Concretamente, en la actualidad, no existe una taxonomía estandarizada ni un etiquetado consistente y fiable de productos financieros verdes. Ello implica que los

En primer lugar, destaca la falta de un marco de referencia común que defina de forma clara qué constituye una actividad verde. Concretamente, en la actualidad, no existe una taxonomía estandarizada ni un etiquetado consistente y fiable de productos financieros verdes. Ello implica que los

1. Según el EIB, esta cifra alcanza los 270.000 millones de euros si se incluyen las necesidades de inversión en agua y gestión de residuos.

2. Las finanzas sostenibles canalizan los fondos hacia inversiones con un propósito social definido.

3. Green Finance Study Group. (2016). «G20 green finance synthesis report». Toronto: G20 Green Finance Study Group.

4. Además, sigue siendo difícil cuantificar con precisión y comparar el progreso de las finanzas sostenibles en los mercados financieros. Ello, en parte, es debido a las inconsistencias sobre definiciones, taxonomías y metodologías, así como a la falta de datos (históricos, por tipos de activos y por geografía).

inversores no pueden estar seguros de que su dinero se invierte efectivamente en proyectos sostenibles,<sup>5</sup> y actúa como freno al pleno desarrollo de mercados de productos financieros verdes.

En segundo lugar, otro obstáculo a tener en cuenta son los problemas de información asimétrica entre inversores y receptores de fondos. En definitiva, se argumenta que los retornos de inversiones en proyectos verdes son difíciles de evaluar debido a, entre otros, la falta de definiciones, de modelos de valoración del riesgo adecuados y de un marco de divulgación de la información que permita comparar entre proyectos, como guías para que las empresas hagan pública la forma en la que incorporan elementos de sostenibilidad en sus procesos de inversión o los efectos de sus productos o inversiones sobre el clima.<sup>6</sup> Esta falta de información contribuye a aumentar los costes de búsqueda de proyectos verdes y limita los flujos financieros hacia actividades sostenibles.<sup>7</sup>

En tercer lugar, los agentes económicos tienden a no incorporar adecuadamente –en ocasiones, por falta de información– el riesgo medioambiental (físico) y de transición ecológica<sup>8</sup> en sus decisiones financieras y de inversión, lo que lleva a una evaluación distorsionada del binomio rentabilidad-riesgo entre distintos proyectos.<sup>9</sup> El hecho de que los agentes no incorporen en su análisis las externalidades medioambientales hace que, entre otros, el riesgo medioambiental no quede reflejado en el precio de la financiación y que se produzca una asignación subóptima de capital entre proyectos verdes (respetuosos con el medio ambiente) y los marrones (que no incorporan en su análisis la dimensión medioambiental y son intensivos en el uso de combustibles fósiles). En este sentido, una mejora de los mecanismos de transparencia y de información para que los inversores puedan saber de primera mano qué empresas se encuentran menos expuestas a los efectos del cambio climático y una correcta valoración financiera de los riesgos medioambientales contribuirían a desincentivar la inversión en aquellas industrias más contaminantes.

Asimismo, también existen barreras más genéricas que afectan a la financiación de inversiones a largo plazo. En particular, algunos proyectos de inversión (incluidos algunos proyectos verdes) requieren de un mayor capital a financiar y/o de financiación durante un horizonte de tiempo superior a lo habitual. No obstante, a menudo, la financiación de entidades bancarias y los instrumentos financieros en los mercados de capitales suelen tener un horizonte a más corto o medio plazo. Este desajuste temporal entre vencimientos de los activos y pasivos que se utilizan en proyectos verdes (*maturity mismatch*) contribuye a que haya menos financiación disponible para inversiones con horizontes temporales a muy largo plazo.

Para superar estas barreras y potenciar el papel de las finanzas en la transición ecológica es clave que haya una amplia coordinación a nivel internacional, que integre a todos los actores participantes, dado que se trata de un reto global y la fijación de un marco de referencia común y de estándares así lo requiere. En este sentido destaca, en el ámbito europeo, el trabajo que está haciendo la Comisión Europea para acordar una taxonomía común, como el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles (presentado en 2018) y los grupos de trabajo creados para incluir la industria financiera en este proceso.

Del mismo modo, también es importante que los distintos actores tengan información sobre escenarios climáticos<sup>10</sup> a efectos de identificar, cuantificar y mitigar adecuadamente los riesgos y las exposiciones medioambientales. También el marco regulatorio debe ser claro y estable para facilitar que los agentes puedan anticipar y gestionar cambios asociados a esta transición sostenible. En este sentido, destaca la iniciativa del grupo de trabajo del Financial Stability Board<sup>11</sup> –liderada principalmente por inversores y gestores de activos– para mejorar la transparencia, veracidad, comparabilidad y difusión de la información relacionada con los riesgos climáticos.

