

# IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 435 | JUNIO 2019



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS  
*El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos? Parte II*

ECONOMÍA INTERNACIONAL  
*Anatomía de la desaceleración de la eurozona: lecciones del segundo semestre de 2018*

ECONOMÍA ESPAÑOLA  
*El automóvil, un sector clave ante un futuro incierto*

## DOSSIER: JUVENTUD, DIVINO TESORO

*Los jóvenes adultos del siglo XXI,  
¿una forma distinta de encarar la vida?*

*¿Cómo han modificado los jóvenes adultos  
sus decisiones de consumo y ahorro?*

**INFORME MENSUAL**

Junio 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 mayo de 2019

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

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

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 15 *Anatomía de la desaceleración de la eurozona: lecciones del segundo semestre de 2018*  
 Javier García-Arenas

**19 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- 21 *El automóvil, un sector clave ante un futuro incierto*  
 Jordi Singla
- 23 *La competitividad laboral española: un recorrido de luces y sombras*  
 Marc Miró i Escolà

**26 ECONOMÍA PORTUGUESA****29 DOSSIER: JUVENTUD, DIVINO TESORO**

- 29 *Los jóvenes adultos del siglo XXI, ¿una forma distinta de encarar la vida?*  
 Josep Mestres Domènech y Adrià Morron Salmeron
- 34 *¿Cómo han modificado los jóvenes adultos sus decisiones de consumo y ahorro?*  
 Oriol Carreras y Marc Miró i Escolà

## Políticas para jóvenes adultos

Si hay una etapa que concentra muchas de las grandes decisiones que tomamos a lo largo de la vida es la de la juventud adulta. Decisiones sobre nuestra formación educativa y profesional; sobre los primeros pasos de nuestra trayectoria laboral; sobre si emanciparnos... ¡finalmente!; sobre si vivir en pareja, con amigos o simplemente con compañeros de piso; sobre si tener hijos y cuántos; sobre dónde vivir (¿emigrar quizás?), y si comprar una vivienda o vivir de alquiler. Una etapa intensa para el que la vive y fascinante, también, para los economistas y otros científicos que estudiamos cómo se toman estas decisiones, qué las condiciona, sus implicaciones a nivel personal y colectivo, y qué políticas traerían mejores resultados.

En el ámbito educativo, por ejemplo, España destaca por su elevada proporción de jóvenes adultos con estudios universitarios pero, también, por los muchos jóvenes que solo finalizaron los estudios obligatorios. Ambas cifras están muy por encima del promedio europeo y son sintomáticas, seguramente, de la falta de atractivo de nuestro sistema de formación profesional. Una formación profesional moderna, que compaginara una enseñanza de calidad en las aulas con el aprendizaje en las empresas, atraería a muchos estudiantes que hoy en día abandonan su formación prematuramente o que optan, sin ser quizás la mejor opción para ellos, por la universidad.

En el ámbito laboral, los jóvenes adultos se ven especialmente perjudicados por la dualidad del mercado laboral, que segmenta el mercado entre *insiders* y *outsiders*. Los *insiders* llevan tiempo en el trabajo y cuentan con un contrato indefinido –aunque algunos son jóvenes, la mayoría no–. Los *outsiders*, muchos de los cuales son jóvenes, están desempleados o tienen un contrato temporal. Durante la crisis, los *outsiders* sufrieron desproporcionadamente los costes de ajuste, tanto en términos de desempleo como de reducción de salarios, y las secuelas aún se sienten. Solventar el problema de la dualidad, por ejemplo, haciendo más atractiva la contratación indefinida sería positivo para la eficiencia y la equidad.

La precariedad laboral, que se traduce en salarios más bajos, mayor temporalidad y más desempleo, tiende a retrasar la edad de emancipación. En España, más de un 60% de jóvenes de entre 18 y 34 años aún vive con sus padres, 15 puntos más que en la eurozona. Independizarse más tarde tiene, a su vez, un impacto directo sobre las tasas de fertilidad: por cada 1.000 mujeres españolas de entre 20 y 39 años, nacen unos 120 niños y niñas, 60 menos que en Francia. Cambiar estas dinámicas supondría, además, una gran aportación en favor de la sostenibilidad del sistema de pensiones público.

En los últimos años, los jóvenes también han sufrido un endurecimiento de las condiciones de acceso a la vivienda. El encarecimiento de los alquileres y las dificultades para ahorrar lo suficiente para comprar una vivienda han sido factores que, junto a la precariedad laboral, han contribuido a retrasar la edad de emancipación. En este ámbito, las políticas públicas deberían estar encaminadas a aumentar la oferta de vivienda en alquiler, incluyendo a través de un parque público que en España es muy escaso. Políticas como limitar el precio de los alquileres pueden ser contraproducentes porque tienden a reducir, en lugar de aumentar, la oferta de vivienda en alquiler.

Educación, mercado laboral y vivienda son tres grandes ámbitos en los que la mejora de las políticas públicas redundaría en beneficio de los jóvenes adultos. Jóvenes que solo desean un empleo estable en el que poder crecer personal y profesionalmente, emanciparse cuanto antes, formar una familia y no tener que dedicar a una vivienda la mitad de lo que ganan. ¿No se lo podemos poner algo más fácil?

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

## Cronología

### MAYO 2019

- 10** EE. UU. hace efectivo el incremento del 10% al 25% de los aranceles sobre 200.000 millones de dólares de importaciones procedentes de China (se había suspendido a finales de febrero). En respuesta, China anuncia que elevará los aranceles sobre 60.000 millones de dólares de importaciones procedentes de EE. UU.
- 23-26** Se celebran elecciones al Parlamento Europeo.

### 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).

### ABRIL 2019

- 10** La UE prorroga el *brexit* hasta el 31 de octubre de 2019.
- 28** Se celebran elecciones generales en España.

### 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%.

## Agenda

### JUNIO 2019

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7** Portugal: comercio internacional (abril).
- 18** España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 18-19** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20-21** Consejo Europeo.
- 21** Portugal: indicadores coincidentes (mayo).
- 24** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).  
Portugal: contabilidad nacional trimestral (1T).
- 25** España: balanza de pagos y PIIN (1T).  
Portugal: precios de la vivienda (1T).  
Portugal: balanza de pagos (abril).
- 27** España: avance del IPC (junio).  
España: tasa de ahorro de los hogares (1T).  
España: ejecución presupuestaria del Estado (mayo).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
- 28** España: contabilidad nacional trimestral (1T).  
España: balanza de pagos (abril).  
Portugal: avance del IPC (junio).

### JULIO 2019

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 4** Portugal: sistema bancario portugués.
- 10** Portugal: comercio internacional (mayo).
- 15** España: cuentas financieras (1T).
- 19** Portugal: indicadores coincidentes.
- 22** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 25** España: encuesta de población activa (2T).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 26** EE. UU.: PIB (2T).
- 29** España: avance del IPC (julio).
- 30** España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).  
Portugal: empleo y desempleo (junio).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
- 30-31** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 31** España: avance del PIB (2T).  
Portugal: avance del IPC (julio).  
Eurozona: PIB (2T).

## La economía mantiene firme el timón a pesar de los nubarrones proteccionistas

**La economía mundial navega con relativa bonanza a pesar del cambio de expectativas.** En los últimos trimestres se ha producido una revisión generalizada de las previsiones, de unos 0,4 p. p. en las principales economías debido al repunte de riesgos de naturaleza global como la mayor incertidumbre geopolítica y las tensiones comerciales. Esta narrativa, algo menos optimista, se ha ido alineando con el escenario que manejamos desde CaixaBank Research y que anticipa una suave desaceleración de la economía mundial en 2019 y 2020. De momento, sin embargo, no debemos sumirnos en el pesimismo, ya que el ritmo de avance esperado es, en la gran mayoría de casos, similar al promedio de los últimos 40 años. Además, tampoco debemos olvidar que es natural que, en una fase más madura del ciclo como la actual, el crecimiento pierda algo de fuelle. EE. UU. y China son dos economías en las que se da por descontado que habrá una desaceleración (ambos países se han tomado un respiro en el 1T) y la clave será que logren acomodarla de la forma más suave posible.

**A pesar de todo, hay riesgo de marejada por las tensiones comerciales.** Las tensiones comerciales habían disminuido notablemente en los últimos meses ante la expectativa de un acuerdo inminente entre EE. UU. y China, pero este último mes han vuelto con fuerza y, de hecho, tras los últimos acontecimientos, parece complicado que las dos potencias sellen un acuerdo a corto plazo. En concreto, ambos países han aumentado los aranceles y una compañía tecnológica china de la envergadura de Huawei ha engrosado la lista de empresas que requieren de autorización gubernamental en EE. UU. para adquirir componentes y tecnología norteamericanos. En el fondo, subyace un juego de tronos global por el dominio geopolítico y tecnológico en un contexto en el que China no cumple algunas de las exigencias norteamericanas en materia de propiedad intelectual. Las bolsas se han visto afectadas por el aumento de la incertidumbre y el repunte de la aversión al riesgo, especialmente en China. En las economías avanzadas también existe preocupación, pero ni la Fed ni el BCE tienen intención de endurecer su política monetaria en los próximos meses, lo que supone un importante punto de apoyo para los mercados financieros.

**El buque europeo va saliendo poco a poco de aguas procelosas, pero todavía hay olas.** A pesar de crecer por encima de lo esperado en el 1T, la actividad en la eurozona se espera que se mantenga en cotas moderadas en el 2T (algo por encima del 1,0% interanual) dado que los lastres sobre

el sector exterior y manufacturero todavía no se han desvanecido. No obstante, el crecimiento podría recuperar impulso en la segunda mitad del año. Este escenario, con un crecimiento moderado pero razonablemente saludable, no nos debe hacer bajar la guardia, ya que los riesgos en torno al *brexit* e Italia no han remitido. En el Reino Unido, la dimisión de Theresa May hace muy difícil predecir si el Reino Unido será capaz de aprobar el acuerdo de salida de la UE antes de la nueva fecha límite fijada por Bruselas (el 31 de octubre). En Italia, el conflicto con la Comisión Europea mantiene un tono elevado y no se descarta la convocatoria de unas nuevas elecciones anticipadas en los próximos meses.

**España y Portugal prosiguen su singladura con una cómoda velocidad de crucero.** Así, España no pierde comba y los indicadores económicos del primer tramo del 2T apuntan a un crecimiento dinámico tras el excelente dato del 1T (0,7% intertrimestral). La demanda interna continúa siendo el gran motor de la nave española y el único borrón es el comportamiento modesto del sector exterior, aquejado por las tensiones comerciales y el crecimiento más moderado de la eurozona. Destacan especialmente la fortaleza del mercado laboral (pulverizando incluso los pronósticos más optimistas), la resiliencia del sector turístico en un entorno menos favorable y la continuidad de la expansión inmobiliaria. La lectura es bastante similar para Portugal, donde el dato del 1T confirmó las buenas sensaciones que teníamos todos con un crecimiento intertrimestral del 0,5% (1,8% interanual) empujado por una inversión vivaz. Cabe reseñar que en las economías ibéricas la mejora del mercado laboral, tanto en la afiliación como en los salarios, está teniendo también un efecto muy favorable en las cuentas públicas a través de un aumento de los ingresos fiscales.