En definitiva, diversos actores (empresas, gobiernos y reguladores) tienen un papel que jugar para apoyar esta transición hacia una economía más sostenible a largo plazo. También el sector financiero, como intermediario entre el ahorro y la inversión. Pero, para que dicha transición pueda efectivamente ser financiada, es clave trabajar para identificar y eliminar las barreras que limitan el desarrollo de las finanzas verdes.

Roser Ferrer

5. Ello se conoce como riesgo de *greenwashing*, es decir, que productos y servicios que se presentan como sostenibles o respetuosos con el medio ambiente en realidad no lo sean.

6. Los inversores a largo plazo requieren información sobre cómo las empresas se están preparando para la transición ecológica, dado que las más preparadas pueden tener una ventaja competitiva sobre sus rivales.

7. Véase la nota 4.

8. Vinculado al proceso de ajuste a una economía baja en carbono. Incluye los cambios regulatorios, los derivados de nuevas tecnologías y de preferencias que pueden llevar a una reevaluación de varios activos y crear exposiciones crediticias para entidades financieras.

9. Concretamente, empresas que invierten más intensivamente en actividades con mayores riesgos relacionados con el cambio climático pueden ser más vulnerables a la transición hacia una economía baja en carbono, lo que podría acabar reflejándose en unos retornos más bajos.

10. Con modelos homogéneos, que contengan datos desagregados e involucren a la comunidad científica.

11. Task Force on Climate-related Financial Disclosures <https://www.fsb-tcfd.org/about/#>

## El nuevo *mix* energético en la península ibérica: el combate contra el calentamiento global

El observatorio de Mauna Loa de Hawái registró en enero de 2019 el nivel más elevado de concentración de dióxido de carbono en la atmósfera, 411 partes por millón (ppm), frente a las 290 ppm de 1880. Además, en 2018, la temperatura de la superficie del planeta excedió en 0,8 °C la temperatura media entre 1951 y 1980.<sup>1</sup> Los especialistas subrayan los efectos adversos que las emisiones de gases de efecto invernadero, provocadas principalmente por la actividad humana, ocasionan en nuestro planeta y la urgencia con la que se deben tomar medidas, concretamente mediante el cambio de las fuentes de energía en las que basamos nuestro consumo. En este contexto, ¿cuál es la posición de la península ibérica y qué esperamos en el futuro?

### Contexto energético actual en la península ibérica

Actualmente, la producción primaria de energía<sup>2</sup> en España y Portugal se basa, prácticamente, en energías renovables y destacan en ambos casos los biocombustibles sólidos seguidos de la energía eólica. Asimismo, la producción primaria de energía en ambos países es sustancialmente inferior al consumo primario de energía<sup>3</sup> (ratio del 27,2% en España y del 22,9% en Portugal en 2017,

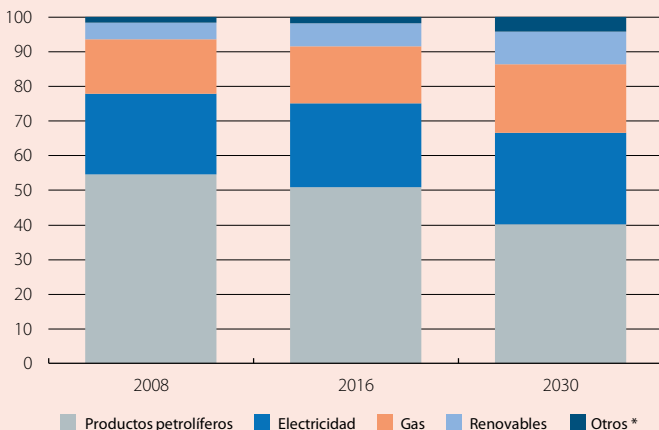
en comparación con la media de la UE, del 48,6%). Aunque la ratio se mantiene en niveles muy inferiores a la media de la UE, las dos economías han experimentado una mejora en los últimos 10 años, debido al aumento de la producción primaria de energía y a la caída del consumo primario en este periodo, una señal de que avanzamos hacia un modelo más sostenible.<sup>4</sup>

Como las necesidades energéticas superan tanto en España como en Portugal lo que cada uno de estos países puede producir, ambos importan gran parte de la energía que consumen, destacando, en los dos casos, el petróleo y sus derivados, con un peso superior al 65% del total de las importaciones de energía. Le siguen, en menor medida, el gas natural y el carbón.