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	2,50	2,50	2,25
Líbor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,70	2,65	2,40
Líbor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	2,85	2,80	2,55
Deuda pública 2 años	3,70	0,73	1,84	2,68	2,55	2,60	2,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	2,41	2,83	2,75	2,80	2,70
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,10	0,00
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,35	-0,10	0,15
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,33	-0,08	0,18
Euríbor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,28	-0,05	0,20
Euríbor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,18	0,05	0,35
Euríbor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,08	0,15	0,50
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,40	-0,10	0,35
Deuda pública 10 años	4,30	1,98	0,35	0,25	0,40	0,70	1,20
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,02	0,19	0,64
Deuda pública 5 años	3,91	2,85	0,31	0,36	0,42	0,56	1,00
Deuda pública 10 años	4,42	3,82	1,46	1,42	1,40	1,50	1,90
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	-0,21	0,10	0,72
Deuda pública 5 años	3,96	5,03	0,46	0,47	0,40	0,69	1,27
Deuda pública 10 años	4,49	5,60	1,84	1,72	1,55	1,85	2,35
Prima de riesgo	19	362	149	147	115	115	115
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,15	1,19	1,23
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	125,86	126,14	130,38
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,44	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,84	0,83
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,74	0,71	0,68
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	70,0	66,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	60,9	55,5	51,2

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	3,6	3,3	3,4	3,5
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,2	2,4	2,2	1,9	1,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,4	1,7	1,7
Eurozona	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
Alemania	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
Francia	2,0	0,6	2,3	1,6	1,4	1,5	1,5
Italia	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,4	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	2,3	1,9	1,7
Japón	1,5	0,4	1,9	0,8	1,0	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,5	1,5	1,5
<b>Países emergentes</b>	6,5	5,2	4,8	4,5	4,3	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
India	9,7	6,9	6,9	7,4	6,4	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	1,2	1,8	2,1
México	2,4	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,5
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rusia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,2	1,9	1,8
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	3,6	3,5	3,5	3,4
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	2,0	1,8
Eurozona	2,1	1,4	1,5	1,8	1,3	1,5	1,8
Alemania	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,6	1,9
Francia	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,5	1,8
Italia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,8	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	1,4	1,6	1,9
Japón	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,6	1,3	1,3
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	4,8	4,6	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
India	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	4,9	5,1
Indonesia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,5	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,9	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,2	2,8	3,1
Rusia	14,2	9,3	3,7	2,9	5,0	4,2	4,0
Turquía	27,2	8,1	11,1	16,2	17,0	13,0	10,0
Polonia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,0	2,5	2,5
Sudáfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,2	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	1,8	1,7	1,6
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,9	2,1	1,7	1,5	1,4
Formación bruta de capital fijo	6,0	-3,4	4,8	5,3	3,5	2,9	2,5
Bienes de equipo	5,3	0,3	6,0	5,4	4,4	3,0	2,6
Construcción	6,2	-6,1	4,6	6,2	3,6	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	1,1	3,7	3,6
Importación de bienes y servicios	7,1	-1,0	5,6	3,5	0,3	4,0	3,7
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,4	-1,3	2,8	2,5	2,3	1,9	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,4	11,8	10,6
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	2,0	1,7	1,4	1,6	1,9
Costes laborales unitarios	3,3	0,2	0,2	0,8	1,7	2,3	2,5
Saldo op. corrientes (% PIB)	-6,0	-1,6	1,8	0,9	0,6	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,3	-1,2	2,1	1,5	0,8	0,8	0,8
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-7,0	-3,0	-2,5	-2,3	-1,5	-1,1

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	6,1	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	2,5	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	-0,4	-0,3	0,1

Previsiones



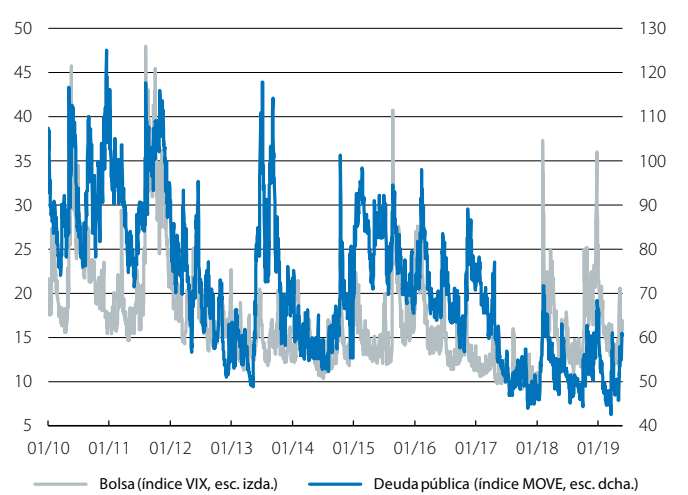
## La aversión al riesgo se impone entre los inversores

**Las tensiones comerciales desestabilizan los mercados financieros.** Rompiendo con la relativa bonanza que había dominado el escenario financiero durante los primeros meses del año, en mayo la aversión al riesgo se impuso en los mercados globales. El optimismo de los inversores de los anteriores meses, sustentado en la reconducción de las tensiones comerciales, el freno en el endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales y unos datos económicos favorables, viró bruscamente cuando la Administración estadounidense anunció un aumento de aranceles sobre las importaciones chinas. Este anuncio, que sorprendió al mercado, supuso un reajuste de las expectativas por parte de los inversores y despertó los temores a que las tensiones comerciales se cobren un mayor precio en términos de crecimiento económico. Así, ello se tradujo en un repunte de la volatilidad y la aversión al riesgo, lo que aumentó la preferencia por los activos considerados refugio (como la deuda soberana de EE. UU. y Alemania, el dólar y el oro). En este contexto de mayor incertidumbre, por otro lado, los bancos centrales mantuvieron sus mensajes de paciencia, reiteraron la intención de no endurecer la política monetaria próximamente, y ofrecieron una visión relativamente positiva del entorno macroeconómico a medio plazo, destacando, sin embargo, que los riesgos continúan sesgados a la baja.

**Las bolsas se tambalean.** Durante los primeros cuatro meses del año, el optimismo inversor se había traducido en importantes revalorizaciones en las bolsas (índice MSCI mundial +15,6%). En mayo, sin embargo, las tornas cambiaron. El repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y la publicación de unos datos de actividad que confirman que la economía mundial avanza a un ritmo más moderado mermaron el sentimiento inversor. Tal fue la relevancia que le otorgaron los inversores a estos aspectos, que quedaron en un segundo plano las sorpresas positivas de la temporada de resultados empresariales del 1T en las principales economías (lideradas por los sectores de consumo y tecnología). Así, en un entorno de mayor incertidumbre y volatilidad, las pérdidas se extendieron a lo largo de los mercados bursátiles mundiales y el S&P 500, el EuroStoxx 50 y el índice MSCI para el conjunto de los emergentes retrocedieron cerca de un 7%. Por regiones, las pérdidas fueron especialmente intensas en las bolsas asiáticas, y el índice MSCI para Asia emergente retrocedió alrededor de un 9%. En América Latina, por su parte, las bolsas se movieron más al son de factores idiosincráticos de la región y el índice MSCI de América Latina retrocedió menos de un 2,5%.

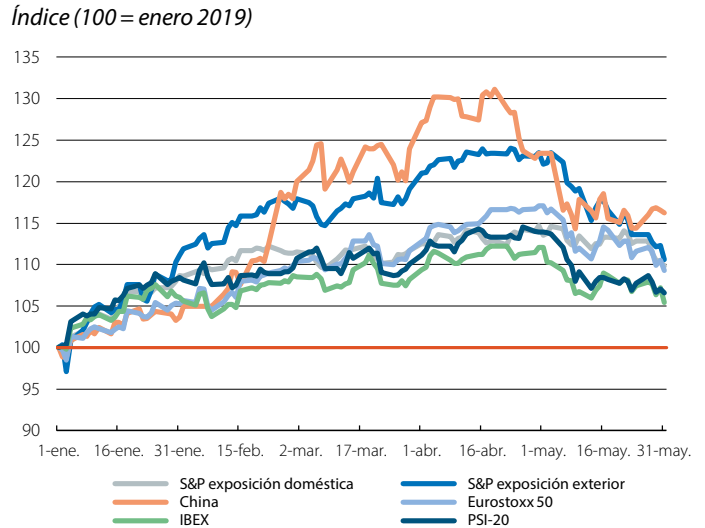
**Los tipos de interés soberanos se sitúan en mínimos.** En los mercados de renta fija, el incremento de aversión al riesgo se tradujo en un giro en las preferencias de los inversores, que optaron por activos considerados más seguros, como la deuda soberana de EE. UU. y Alemania. Ello empujó los tipos de interés soberanos a 10 años de ambas economías a niveles mínimos, de dos años en el caso del *treasury* americano y de tres en el del *bund* (que volvió a adentrarse en el terreno negativo). Además,

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



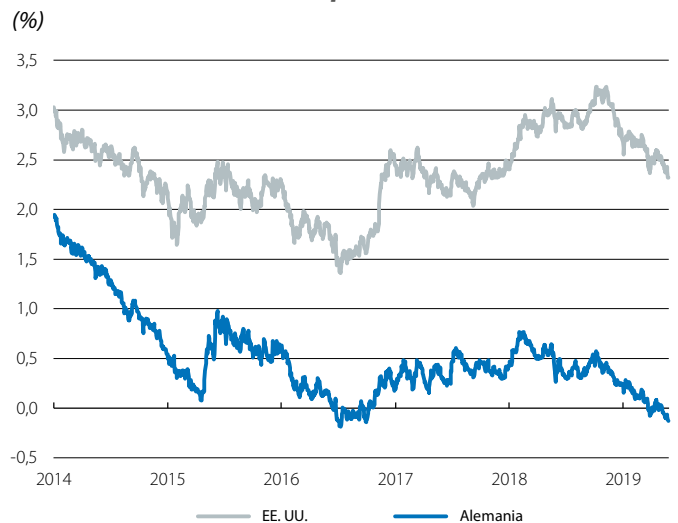
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Principales bolsas internacionales



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

### Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

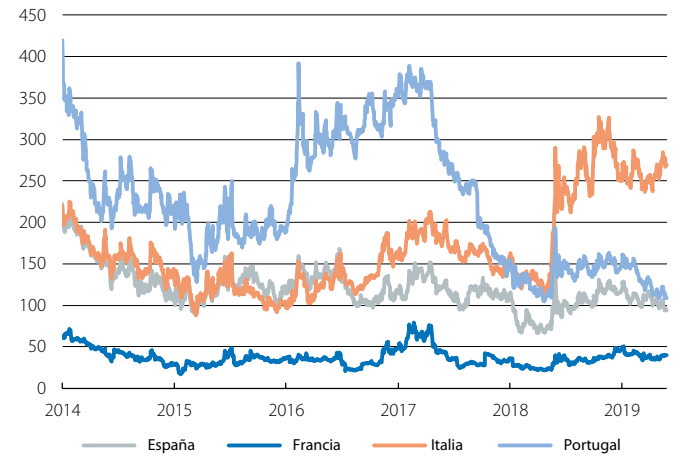
la curva soberana estadounidense volvió a invertirse, con un tipo de interés a 10 años por debajo del tipo soberano a 3 meses (lo que tradicionalmente ha sido una señal anticipada de recesión, aunque hay motivos para pensar que esta vez puede ser diferente, como hemos analizado en anteriores publicaciones). Por su parte, las primas de riesgo se redujeron en España y Portugal, aunque en menor cuantía que en abril, y situaron la rentabilidad de los bonos a 10 años en nuevos mínimos históricos, al terminar el mes por debajo del 0,80% y 0,90%, respectivamente. Por el contrario, en Italia, el aumento de las tensiones alrededor de la política fiscal del Gobierno y las declaraciones contradictorias al respecto empujaron al alza la prima de riesgo transalpina.

**El dólar mantiene su fortaleza y el petróleo retrocede.** El aumento de los temores entre los inversores y su preferencia por los activos más seguros respaldaron la apreciación del dólar estadounidense frente al resto de las principales divisas, y en especial frente al yuan chino, en un movimiento que contrasta con la ligera tendencia a la depreciación del dólar en los anteriores meses. Caso particular fue el del yen japonés que, en su papel de valor refugio ante las turbulencias financieras, se apreció frente al dólar, mientras que la libra esterlina se debilitó debido al aumento de la incertidumbre sobre el futuro del Gobierno británico y el *brexit*. En los mercados de materias primas, el precio de los metales industriales, altamente correlacionado con el ciclo económico, descendió a niveles de hace dos años fruto de los temores sobre los efectos que la disputa comercial pueda tener en el crecimiento global. Por su parte, el precio del barril de Brent se mostró más volátil que en los anteriores meses, al debatirse entre las presiones alcistas por parte de factores de oferta (las sanciones impuestas por parte de EE. UU. a Irán, las tensiones en Oriente Medio y la expectativa de que la OPEP extienda los recortes de producción en su reunión del 25 y 26 de junio) y las presiones bajistas de demanda (relacionadas con el giro pesimista del sentimiento inversor en mayo), que terminaron imponiéndose y arrastraron el precio del Brent hacia los 65 dólares por barril a cierre de mes.

**A la espera de sus reuniones de junio, los bancos centrales reiteran los mensajes de paciencia.** Frente a las turbulencias financieras del mes, los miembros de los principales bancos centrales (que no tuvieron reuniones de política monetaria en mayo) siguieron señalando, a través de sus distintas comunicaciones públicas, la intención de no endurecer su política monetaria en los próximos meses. Así, tal y como reflejan las actas de las últimas reuniones del BCE (10 de abril) y la Fed (1 de mayo), los principales bancos centrales se mantienen prudentes debido a la presencia de riesgos bajistas, aunque sostienen una visión positiva del escenario económico a medio plazo. Por otro lado, ambas instituciones coincidieron en destacar que las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas, lo que respalda una actitud paciente en los próximos meses. No obstante, distintos miembros de la Fed defendieron que los factores que han lastrado la inflación estadounidense son temporales y se desvanecerán en los próximos meses, mientras que en Europa los miembros del BCE destacaron que las señales de mayor dinamismo salarial refuerzan la confianza en la recuperación de la inflación a medio plazo.