A su vez, el consumo final de energía<sup>5</sup> en España y Portugal está liderado por los productos petrolíferos, con un peso en torno al 50% (40% en la UE), tal y como se puede observar en los gráficos, lo que puede explicarse por el peso de la industria

### España: evolución del *mix* energético

Porcentaje del consumo final de energía (%)



**Nota:** \* Otros: incluye carbón y otras fuentes de energía no especificadas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030, Cepsa.

y de los transportes en el consumo final de energía (en conjunto, representan más de un 65% del consumo final total).<sup>6</sup> La electricidad ostenta la segunda posición en el *mix* de los dos países, con un peso superior al 20%, aunque las fuentes de energía usadas en la producción doméstica de electricidad presentan diferencias entre los dos países.<sup>7</sup> La tercera posición en España corresponde al gas natural, con un peso del 17% (10% en el caso de Portugal). En Portugal, en cambio, la tercera fuente de energía son las renovables (13% del consumo final de energía, 7% en España).

### ¿Qué esperar en la próxima década?

La preocupación respecto a las cuestiones ambientales marcará los próximos 10 años. De hecho, tal y como se explica en el artículo «La financiación que piensa en verde» en este mismo Dossier, el Acuerdo de París, firmado en 2015, pretende limitar el aumento medio de la temperatura mundial a 2 °C respecto a los niveles preindustriales y acelerar los esfuerzos para limitar el aumento a 1,5 °C. En este sentido, la UE asumió el compromiso de reducir los gases de efecto invernadero en un 40% hasta el año 2030,

1. Según datos de la NASA.

2. La producción primaria de energía es la extracción de productos energéticos para su utilización a partir de fuentes naturales.

3. El consumo primario de energía incluye el consumo del sector energético, las pérdidas durante la transformación y la distribución de la energía, y el consumo de los usuarios finales.

4. En 2008, la proporción era del 19,0% para Portugal y el 22,5% para España. Una de las razones de la disminución del consumo es la crisis financiera en este periodo.

5. El consumo final de energía incluye la energía total consumida por los usuarios finales, como familias, industria, servicios y transportes.

6. El restante 30% corresponde a las actividades domésticas (por ejemplo, calefacción), sector servicios y agricultura, entre otros.

7. En España, el gas natural, las renovables y la nuclear representan el 77% de la producción interna de la electricidad. En Portugal, el gas natural, las energías renovables y el carbón representan el 97% de la producción eléctrica.

frente a los niveles de 1990. En este contexto, España deberá adoptar el compromiso de una reducción mínima del 20% y Portugal de entre el 20% y el 35%, respecto a los niveles de 1990. Para conseguirlo, habrá que reducir los gases de efecto invernadero originados por el sector energético, el cual es responsable, en gran parte, de su emisión a la atmósfera. A su vez, esta transformación, si se lleva a buen puerto, será relevante para las economías ibéricas desde el punto de vista de la dependencia energética.<sup>8</sup> De hecho, en 2016, el nivel de dependencia energética era del 71,9% en España y del 73,5% en Portugal (media de la UE, 53,6%).<sup>9</sup>

Ambos países prevén que en 2050 las emisiones netas de gases de efecto invernadero se hayan reducido a 0 y, en este sentido, sendos planes nacionales de energía anticipan que el petróleo y los productos petrolíferos disminuirán su peso en el *mix* energético de forma significativa hasta 2030 (-11,0 p. p. en España y Portugal, respecto a 2016), tras las reducciones relativamente modestas observadas en la última década (-4,0 p. p. en España y -3,0 p. p. en Portugal). No obstante, se espera que los productos petrolíferos sigan liderando el *mix* energético en los dos países y que representen el 40% y el 39% del consumo energético final en España y Portugal, respectivamente. Este liderazgo se explicará por el peso del sector de transportes, muy dependiente de los productos petrolíferos, por lo que, si se pretende reducir en mayor medida el peso del petróleo, las autoridades deberán fomentar la sustitución de los combustibles fósiles por la electricidad, los biocombustibles o el hidrógeno.

Al mismo tiempo, se producirá un aumento relativamente moderado del peso de la electricidad en el *mix* energético (2,0 p. p. en España y 5,0 p. p. en Portugal, respecto a 2016) hasta 2030 y esta tendencia incentivará, a su vez, un mayor uso de los recursos renovables. De hecho, ambos países apuntan a objetivos claros en este punto: Portugal pretende que el 80% de la producción eléctrica proceda de fuentes renovables (energía solar, eólica e hidroeléctrica, principalmente) en 2030, mientras que España se plantea alcanzar una proporción del 74% (eólica, solar e hidroeléctrica).<sup>10</sup> La electrificación del *mix* energético deberá ser transversal a los distintos sectores, y, en el caso de la industria, el cambio podrá ser más lento que en otros sectores, considerando la complejidad que supone la transformación de modelos de negocio e innovación de los procesos productivos.