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

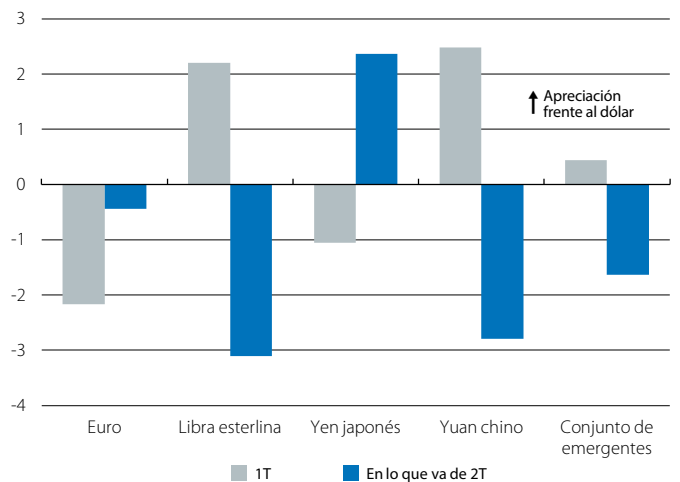
(p. b.)



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

**Divisas internacionales frente al dólar**

Variación (%)

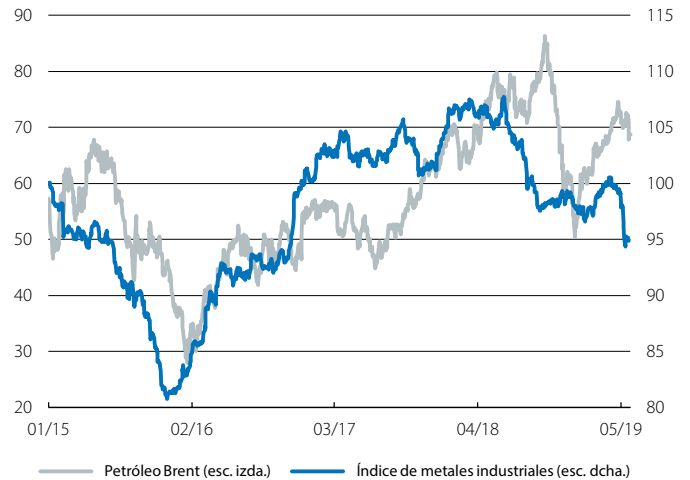


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precios de materias primas**

(Dólares por barril)

Índice (100 = enero 2015)



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

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

- Mientras que la deuda de los hogares se encuentra en una situación relativamente confortable, en la deuda corporativa se han generado algunas vulnerabilidades financieras.
- En concreto, mostramos cómo los inversores poseen ahora en sus balances deuda de empresas con un perfil de riesgo más alto y se encuentran algo menos protegidos.

La actual fase expansiva de EE. UU. va camino de ser la más larga de la historia y, hasta la fecha, ha transcurrido sin grandes sobresaltos. No obstante, a lo largo de los últimos años, se han gestado algunos desequilibrios financieros, especialmente en el sector corporativo, que podrían desestabilizar al conjunto de la economía en un escenario macroeconómico adverso.<sup>1</sup> A continuación, los analizamos con más detalle.

### Los riesgos se concentran en la deuda corporativa

En los últimos años, la deuda de las empresas no financieras ha aumentado con fuerza, hasta situarse en niveles parecidos a los de 2007. En parte, este incremento se sustentó en el crecimiento de los beneficios empresariales, favorecidos por los vientos de cola de la expansión económica global, y en el entorno de bajos tipos de interés, que hace más llevadera la carga del endeudamiento. En este sentido, algunas instituciones, como el FMI, aseguran que los balances de las empresas se encuentran, en general, en buen estado. No obstante, esta visión de conjunto positiva coexiste con algunas señales que apuntan a un deterioro de la calidad de la deuda corporativa y a una mayor toma de riesgos en algunos segmentos del mercado. En particular, destacan: el endeudamiento de las empresas con peor perfil crediticio, la disminución del uso de cláusulas que protegen al prestamista y el aumento de la deuda emitida por empresas altamente endeudadas.

La evidencia del aumento de la deuda de empresas con peor perfil crediticio es amplia. Por ejemplo, la deuda con una nota crediticia de BBB se encuentra actualmente en máximos históricos (véase el primer gráfico).<sup>2</sup> Ello es especialmente relevante ya que, normalmente, cuando la economía entra en recesión, gran parte de esta deuda sufre un deterioro de su nota crediticia y acaba en grado especulativo. Ello fuerza a muchos de sus tenedores, como fondos de inversión o aseguradoras, a tener que venderla puesto que, por razones regulatorias, tienen un límite máximo de activos de grado especulativo que pueden mantener en su cartera.<sup>3</sup>

1. Para una visión panorámica del estado del ciclo del crédito de EE. UU., véase «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?» en el IM04/2019.

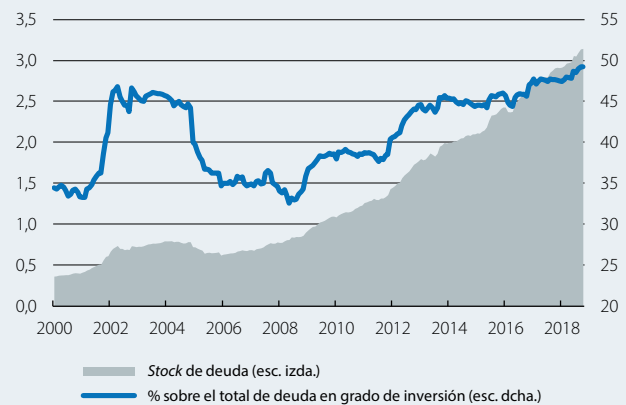
2. La calificación crediticia BBB es la más baja dentro del grado de inversión, donde se encuentran las empresas a las que se les presupone una mayor solvencia. Los activos con nota crediticia inferior a BBB tienen una calificación de «grado especulativo».

3. Véase Ellul, A., Jotikasthira, C. y Lundblad, C. T. (2011). «Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market» *Journal of Financial Economics*, 101(3), 596-620.

### EE. UU.: deuda corporativa calificada con BBB

(Billones de dólares)

(%)



**Nota:** Dentro de la categoría BBB se incluye la deuda con rating BBB+, BBB y BBB-.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

También hay indicios de que los inversores están menos protegidos frente al riesgo. Normalmente, cuando una empresa emite bonos, los prestamistas están protegidos por diversas cláusulas (como, por ejemplo, la obligación del emisor a mantener los ratios de deuda por debajo de un cierto umbral o limitar los usos a los que pueden destinar la deuda emitida). Sin embargo, tal y como apuntan la OCDE y el FMI, el uso de estas cláusulas se ha reducido sostenidamente desde 2002, sobre todo en los activos que entrañan un mayor riesgo (como, por ejemplo, la deuda corporativa con calificación de «grado especulativo».<sup>4</sup>

Por último, es especialmente preocupante la acumulación creciente de deuda por parte de aquellas empresas que ya están altamente endeudadas (lo que se conoce como *leveraged loans*), dado que ello acentúa la probabilidad de impago. En particular, según los datos del FMI, la deuda acumulada por parte de estas empresas se ha duplicado entre 2007 y 2018, desde los 0,6 billones de dólares hasta alcanzar los 1,2 billones. Además, los *leveraged loans* se suelen empaquetar para crear unos nuevos activos (llamados *collateralized loan obligations* o CLO, en inglés), que luego se venden en el mercado secundario. Este pro-

4. Según el índice elaborado por la OCDE, que mide el uso de cláusulas que protegen al prestamista, la diferencia de su uso entre empresas en el grado especulativo y en el grado de inversión se ha reducido a la mitad en los últimos 15 años. Véase Çelik, S., Demirtas, G. y Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, París.

ceso de titulización de los *leveraged loans* puede recordar a la titulización de los préstamos hipotecarios que estuvo en el centro de la crisis financiera de 2008, con el que, entre otros, el prestamista tiene menos incentivos a realizar un análisis exhaustivo de la solvencia de la empresa originalmente emisora de deuda. Sin embargo, distintos análisis, como los elaborados por la Fed, indican que la estructura financiera de los CLO es más robusta y no son una fuente destacable de riesgo sistémico (de hecho, el mercado de CLO resistió razonablemente bien las turbulencias de 2008).<sup>5</sup>

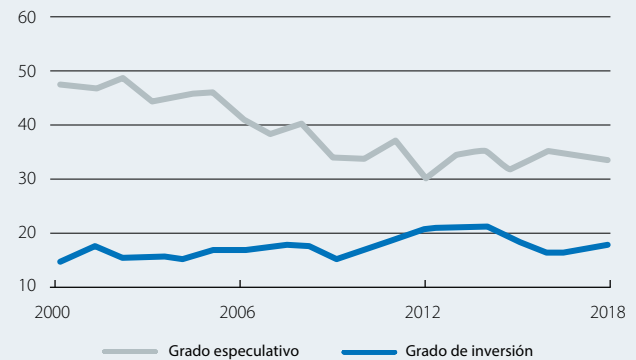
**La deuda de los hogares no es una fuente de riesgo sistémico**

En conjunto, el endeudamiento familiar es una fuente de riesgo menos preocupante que en ocasiones anteriores. Diversos factores contribuyen a esta visión: por un lado, las familias se han desendeudado notablemente respecto a los niveles de la crisis financiera. Por otro lado, la calidad de la deuda hipotecaria, el principal componente del endeudamiento familiar, ha mejorado y las nuevas hipotecas se conceden a hogares con un perfil *a priori* más solvente (véase el tercer gráfico). Mientras que entre 2004 y 2007 el porcentaje promedio de nuevas hipotecas concedidas a hogares con un *credit score*<sup>6</sup> bajo o muy bajo fue del 23%, en el 1T 2019 estas solamente representaban el 10%. Asimismo, la concesión de hipotecas a hogares con mayor *credit score* es actualmente del 56%, en comparación con el 25% registrado en los años previos a la crisis financiera.

Las fuentes de riesgo en la deuda familiar se encuentran en componentes que tienen un peso relativamente pequeño en el grueso del endeudamiento de los hogares, como, por ejemplo, en los préstamos para los estudios. Estos han duplicado su tamaño desde 2009, representan el 11% de la deuda familiar y poseen la tasa de morosidad más elevada de todos los tipos de deuda de los hogares (10,9% en el 1T 2019). Sin embargo, dado su tamaño relativamente pequeño y que se encuentran garantizados por el Departamento de Educación de EE. UU., no suponen tanto un riesgo para la estabilidad financiera como un lastre sobre el crecimiento económico: son varias las voces que alertan que los altos niveles de deuda con los que los recién graduados entran en el mercado laboral están siendo un freno para el consumo y el acceso a la vivienda de los jóvenes.<sup>7</sup>

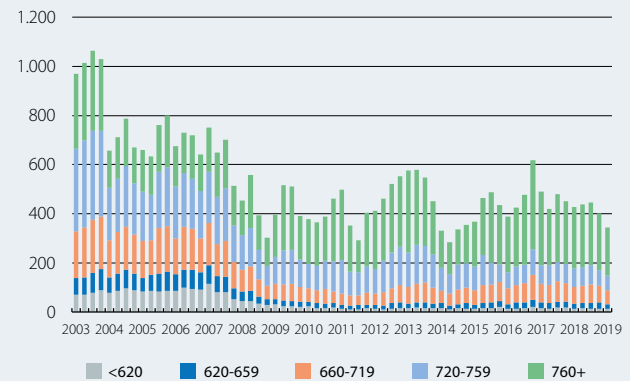
En suma, las vulnerabilidades de la deuda privada se encuentran sobre todo en el sector corporativo y reflejan,

**EE. UU.: índice de protección mediante cláusulas en los contratos a empresas no financieras**  
(%)



Fuente: Çelik, S. et al. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Market Series, Paris.

**EE. UU.: nueva concesión de préstamos hipotecarios según credit score**  
(Miles de millones de dólares)



Nota: Valores bajos del credit score apuntan a una menor capacidad de repago de la deuda. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

principalmente, un deterioro de la calidad de la deuda y una mayor toma de riesgos. Con unas perspectivas económicas razonablemente positivas, EE. UU. puede evitar que estas vulnerabilidades condicionen el escenario. No obstante, el temor es que si las perspectivas se deterioran más de lo esperado, estas vulnerabilidades puedan desestabilizar al conjunto de la economía. ¿Cuáles serían las consecuencias en un escenario más adverso? Lo veremos próximamente en una nueva entrega de la serie «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?».

Ricard Murillo Gili

5. Véase Kaplan, R. (2019). «Corporate Debt as a Potential Amplifier in a Slowdown». Y Fed (2019). «Vulnerabilities Associated with Elevated Business Debt», Financial Stability Report de abril.

6. El *credit score* es un indicador que mide la capacidad de repago de los individuos en EE. UU.

7. Dudley, W. C. (2017), «Opening Remarks at the Economic Press Briefing on Household Borrowing, Student Debt Trends and Homeownership». Reserva Federal de Nueva York.

**Tipos de interés (%)**

	31-may	30-abr	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	-0,32	-0,31	-1	-1,3	-0,1
Euríbor 12 meses	-0,17	-0,11	-5	-5,1	1,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,62	-0,53	-9	-4,7	2,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,66	-0,58	-8	-4,9	-3,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,20	0,01	-22	-44,4	-58,8
Deuda pública a 10 años (España)	0,72	1,00	-29	-70,1	-72,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	0,81	1,12	-31	-91,2	-107,0
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 meses	2,50	2,58	-7	-30,5	18,5
Líbor 12 meses	2,51	2,72	-21	-49,5	-21,4
Deuda pública a 1 año	2,20	2,37	-17	-39,6	-5,7
Deuda pública a 2 años	1,92	2,27	-34	-56,6	-55,0
Deuda pública a 10 años	2,12	2,50	-38	-56,0	-77,8

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

	31-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	58	13	-17,4	3,4
Itraxx Financiero Sénior	92	69	23	-16,7	12,8
Itraxx Financiero Subordinado	187	141	46	-41,2	17,0

**Tipos de cambio**

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,117	1,122	-0,4	-2,6	-4,2
EUR/JPY (yenes por euro)	120,960	125,020	-3,2	-3,9	-5,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,884	0,860	2,8	-1,6	1,2
USD/JPY (yenes por dólar)	108,290	111,420	-2,8	-1,3	-1,1

**Materias primas**

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	416,0	422,1	-1,5	1,7	-6,7
Brent (\$/barril)	64,5	72,8	-11,4	19,9	-16,0
Oro (\$/onza)	1.305,5	1.283,6	1,7	1,8	0,9

**Renta variable**

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.752,1	2.945,8	-6,6	9,8	0,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.280,4	3.514,6	-6,7	9,3	-5,0
Ibex 35 (España)	9.004,2	9.570,6	-5,9	5,4	-6,5
PSI 20 (Portugal)	5.044,0	5.390,6	-6,4	6,6	-8,6
Nikkei 225 (Japón)	20.601,2	22.258,7	-7,4	2,9	-7,1
MSCI emergentes	998,0	1.079,2	-7,5	3,3	-11,7



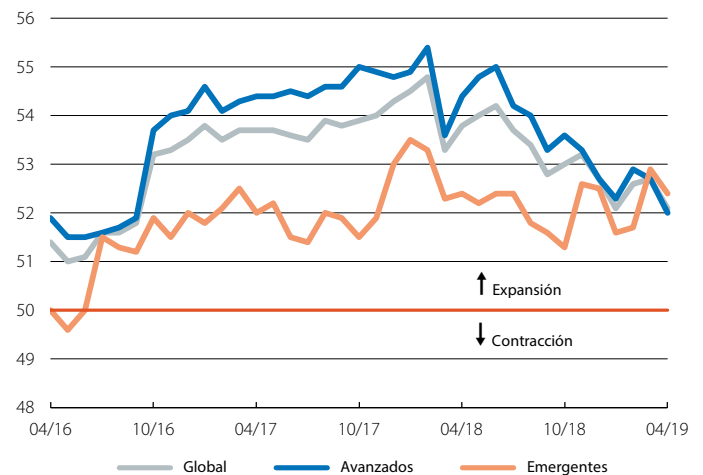
## La expansión global continúa en un entorno de incertidumbre

La economía mundial avanza a un ritmo más suave. Así lo reflejan indicadores como el índice de sentimiento (PMI) compuesto global, que lleva meses moderadamente por encima de los 52 puntos (52,1 puntos en abril), un nivel inferior al promedio de 53,6 puntos de 2018, pero que mantiene un colchón con los 50 puntos que delimitan la zona expansiva de la contractiva. Así, los indicadores afianzan el escenario macroeconómico de CaixaBank Research, que contempla una desaceleración suave del crecimiento mundial del 3,6% de 2018 al 3,3% en 2019. Parte de esta moderación responde a lastres temporales en algunas economías clave (especialmente en la eurozona), por lo que el ritmo de actividad económica podría mostrar un mejor tono a medida que avance el año. Sin embargo, como resaltan los siguientes párrafos de la coyuntura de este mes, el entorno es exigente y prevalecen importantes fuentes de incertidumbre.

**La negociación comercial entre EE. UU. y China se complica.** En particular, cuando parecía que EE. UU. y China estaban cerca de cerrar un acuerdo para encauzar su conflicto comercial, en mayo se volvieron a intensificar las tensiones entre ambas potencias. Por un lado, con el anuncio por parte de EE. UU. de una subida arancelaria del 10% al 25% sobre las importaciones chinas por valor de 200.000 millones de dólares, tras el cual China respondió con aranceles sobre 60.000 millones de dólares de importaciones norteamericanas. Asimismo, Trump también amenazó con imponer otra ronda de aranceles (del 25%) a otros 300.000 millones de dólares de importaciones de China, lo que cubriría el valor total de los bienes chinos importados anualmente por EE. UU. (véase el segundo gráfico). Por otro lado, la escalada fue más allá de los aranceles después de que EE. UU. añadiera a Huawei a la lista de empresas que requieren una «autorización» gubernamental para la adquisición de componentes y tecnología de EE. UU. Sin duda, estos elementos ponen presión a China para que profundice en algunas de las exigencias de EE. UU. en materia de transferencia tecnológica y propiedad intelectual antes de alcanzar un pacto comercial –lo cual parece hoy en día difícil que suceda a muy corto plazo–. No obstante, también subrayan el riesgo de que las tensiones entre ambos continúen durante un periodo más largo de lo inicialmente previsto. Por otra parte, EE. UU. pospuso hasta finales de año la decisión sobre medidas arancelarias en el sector de la automoción que, en este caso, afectarían especialmente a Europa.

**En Europa, la incertidumbre política va por barrios.** Por un lado, aunque las elecciones al Parlamento Europeo redundaron en un mayor peso de las formaciones euroescépticas, el apoyo a estos partidos fue inferior al que auguraban algunas predicciones y su peso parlamentario no llegó al umbral a partir del cual podrían condicionar materialmente el rumbo político-institucional de la UE. Por el otro, en el Reino Unido, la primera ministra Theresa May anunció su dimisión, con efecto a partir del 7 de junio. Tras su dimisión se iniciará la contienda por el liderazgo del Partido Conservador, que podría extenderse durante el verano. Ello se añadirá a las dificultades existentes para acordar una estrategia de consenso sobre el *brexit* en la Cámara de los Comunes antes de la nueva fecha límite del 31 de octubre.

### Indicadores de actividad: PMI compuesto Nivel



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

### Exportaciones de bienes estadounidenses hacia China

120.000 millones de dólares



#### Aranceles de China sobre importaciones de EE. UU.

**Aplicados**  
 25% sobre 50.000 millones de dólares  
 13% (en promedio) sobre 60.000 millones de dólares

### Exportaciones de bienes chinos hacia EE. UU.

540.000 millones de dólares



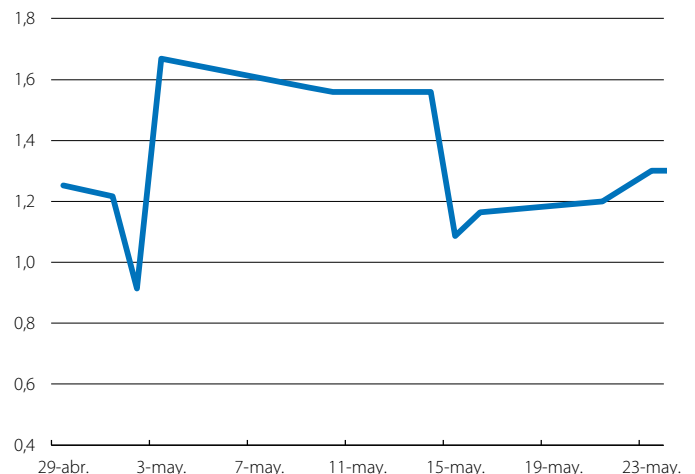
#### Aranceles de EE. UU. sobre importaciones de China

**Aplicados**  
 25% sobre 250.000 millones de dólares  
**Amenaza**  
 ? sobre 300.000 millones de dólares

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de US Foreign Trade (datos de 2018).

### EE. UU.: estimación del PIB en el 2T

Variación intertrimestral anualizada (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del modelo de Nowcasting de la Fed de Atlanta.

**ESTADOS UNIDOS**

**Los indicadores apuntan a un menor ritmo de crecimiento en el 2T.** En particular, los modelos de previsión Nowcasting del PIB de las distintas reservas federales sitúan el crecimiento para el 2T en el intervalo entre el 1,0% y el 1,5% (en términos intertrimestrales anualizados). Ello confirma que, más allá de la sorpresa del 1T (3,1% intertrimestral anualizado, apoyado en factores con poco recorrido, como los inventarios), la economía americana avanza hacia una gradual moderación del ritmo de crecimiento por la propia madurez del ciclo y el desvanecimiento del impulso fiscal. Con todo, a un mes del cierre del trimestre, todavía es temprano para valorar con precisión la magnitud de la desaceleración. De hecho, algunos indicadores de actividad que hemos ido conociendo a lo largo del mes sorprendieron en positivo, como los índices manufactureros de mayo elaborados por la Fed de Nueva York y la de Filadelfia, que aumentaron de forma considerable. Asimismo, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board escaló hasta los 134,1 puntos en mayo (129,2 en abril), muy por encima de lo esperado y del promedio de 2018 (130,1). Finalmente, en el plano laboral, se crearon 263.000 puestos de trabajo en abril, una cifra elevada en un contexto de pleno empleo. Además, la tasa de paro disminuyó hasta su nivel más bajo en 50 años (3,6%) y los salarios avanzaron un 3,2% interanual.

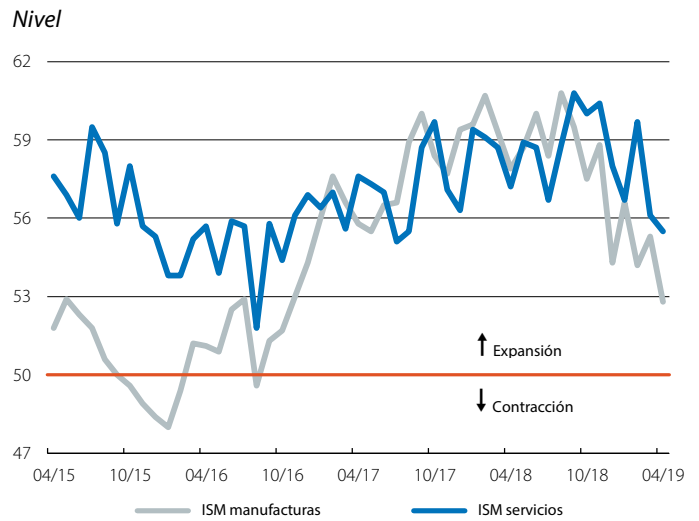
**Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas y apoyan la estrategia paciente de la Fed.** En concreto, la inflación de EE. UU. repuntó ligeramente en abril y se emplazó en el 2,0%, 1 décima por encima del registro del mes anterior, empujada en cierta medida por el precio de los carburantes. Por su parte, la inflación subyacente se situó en el 2,1% (2,0% en marzo). De cara a los próximos meses, esperamos que la inflación subyacente se mantenga en los niveles actuales, en consonancia con el objetivo de la Fed.

**EUROPA**

**La expansión continúa a ritmo moderado.** A pesar de avanzar por encima de lo esperado en el 1T (0,4% intertrimestral y 1,2% interanual), el crecimiento de la eurozona se mantendrá en cotas moderadas (ligeramente por encima del 1,0% interanual), en un contexto de desaceleración de la actividad global que está afectando especialmente al comercio y a las manufacturas. Así lo refleja la última actualización del escenario económico de la Comisión Europea. En particular, la institución, en su actualización de previsiones de primavera, rebajó en 1 décima su previsión de crecimiento para la eurozona, para 2019, hasta el 1,2% y, para 2020, hasta el 1,5% (cifras muy parecidas a las previsiones de CaixaBank Research). A pesar de esta revisión, y como señala la Comisión, el ritmo de actividad podría repuntar ligeramente a partir de la segunda mitad del año, hasta ritmos más acordes con el potencial (1,4% interanual), a medida que lastres temporales como la lenta adaptación del sector de la automoción a la nueva normativa de emisiones y algunos focos de incertidumbre política se vayan atenuando.