La tercera fuente principal de energía en el consumo final se espera que siga siendo distinta en los dos países: en España, las proyecciones obtenidas a partir del plan de energía y otros estudios económicos apuntan a que el gas natural seguirá ocupando la tercera plaza con un peso del 20% en 2030, seguido de las energías renovables (9%). En cambio, en Portugal, se espera que las fuentes renovables mantengan el tercer puesto en el *mix* energético con un peso del 18%. Esto no responde tanto a un aumento muy significativo de estas energías de aquí a 2030 como al peso que ya tienen actualmente las renovables en el consumo final de energía en Portugal (13% en 2016, frente al 7% de España y a la media de la UE) y en la inversión sustancial que el país ha hecho en estos recursos en los últimos años.

El cambio del *mix* energético, más orientado hacia fuentes de energía limpias, tendrá efectos positivos no solo para el medio ambiente, sino también para la salud pública y la economía. Así, este cambio permitirá reducir la dependencia energética de las economías ibéricas respecto al petróleo y los productos petrolíferos, lo que reducirá la factura energética gracias a una reducción de las importaciones y, consecuentemente, contribuirá a la mejora de la balanza comercial.<sup>11</sup> A su vez, la inversión en fuentes renovables de energía contribuirá al crecimiento económico y a la creación de empleo. Sin embargo, permanece la duda sobre cuál será el impacto de este *mix* energético más sostenible en el coste de la energía para el consumidor final. En gran medida, ello dependerá de si el progreso tecnológico es capaz de seguir reduciendo, como ha sucedido en los últimos años, el coste de producción de la energía renovable.

Vânia Duarte

8. Destaca, en ambos casos, la elevada dependencia en los productos de petróleo y el petróleo importados, con una relación de dependencia (medida por la ratio de las importaciones líquidas de petróleo y sus derivados respecto a la suma del consumo interno bruto y el petróleo usado en sus vehículos marítimos) del 96,9% y el 99,2% para España y Portugal, respectivamente, en 2016.

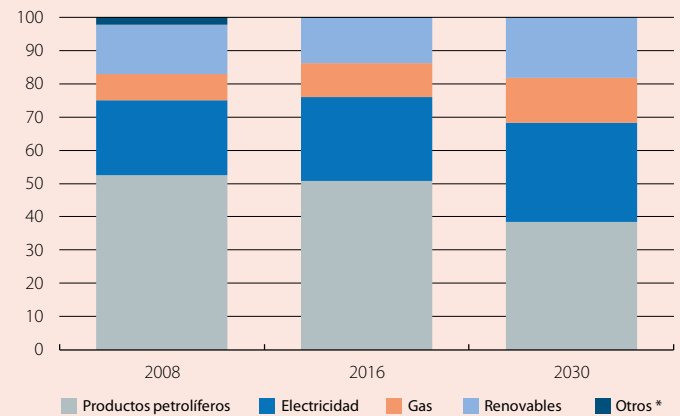
9. Para un análisis en profundidad, véase el artículo «La geopolítica de la energía» en este mismo Dossier.

10. Actualmente, las renovables tienen un peso del 33% y el 41% en España y Portugal, respectivamente.

11. Teniendo en cuenta el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030 para España y Portugal, el objetivo es una reducción en las tasas de dependencia a un 59% y 65%, respectivamente.

### Portugal: evolución del mix energético

Porcentaje del consumo final de energía (%)



**Nota:** \* Otros: incluye carbón y otras fuentes de energía no especificadas.

**Fuente:** CaixaBank Research a partir del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030, Cepsa y la Hoja de Ruta para la Neutralidad Carbónica en 2050 de Portugal.

A través de nuestros estudios, contribuimos a 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](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

### Lo que la contratación esconde

Analizamos la evolución de la contratación indefinida y temporal en el mercado laboral español.



### Los principales factores macroeconómicos para el año 2019

Nuestro economista jefe analiza el panorama económico para 2019.



### China, ante un año difícil: riesgos crecientes, pero menor margen que en 2015

Ante la desaceleración de la economía china, ¿hasta qué punto están fundadas las preocupaciones? ¿cuál es el margen de política económica?



### Un mundo de gigantes

Analizamos el fenómeno de las llamadas empresas superestrella: ¿Dónde se encuentran? ¿Qué hay detrás de su auge?



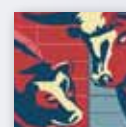
### ¿Qué ha cambiado en la comunicación de la Fed?

¿Cómo afectará el reciente cambio en la comunicación que ha llevado a cabo la Reserva Federal de EE. UU.?



### Sobre la inversión de la curva de tipos: ¿preludio de recesión?

La curva de tipos de interés de EE. UU. se ha invertido. ¿Es el preludio de una recesión? ¿Será esta vez diferente?



Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://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](http://www.cegeglobal.com)

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