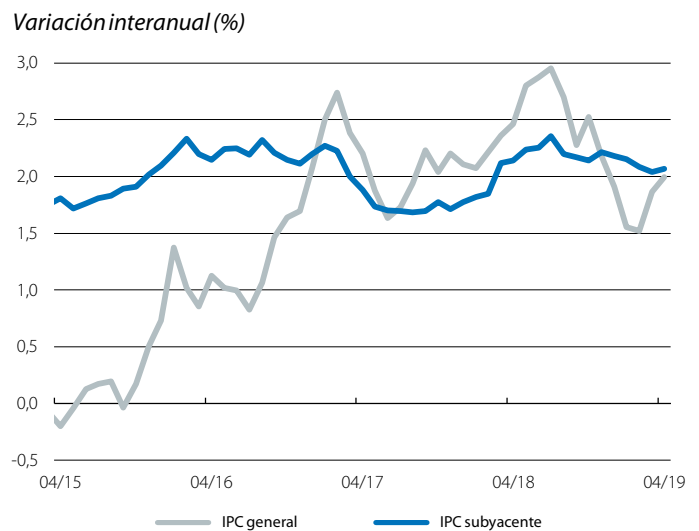
**Alemania y Reino Unido sorprendieron al alza en el 1T.** La actividad en Alemania se recuperó del bache de la segunda mitad de 2018 (-0,2% en el 3T 2018 y 0,0% en el 4T 2018) y creció un 0,4% intertrimestral (0,7% interanual), gracias al buen comportamiento de la demanda interna. Por su parte, el creci-

**EE. UU.: indicadores de actividad**



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

**EE. UU.: IPC**



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

**Previsiones del PIB de la Comisión Europea**

Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de invierno de 2019	
	2019	2020	2019	2020
Eurozona	1,2	1,5	▼ -0,1	▼ -0,1
Alemania	0,5	1,5	▼ -0,6	▼ -0,2
Francia	1,3	1,5	=	=
Italia	0,1	0,7	▼ -0,1	▼ -0,1
España	2,1	1,9	=	=
Portugal	1,7	1,7	=	=
Reino Unido	1,3	1,3	=	=

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, primavera de 2019).

miento del PIB en Reino Unido repuntó hasta el 0,5% intertrimestral (0,2% en el 4T 2018), a pesar de la elevada incertidumbre alrededor del *brexit* que se vivió en el 1T.

**Los indicadores de actividad evolucionan de forma mixta.** En el lado negativo, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se mantuvo prácticamente plano en mayo (51,6 puntos), muy por debajo del promedio de 2018 (54,5 puntos) pero en zona todavía expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, el detalle sectorial mostró que el PMI de manufacturas se mantiene en zona contractiva (47,8 puntos), reflejo de que los lastres sobre el sector exterior y manufacturero todavía no se han desvanecido. En el lado positivo, el índice de sentimiento económico (ESI) elaborado por la Comisión Europea aumentó hasta los 105,1 puntos, tras 12 meses de caídas. En la misma línea, la confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona también repuntó en mayo y alcanzó los -6,5 puntos (-7,0 puntos en el 1T). En conjunto, el cuadro de indicadores sugiere que la actividad económica mantendrá un ritmo de avance moderado en el 2T.

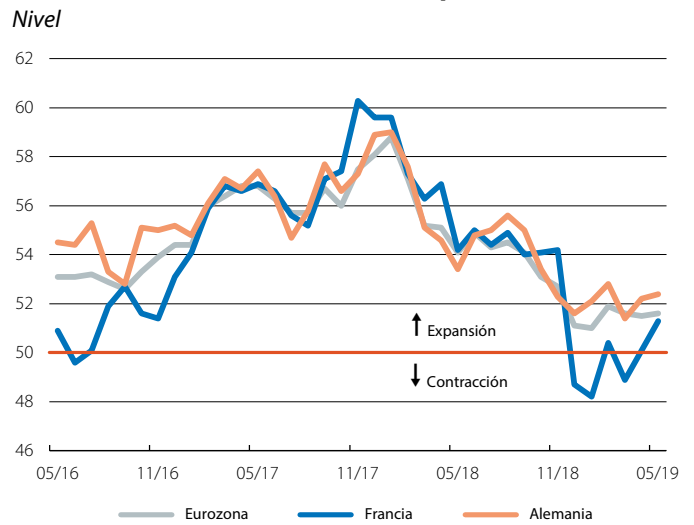
**RESTO DEL MUNDO**

**China: indicadores de actividad por debajo de las expectativas.** En particular, en abril, la producción industrial moderó su ritmo de avance hasta el 5,4% interanual (8,5% en marzo), mientras que las ventas minoristas también mostraron una dinámica similar, con un crecimiento interanual del 7,2% (8,7% en marzo). Por su parte, las exportaciones chinas cayeron un 2,7% interanual (+13,8% en marzo), un dato peor de lo esperado y muy por debajo del promedio de los últimos 12 meses (5,9%). Estas cifras apuntan a que el estímulo fiscal implementado en el 1T está teniendo un recorrido limitado y que, en ausencia de nuevas medidas de estímulo, la economía china seguirá desacelerándose en los próximos trimestres.

**Japón vuelve a sorprender.** El PIB nipón avanzó de forma sólida en el 1T, con un 0,5% intertrimestral (0,8% interanual), por encima del ya considerable 0,4% del 4T. No obstante, aunque el avance se situó por encima de las previsiones de la mayoría de los analistas, el desglose por componentes mostró que el crecimiento estuvo apoyado en factores con poco recorrido (como los inventarios), mientras que el consumo privado (-0,1%) y la inversión no residencial (-0,3%), pilares de la demanda interna, se mostraron débiles.

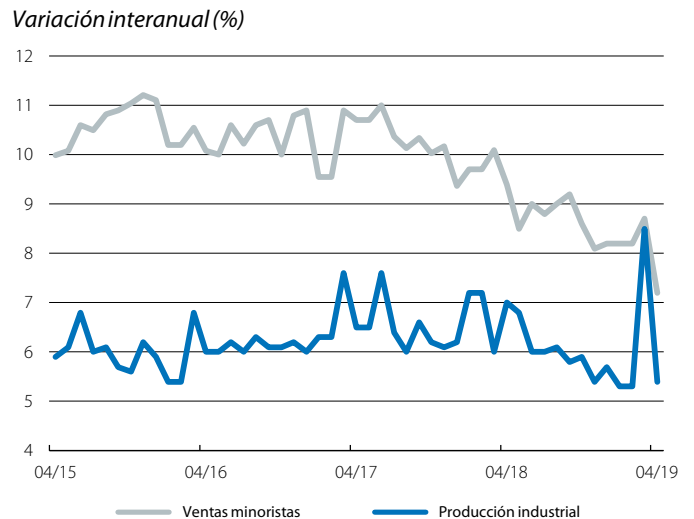
**Entre los emergentes, México y Rusia pierden impulso.** Por un lado, México sorprendió en negativo en el 1T, con una contracción del PIB intertrimestral del -0,2% (avance del 1,2% en términos interanuales). Si bien parte de esta debilidad se achaca a disrupciones en el sector industrial, la evolución de los indicadores más recientes apunta a un ritmo de actividad más contenido de lo esperado meses atrás. Asimismo, el PIB de Brasil también se contrajo en el 1T (-0,2% intertrimestral, en negativo por primera vez desde 2016). Por su parte, la economía rusa creció un 0,5% interanual, significativamente por debajo del trimestre anterior (2,7%), en parte por el efecto negativo de la subida del IVA de principios de año. Esta cifra confirma la desaceleración prevista en 2019, ante la persistencia de incertidumbre geopolítica (con la amenaza de nuevas sanciones internacionales), y el retorno a tasas de crecimiento más acordes al potencial del país.

**Indicadores de actividad: PMI compuesto**



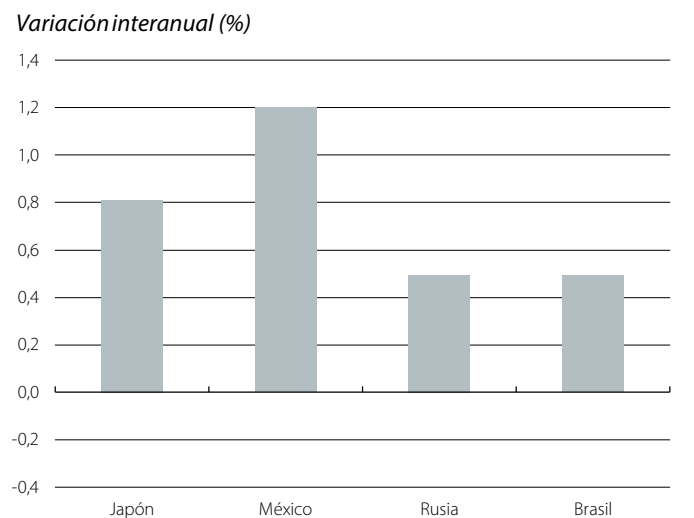
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

**China: indicadores de actividad**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional Estadística de China.

**PIB del 1T 2019: otras economías**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los institutos nacionales de estadística.



## Anatomía de la desaceleración de la eurozona: lecciones del segundo semestre de 2018

- En la segunda mitad de 2018, la economía europea se desaceleró de forma notable. En este artículo analizamos cuantitativamente el peso de los tres factores detrás de dicha desaceleración: el menor consumo de coches, la ralentización comercial y la incertidumbre política.
- Estimamos que estos tres factores explican casi el total de la desaceleración europea. El 40% de la desaceleración se explica por el menor consumo de vehículos, algo más de un tercio por la ralentización comercial y una quinta parte por la incertidumbre política.

### ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

La segunda mitad de 2018 supuso un jarro de agua fría para la economía de la eurozona. Tras crecer a un ritmo intertrimestral de un razonable 0,4% en la primera mitad de año, el crecimiento se redujo hasta cotas del 0,1%-0,2% en el segundo semestre. En este artículo, analizamos el cóctel de ingredientes que llevó a esta ralentización. Este ejercicio cobra especial relevancia tras la sorpresa positiva del 1T (crecimiento del 0,4% intertrimestral, 2 décimas por encima de lo esperado): ¿ha sido una sorpresa temporal o lo que observamos en la segunda mitad de 2018 fue un bache y la economía volverá a coger impulso de forma sostenida? Para ello, estudiamos en detalle el papel de tres factores que han estado detrás de la desaceleración: la caída de las ventas de automóviles (enmarcada en las dificultades del sector de la automoción y el peor desempeño del sector manufacturero europeo), la ralentización del comercio internacional y la incertidumbre política.

En concreto, analizamos cuál era el comportamiento que esperábamos en condiciones normales para estos tres factores en el segundo semestre de 2018 y lo comparamos con los datos que finalmente observamos. A partir de aquí es relativamente sencillo estimar el impacto sobre el PIB de las «desviaciones» de dichos factores.

Empecemos por las ventas de automóviles en la eurozona, afectadas por la incertidumbre regulatoria causada por el nuevo protocolo para las emisiones contaminantes de los vehículos que entró en vigor el 1 de septiembre de 2018 en toda la UE. Estimamos que el crecimiento de los nuevos vehículos registrados en la eurozona sorprendió negativamente en 4,3 p. p., lo que se tradujo en un impacto negativo sobre el crecimiento intertrimestral del PIB de 0,10 p. p.<sup>1</sup>

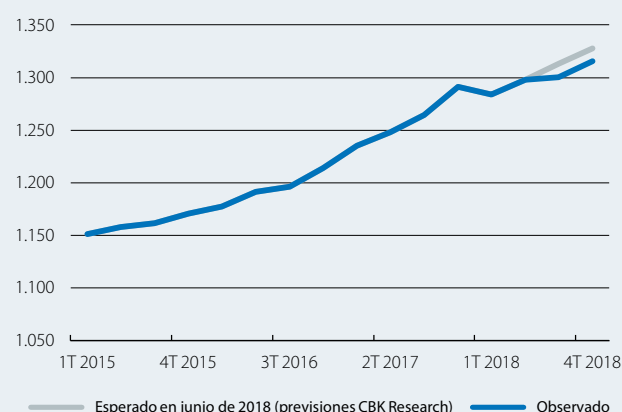
En cuanto a la ralentización del comercio internacional, en un contexto caracterizado por las tensiones proteccionistas, el crecimiento de las exportaciones nos sorprendió negativamente en 0,4 p. p., lo que redujo el crecimiento del PIB en la segunda mitad del año en 0,09 p. p. (la esti-

1. Comparamos el crecimiento observado con el predicho por un modelo AR(1) según la evidencia histórica. Luego multiplicamos la desviación obtenida por el peso del consumo de coches en el consumo total de los hogares europeos (4%) y, finalmente, para estimar el impacto en crecimiento, tenemos en cuenta que el consumo privado representa algo más de la mitad del PIB de la eurozona.

2. Hace un año preveíamos en CaixaBank Research que el crecimiento intertrimestral de las exportaciones en el 3T y el 4T 2018 fuera del 1,2% y el 1,1%, respectivamente, pero observamos un 0,2% y un 1,2%. Multiplicamos la desviación del crecimiento de las exportaciones por su peso en el PIB de la eurozona (28%) restándole el contenido importador de las exportaciones (25,7% según la OCDE).

### Eurozona: exportaciones

(Miles de millones de euros)



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

mación tiene en cuenta el contenido importador de las exportaciones).<sup>2</sup> Lógicamente una parte de la ralentización de las exportaciones se explicó por las menores exportaciones de vehículos (estimamos que algo menos de la mitad), lastradas por los ajustes en la producción para adaptarse a las nuevas normativas y el menor empuje de la demanda global.

Finalmente, la incertidumbre política, afectada a nivel internacional por las tensiones geopolíticas y comerciales y a nivel doméstico por las tensiones del nuevo Ejecutivo italiano con Bruselas y por el *brexit*, también jugó un papel relevante. En concreto, comparamos la evolución observada del índice de incertidumbre política en Europa de los académicos estadounidenses Baker, Bloom y Davis con la evolución esperada a partir de su evolución histórica. La sorpresa fue de 52 puntos adicionales del índice de incertidumbre, una magnitud nada desdeñable (véase el segundo gráfico) si tenemos en cuenta que el 80% de las observaciones centrales oscilan en un rango de 154 puntos. Así, estimamos que este factor erosionó el crecimiento en 0,05 p. p.<sup>3</sup>

Si unimos todos los resultados (véase el tercer gráfico), obtenemos que los tres factores sumados redujeron en 0,24 p. p. el crecimiento intertrimestral promedio de la eurozona en el segundo semestre de 2018, una cifra que

3. En concreto, comparamos los valores observados del índice con los predichos por un modelo AR(1). A continuación, hacemos una regresión del crecimiento del PIB sobre el índice y realizamos una predicción del crecimiento del PIB en la segunda mitad del año con los valores observados y los obtenidos con el modelo AR(1).

prácticamente equivale al total de la desaceleración observada. En concreto, el 40% de la desaceleración se explica por la caída de las ventas de vehículos, algo más de un tercio por la ralentización comercial y una quinta parte por la incertidumbre política.

Más allá de esta descomposición, otra manera de caracterizar la desaceleración de la eurozona es preguntarnos si se debe a factores de oferta (es decir, factores que restringen la capacidad o el potencial productivo de la economía, como puede ser la aparición de cuellos de botella) o de demanda (como, por ejemplo, la disposición a consumir de las familias), una distinción que también nos informa sobre cuán persistente puede ser la moderación del crecimiento. En este sentido, un detallado estudio cuantitativo del BCE<sup>4</sup> centrado en la actividad manufacturera estima que la desaceleración se ha producido principalmente por la debilidad de la demanda, si bien es cierto que las restricciones de oferta también han desempeñado un papel, aunque claramente menor (véase el cuarto gráfico).<sup>5</sup>

**Lecciones para el presente y el futuro**

El ejercicio «anatómico» realizado nos ofrece algunas pistas sobre las perspectivas económicas de la eurozona en 2019. Respecto al ajuste observado en el sector del automóvil, es de esperar que, a medida que los fabricantes de vehículos se adapten plenamente a la normativa europea de 2018 y los consumidores europeos sepan a qué atenerse, las ventas de vehículos se normalicen. De hecho, ello ya se trasluce en los datos del primer trimestre: el número de vehículos registrados ha aumentado un 7,0% intertrimestral tras caer un 11,0% en el 4T 2018. Con todo, es probable que la incertidumbre regulatoria siga afectando al sector: la UE prepara nuevas y más estrictas normas sobre las emisiones que deberán cumplirse antes de 2021 y se prevé que más ciudades europeas introduzcan restricciones a la circulación de vehículos.

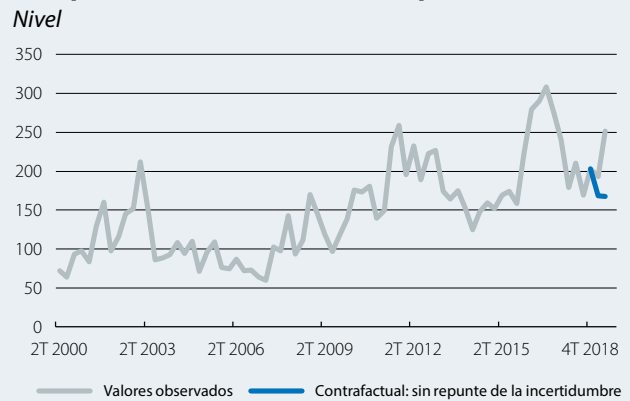
En cuanto a la ralentización comercial, el balance es mixto: por un lado, un apaciguamiento en el conflicto de China y EE. UU. puede contribuir a dinamizar los flujos comerciales, aunque existe el riesgo de que la Administración estadounidense acabe estableciendo aranceles sobre los automóviles europeos. Por otro lado, la desaceleración de los principales socios comerciales de las economías europeas en combinación con un entorno global más incierto para el comercio global (menor confianza, mayores barreras no arancelarias y mayores presiones sobre las cadenas globales) implica que el sector exterior continuará teniendo una contribución modesta al crecimiento de la eurozona.

Finalmente, es probable que la incertidumbre política continúe siendo elevada y no son descartables repuntes si se producen sorpresas en las elecciones europeas, en el *brexit* o se reavivan otros frentes de tensión, como la política fiscal italiana. Con todo, un dato esperanzador es que en el 1T 2019, un periodo complicado en el que planeó la amenaza de un *brexit* caótico, el índice de incertidumbre política de Europa disminuyó en 24 puntos respecto al 4T 2018, gracias principalmente a sendas mejoras en Francia e Italia.

Javier Garcia-Arenas

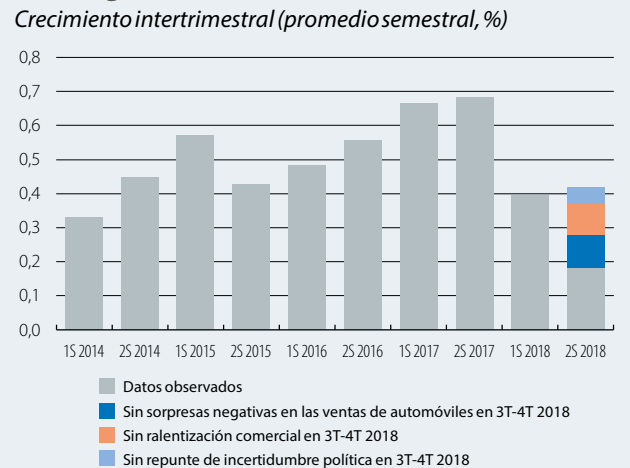
4. Véase Dossche, M. y Martínez-Martin J. (2018). «Understanding the slowdown in growth in 2018». ECB Economic Bulletin, Issue 8.  
 5. Otros estudios también llegan a la misma conclusión. Véase, por ejemplo, Benito, A. y Vernet, P. (2019). «European Daily: Anatomy of a slowdown». Goldman Sachs Economic Research.

**Europa: índice de incertidumbre política**



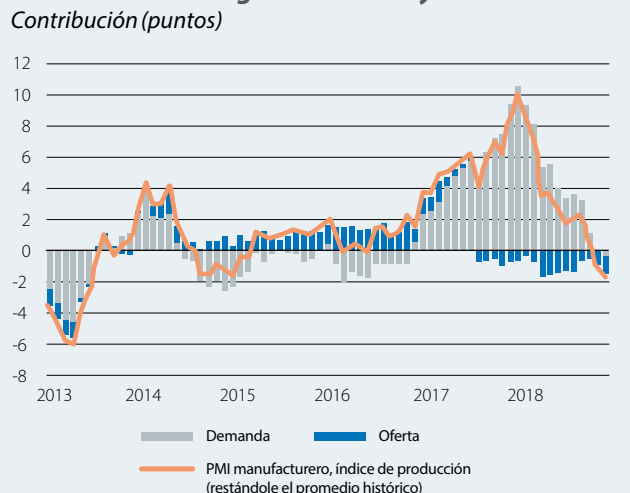
**Nota:** Índice de incertidumbre política para Europa a partir de las noticias aparecidas en periódicos de Alemania, Francia, España, Italia y Reino Unido. Los valores del contrafactual se obtienen a partir de un modelo AR(1).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, Bloom y Davis (2016).

**Eurozona: reducción del crecimiento en la segunda mitad de 2018**



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias.

**Eurozona: descomposición de la actividad manufacturera según demanda y oferta**



**Nota:** Descomposición del PMI de manufacturas a partir de un VAR estructural con producción y capacidad de utilización que identifica shocks de oferta y demanda.  
**Fuente:** Dossche, M. y Martínez-Martin J. (2018). «Understanding the slowdown in growth in 2018». ECB Economic Bulletin, Issue 8.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	2,2	2,9	2,9	3,0	3,0	3,2	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	4,6	5,2	5,4	3,5	3,6	3,2	...
Confianza del consumidor (valor)	120,5	130,1	127,2	132,6	133,6	125,8	129,2	134,1
Producción industrial	2,3	3,9	3,4	5,0	4,0	2,9	0,9	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	57,4	58,8	58,7	59,7	56,9	55,4	52,8	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.209	1.250	1.261	1.234	1.185	1.203	1.235	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	200	211	211	212	214	215	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,4	3,9	3,9	3,8	3,8	3,9	3,6	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	60,4	60,4	60,4	60,6	60,7	60,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,4	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	...	...
<b>Precios</b>								
Inflación general	2,1	2,4	2,7	2,6	2,2	1,6	2,0	...
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	1,9	0,8	1,4	0,1	0,2	0,8	–	...
Confianza del consumidor (valor)	43,8	43,6	43,7	43,4	42,8	41,3	40,4	39,4
Producción industrial	2,9	1,0	1,3	–0,1	0,5	–1,1	–1,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	21,0	19,0	19,0	12,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,5	–0,1	0,4	0,1	–0,2	–0,3	–0,5	...
<b>Precios</b>								
Inflación general	0,5	1,0	0,6	1,1	0,9	0,3	0,9	...
Inflación subyacente	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Actividad</b>								
PIB real	6,8	6,6	6,7	6,5	6,4	6,4	–	...
Ventas al por menor	10,3	9,0	9,0	9,0	8,3	8,5	7,2	...
Producción industrial	6,6	6,2	6,6	6,0	5,7	6,4	5,4	...
PMI manufacturas (oficial)	51,6	50,9	51,6	51,1	49,9	49,7	50,1	49,4
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>1</sup>	420	352	377	349	352	382	370	...
Exportaciones	7,9	9,9	11,5	11,7	4,0	1,3	–2,7	...
Importaciones	16,3	15,8	20,6	20,4	4,4	–4,7	4,0	...
<b>Precios</b>								
Inflación general	1,6	2,1	1,8	2,3	2,2	1,8	2,5	...
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	6,8	6,6	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7	6,9

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	2,5	1,6	1,8	1,2	1,7	2,4	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	3,0	0,9	2,2	0,5	-2,0	-0,3	...	...
Confianza del consumidor	-5,4	-4,9	-4,7	-5,1	-6,4	-7,0	-7,3	-6,5
Sentimiento económico	110,1	111,2	111,8	110,9	108,8	106,0	103,9	105,1
PMI manufacturas	57,4	55,0	55,5	54,3	51,7	49,1	47,9	47,7
PMI servicios	55,6	54,5	54,6	54,4	52,8	52,4	52,8	52,5
<b>Mercado de trabajo</b>								
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4	1,3	-	...
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	9,1	8,2	8,3	8,0	7,9	7,8	...	...
Alemania (% pobl. activa)	3,8	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,4	9,1	9,1	9,0	8,9	8,8	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,3	10,6	10,7	10,3	10,6	10,4	...	...
<b>PIB real (<i>variación interanual</i>)</b>	2,5	1,8	2,2	1,6	1,2	1,2	-	...
Alemania ( <i>variación interanual</i> )	2,5	1,5	2,0	1,2	0,6	0,7	-	...
Francia ( <i>variación interanual</i> )	2,4	1,7	1,7	1,4	1,0	1,0	-	...
Italia ( <i>variación interanual</i> )	1,8	0,7	1,0	0,5	0,0	0,1	-	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
General	1,5	1,8	1,7	2,1	1,9	1,4	1,7	...
Subyacente	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,4	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Saldo corriente</b>	3,5	3,2	3,7	3,4	3,2	3,0	...	...
Alemania	8,0	7,3	8,1	7,5	7,3	7,1	...	...
Francia	-0,6	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	...	...
Italia	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5	2,7	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	96,5	98,9	98,5	99,2	98,5	97,3	96,7	97,3

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

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

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Financiación del sector privado</b>								
Crédito a sociedades no financieras	2,5	3,8	3,7	4,2	4,0	3,6	3,9	...
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	2,6	3,0	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	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> (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos a la vista	10,1	7,9	8,0	7,3	7,1	7,0	7,8	...
Otros depósitos a corto plazo	-2,7	-1,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,4	0,5	...
Instrumentos negociables	1,4	-4,5	-3,2	-5,6	-3,4	-3,1	-5,9	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,4	0,3	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 desaceleración española se materializa a un ritmo más lento

**La economía española retrasa la moderación de su crecimiento.** Fruto del desvanecimiento de los vientos de cola que apoyaron el fuerte crecimiento de los últimos años, la economía española encara una transición hacia ritmos de avance más suaves y acordes con la madurez del ciclo. La moderación del crecimiento, sin embargo, se está produciendo algo más lentamente de lo esperado. Por ejemplo, en el 1T el PIB avanzó un 0,7% intertrimestral (2,4% interanual), un ritmo 0,1 p. p. superior al del trimestre anterior. Para el conjunto del año 2019, esperamos que la economía española crezca un 2,3% (2,6% en 2018) y que el crecimiento se suavice hasta el 1,9% en 2020 y el 1,7% en 2021. Por componentes, la demanda interna se mantendrá como el principal motor del crecimiento en España, especialmente por las contribuciones del consumo interno y de la inversión. Por su parte, en los últimos trimestres la demanda externa se ha visto penalizada por las tensiones comerciales y el menor crecimiento de la eurozona, y probablemente mantenga una contribución modesta mientras estos lastres sigan pesando sobre el entorno exterior. Un escenario de crecimiento muy similar a este lo encontramos en el cuadro macroeconómico del Gobierno, presentado en la actualización del Plan de Estabilidad 2019-2022. Respecto a las cuentas públicas, el Programa de Estabilidad prevé una reducción muy paulatina del déficit público, sustentada en el empuje cíclico y las nuevas medidas de ingresos que se incluirían en los presupuestos de 2020. Estas medidas (tributación mínima en el impuesto de sociedades, impuesto de servicios digitales, impuesto a las transacciones financieras, etc.) permitirían elevar los ingresos del 39,1% del PIB en 2019 hasta el 40,7% en 2022, aunque todavía no se conocen suficientes detalles para valorar su impacto con precisión.

**Los indicadores apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento.** En concreto, en marzo, la cifra de negocios del sector servicios creció un 5,1% interanual (media móvil de tres meses) y la del sector industrial un 2,2% interanual, ambas por encima de los registros del mes anterior. Asimismo, en abril, los índices PMI de manufacturas y de servicios se situaron en los 51,8 y los 53,1 puntos, respectivamente, en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). De esta manera, esperamos que en el segundo trimestre del año se mantenga un ritmo de crecimiento del PIB parecido al del 1T y, concretamente, nuestro modelo de previsión del PIB a corto plazo apunta a un avance de la actividad del 0,7% intertrimestral en el 2T 2019.

**El mercado laboral muestra un desempeño dinámico.** En la misma tónica que el PIB, en el mercado laboral la moderación prevista del crecimiento del empleo también se continúa retrasando. Así, en abril, el empleo aumentó un 2,95% interanual (en términos desestacionalizados), algo por encima del promedio del 1T (2,9%), y el número total de afiliados a la Seguridad Social se situó en los 19,2 millones, la cifra más elevada desde julio de 2008. Por su parte, el paro registrado disminuyó un 5,2% interanual (el mismo ritmo que en el promedio del 1T) y el total de parados se situó en los 3,2 millones de personas. Además, junto a esta mejora del empleo se empieza a observar un aumento gradual de las remuneraciones de los trabajadores, que debería contribuir a apuntalar la recuperación de los ingresos de los hogares

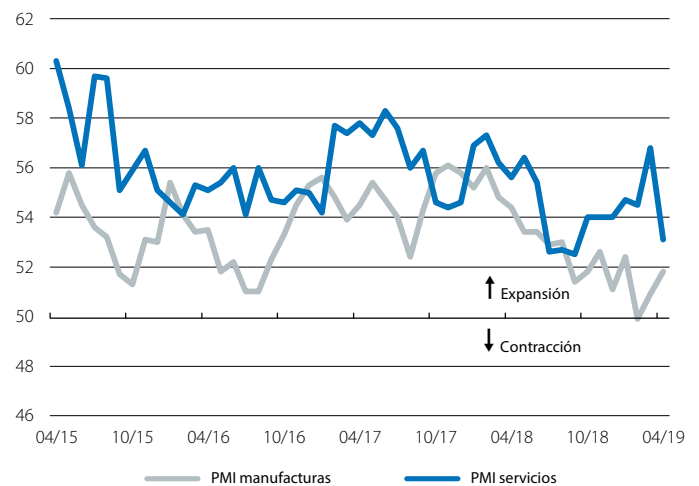
### España: cuadro macroeconómico previsto en el Programa de Estabilidad 2019-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
	Dato	Previsión			
PIB (variación interanual, %)	2,6	2,2	1,9	1,8	1,8
Empleo (variación interanual, %)	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
Tasa de paro (%)	15,3	13,8	12,3	11,0	9,9
Déficit público (% del PIB)	-2,5	-2,0	-1,1	-0,4	0,0
Deuda pública (% del PIB)	97,1	95,8	94,0	91,4	88,7

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad 2019-2022.

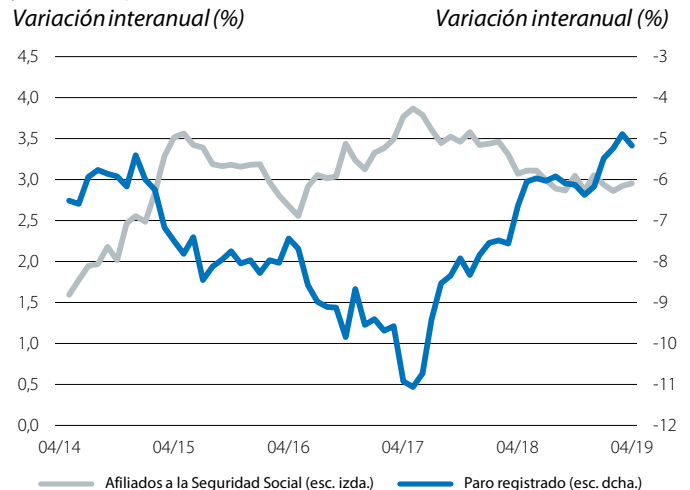
### España: indicadores de actividad

Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social y paro registrado



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



y del sentimiento económico de los consumidores. En concreto, en abril, el aumento salarial pactado en los convenios colectivos fue del 2,21% (2,25% en los nuevos convenios firmados en 2019), por encima del 1,75% registrado en diciembre de 2018.

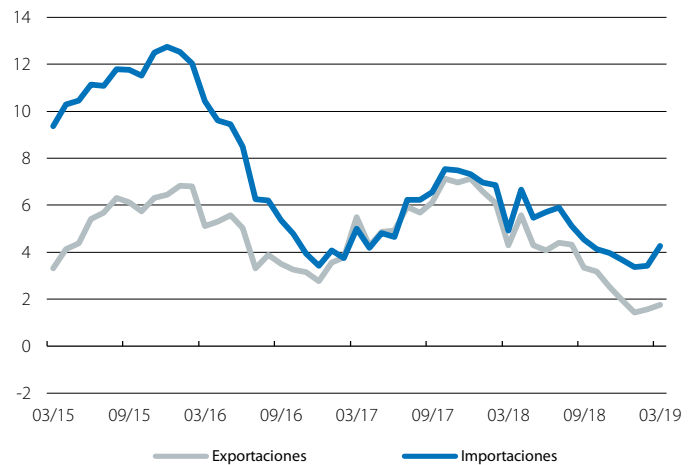
**La inflación se mantiene en niveles contenidos.** Concretamente, en mayo, la inflación general se situó en el 0,8% interanual. Así, revirtió el repunte de abril (cuando había aumentado hasta el 1,5%), en un registro que estuvo influenciado por los efectos de calendario relacionados con la Semana Santa. Respecto a la inflación subyacente, todavía no se conoce el dato de mayo, pero en abril se mantuvo en un contenido 0,9% y todo apunta a que la recuperación de las presiones inflacionistas subyacentes será muy paulatina. Por un lado, la recuperación de los salarios está siendo gradual. De hecho, es menor que la experimentada en otros países de la eurozona, lo que permite mantener la competitividad de la economía española (para más detalles, véase el Focus «[La competitividad laboral española: un recorrido de luces y sombras](#)» en este mismo Informe Mensual. Por otra parte, la reciente moderación de los márgenes empresariales está contribuyendo a la contención experimentada por la inflación subyacente.

**Nubarrones en el sector exterior, a pesar del calor del turismo.** Las tensiones comerciales y la desaceleración de la eurozona están pasando factura al sector exterior español y, en marzo, el saldo por cuenta corriente disminuyó hasta el 0,74% del PIB (acumulado de 12 meses), 1,03 p. p. por debajo del registro de marzo de 2018. La mayor parte de este deterioro es atribuible al empeoramiento del saldo de bienes (que fue del -3,0% y explica 0,9 p. p. del deterioro) y, en particular, a los bienes no energéticos (0,5 p. p. del deterioro). Sin embargo, en este contexto exterior menos favorable, el sector turístico mantiene el buen tono. En marzo, llegaron a España 5,6 millones de turistas internacionales, un 4,7% más que en el mismo periodo de 2018. Asimismo, el gasto total fue un 2,7% superior al de un año atrás.

**El sector inmobiliario, en una expansión más sostenible y duradera.** La compraventa de viviendas moderó su ritmo de crecimiento en marzo, con un avance del 8,1% interanual (acumulado de 12 meses) frente al 10,3% de 2018. Por su parte, el precio de tasación de la vivienda aumentó un 1,1% intertrimestral (4,4% interanual) en el 1T 2019, consolidando la tendencia alcista iniciada en 2015. Así, como muestran estas cifras, el sector inmobiliario español se está adentrando en una fase más madura del ciclo, caracterizada por una suavización del crecimiento de la demanda y de los precios. En esta fase, prevemos que las compraventas y los precios de la vivienda mantengan un buen ritmo de crecimiento en el conjunto de 2019, aunque más moderados que los registrados en el pasado año y en consonancia con la leve pérdida de dinamismo que esperamos para los factores que apoyan la expansión del mercado inmobiliario (la creación de empleo, unas condiciones financieras favorables y una elevada demanda extranjera).

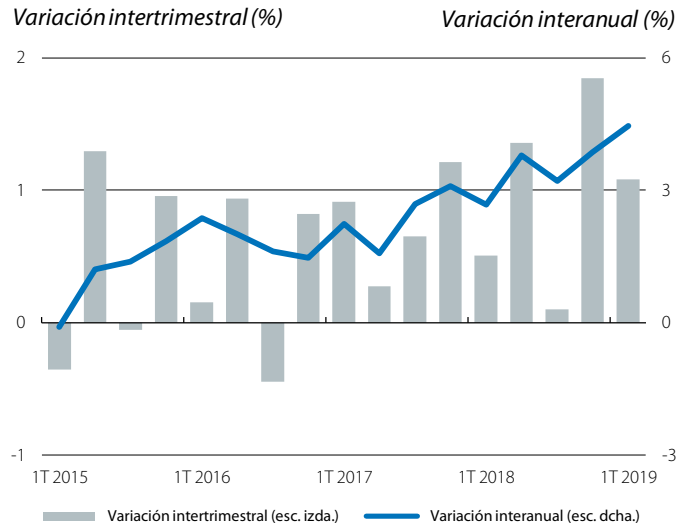
**La solidez de la actividad económica facilita la reducción de la morosidad.** En concreto, la tasa de morosidad cayó 0,09 p. p. en marzo hasta situarse en el 5,73%, y prosigue con la reducción iniciada hace cuatro años, en una senda que continuará en los próximos meses. En los últimos 12 meses, la mora se ha reducido en 1,07 p. p., favorecida por el buen ritmo del crecimiento económico y las consiguientes menores entradas a mora, así como por las ventas de crédito dudoso.

**España: comercio exterior de bienes \***  
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



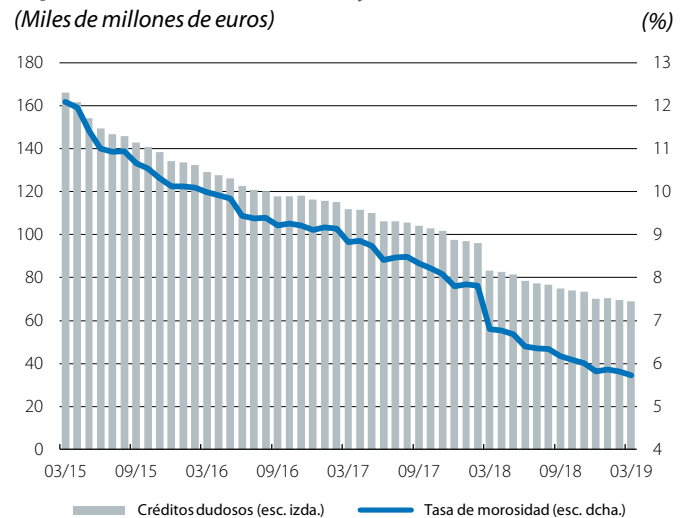
*Nota:* \* Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir la energía.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

**España: precio de la vivienda**



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

**España: tasa de morosidad y créditos dudosos**



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

## El automóvil, un sector clave ante un futuro incierto

- En Europa, el sector del automóvil tiene una contribución muy significativa a la actividad (tanto directamente como por efecto arrastre) y presenta una fuerte orientación exportadora.
- Por ello, en un contexto de desaceleración del comercio global, el sector ha ejercido un lastre sobre el crecimiento de la eurozona en los últimos trimestres (lo que se ha visto acentuado por las disrupciones regulatorias del sector).
- A futuro, el imperativo medioambiental y los problemas de polución en las grandes ciudades llevan al sector hacia la sustitución de los motores de combustión interna por los motores eléctricos. No obstante, para alcanzar este reto, deberán superarse cuellos de botella tecnológicos nada desdeñables.

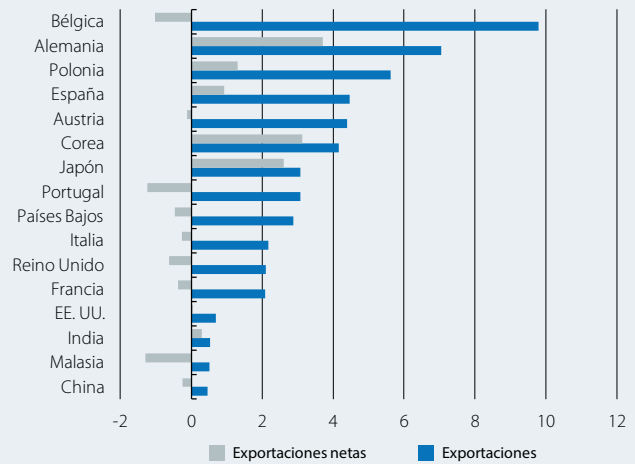
La economía de la eurozona desaceleró en la segunda mitad de 2018 y ha visto cómo las principales instituciones rebajaban sus perspectivas de crecimiento para 2019. Por ejemplo, mientras que en abril de 2018 el FMI pronosticaba que el PIB de la eurozona avanzaría un 2,0% en 2019, su previsión más reciente (de abril de 2019) se ha reducido hasta el 1,3%. Como hemos mostrado en análisis anteriores,<sup>1</sup> una parte de esta moderación se debe al bache que sufre el sector automovilístico, que está ajustándose al nuevo protocolo para las emisiones contaminantes de vehículos que entró en vigor el pasado 1 de septiembre de 2018. De hecho, nuestras estimaciones señalan que las disrupciones en el sector del automóvil han ejercido un lastre significativo: en su ausencia, el avance intertrimestral del PIB hubiera sido del 0,5% en el 3T 2018 (frente al 0,2% observado). En vista de su importancia, pues, debemos entender cuán temporales son realmente las disrupciones que afectan al sector automovilístico y cuáles son sus perspectivas a medio plazo.

### La importancia del sector en la eurozona

La importancia del sector del automóvil para la economía europea es remarcable y ha ido a más. Buena muestra de ello es que su producción representa el 3,8% del PIB de la eurozona y es responsable del 12,5% de las exportaciones europeas, cifras que superan las de 2012, cuando el sector representaba el 3,6% del PIB y el 10,5% de las exportaciones. El peso del sector en Europa también está por encima de la media mundial. Así, en 2017, la eurozona representaba el 15,8% del PIB global, pero sus exportaciones de coches, con la inclusión de los flujos entre Estados miembros, supusieron el 37,6% de las exportaciones mundiales de automóviles. Al desgranar por países, destaca la excepcionalidad de Alemania, cuyas exportaciones de automóviles en 2017 igualaron la suma de las de los tres grandes exportadores asiáticos –Japón, Corea y China– y supusieron el 47,3% del total de las exportaciones de la eurozona (cifras en dólares corrientes). Si, además de la instantánea de 2017, reparamos en la evolución de los últimos años, vemos que el caso alemán también destaca: si en 1990 el valor de las exportaciones germanas era similar al de las japonesas, en 2018 estaba un 74% por encima. Así, en Alemania las exportaciones de coches representaron un 7,0%

1. Véase el Focus «El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo» en el IM01/2019.

### El peso de las exportaciones de automóviles (% del PIB)



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

del PIB y las exportaciones netas (restando las importaciones), un 3,7%, lo que explica la práctica mitad del superávit corriente germano (8,1% del PIB en 2018, y el mayor del mundo en términos absolutos).

Pero la contribución del sector a la economía va más allá de su propio volumen de producción. De hecho, el sector del automóvil genera un importante efecto arrastre con el que la producción de automóviles estimula al resto de sectores de la economía. En particular, las estimaciones<sup>2</sup> indican que un aumento de 1 euro en la producción de automóviles genera un incremento de la producción total de la economía europea de 2,4 euros. Así, si medimos la contribución del sector de manera ampliada, es decir, teniendo en cuenta este efecto arrastre, en Alemania el peso de las exportaciones «ampliadas» del sector del automóvil podría superar el 15% del PIB. En vista del peso del sector en Europa y de su marcada orientación exportadora, pues, no es de extrañar que, en el actual entorno de desaceleración del comercio mundial, el sector haya ejercido un lastre significativo sobre el crecimiento de la eurozona.

2. Estimaciones basadas en tablas input-output de la Comisión Europea. Véase [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Consolidated\\_supply\\_use\\_and\\_input-output\\_tables&oldid=420861](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Consolidated_supply_use_and_input-output_tables&oldid=420861).

**Los retos del sector**

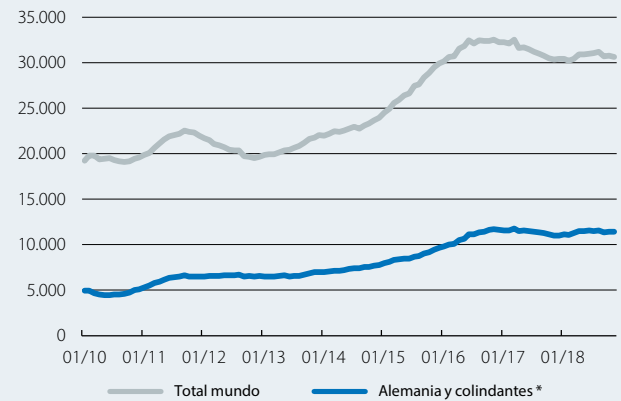
Si la economía de estos países europeos está tan ligada a las fortunas del sector del automóvil, cabe preguntarse entonces ¿cuáles serán las perspectivas del automóvil europeo (Alemania y socios) más allá de 2019? A corto y largo plazo, el sector se ve continuamente afectado por el imperativo medioambiental. Así, los cambios en la normativa anticontaminante supusieron importantes descensos en las ventas de coches en 2018, aunque este lastre debería remitir en 2019. Más allá de esta coyuntura, el sector se enfrenta a importantes retos de medio y largo plazo. El imperativo medioambiental y los problemas de polución en las grandes ciudades llevan al sector hacia la sustitución de los motores de combustión interna por los motores eléctricos. Algunos países plantean prohibir la venta de coches de combustión interna en 2040. No obstante, el camino de la electrificación posiblemente será una marcha más larga e incierta de lo anticipado. Los retos de la electrificación en el automóvil incluyen aumentar la capacidad de almacenaje energético en las baterías, todavía insuficiente para que la autonomía de los vehículos eléctricos rivalice con la de los de gasolina; la falta de infraestructuras de carga de baterías, así como un elevado tiempo de recarga; y estrechos cuellos de botella en materias primas esenciales para la construcción de baterías, como es el cobalto. Así, de no mediar avances científicos radicales (como el desarrollo de la batería de estado sólido o de la pila de hidrógeno),<sup>3</sup> el despegue del coche eléctrico será relativamente lento. Así lo apuntan distintos analistas, que barajan una previsión de que en 2030 todavía no habrá alcanzado el 10% de la producción mundial.<sup>4</sup> Además, este retraso, en conjunción con el imperativo medioambiental, podría encarecer sustancialmente el automóvil y dar lugar a nuevos modelos de transporte (como el uso compartido de vehículos).

En el interregno entre los motores de combustión y el vehículo eléctrico encontramos el coche híbrido. Actualmente, la penetración de los coches híbridos en Europa y EE. UU. es cercana al 2% del total de ventas, pero las previsiones de los analistas apuntan a que podría llegar al 20% en los próximos 10 años, una proporción que ya se ha alcanzado en Japón. En esta transición, el sector automovilístico europeo se encuentra claramente por detrás del de otras economías, como Japón, algo que queda ilustrado por el hecho de que el grupo japonés Toyota representa un 74% de las ventas acumuladas de híbridos en Europa. Una visión parecida queda reflejada en las diferentes cotizaciones bursátiles de los grupos automovilísticos alemanes frente a los japoneses. Alemania exporta 1,74 dólares en coches por cada dólar que exporta Japón, y sus tres grupos automovilísticos producen en el mundo 15 millones de coches, con precios significativamente más altos y mayores márgenes que los 22,3 millones de coches producidos globalmente por los grupos japoneses. Sin embargo, la

3. En los últimos 20 años no se ha alcanzado una solución viable para incorporar el hidrógeno en los turismos.  
 4. Goldman Sachs (2018). «The next growth engines: traction motors and inverters».

**España: exportaciones de coches**

(Millones de euros)



*Nota:* \* Alemania, Benelux, Austria, Eslovaquia, Chequia, Polonia y Hungría.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de aduanas.

capitalización bursátil de las cuatro empresas japonesas de coches supera a la de los tres grupos alemanes en un 15%.<sup>5</sup>

**El sector del automóvil en España**

En el caso español, el sector ha experimentado un fuerte crecimiento en la última década, con unas exportaciones que representaron un 4,5% del PIB en 2018, en alza desde el mínimo de 2,8% de 2009. La producción española automovilística tiene una clara vocación exportadora, ya que alrededor de dos tercios de la producción del sector se destina a la exportación. Además, en España, el sector ha exhibido una mayor integración con Alemania y sus países colindantes y un notable incremento de ventas a Reino Unido y EE. UU. Según datos de 2016, las exportaciones de coches de España fueron el 23,3% del total de la eurozona, muy por encima del 10,5% que pesa el PIB español en la eurozona. Este empuje de la exportación de coches hizo que las exportaciones de bienes españolas mantuvieran su cuota en el total de las exportaciones mundiales cuando la mayoría de las economías avanzadas la perdían frente al embate de Asia Oriental. Desde mediados de 2016, sin embargo, la exportación española de coches ha detenido su crecimiento y se ha mantenido en los niveles alcanzados. Este estancamiento, generalizado en términos de destinos geográficos, podría deberse al fuerte peso del diésel en la producción española<sup>6</sup> y, en términos macroeconómicos, ayuda a explicar la reducción del superávit corriente en los últimos trimestres.

El futuro no está escrito. La historia del sector del automóvil europeo está jalonada de éxitos y las economías de la eurozona se han apoyado ventajosamente en ellos. Pero, como se ha visto claramente en los últimos trimestres, cuando esta trayectoria exitosa se tuerce, la economía en general nota las consecuencias. Por ello es crucial que el sector pueda adaptarse a los cambios tecnológicos que vienen.

*Jordi Singla*

5. Marcas japonesas: Toyota, Nissan, Honda y Mazda. Grupos alemanes: Daimler, BMW y Volkswagen AG.  
 6. Las ventas de los vehículos con motores diésel son las que se han visto más perjudicadas por las nuevas normativas medioambientales.



## La competitividad laboral española: un recorrido de luces y sombras

- La mejora en la competitividad laboral española es clave para que España haya sido uno de los países de la eurozona con un mayor crecimiento en los últimos años.
- Mientras que en el periodo 2001-2008 la competitividad española se deterioró por un crecimiento de las remuneraciones muy por encima de la productividad, en los siguientes 10 años España ha sido capaz de recuperar la competitividad perdida.
- La buena dinámica de los últimos años no debe hacernos olvidar que la mejora de la competitividad sigue siendo crucial para continuar reduciendo desequilibrios y garantizar un patrón de crecimiento más sostenible.

La mejora de la competitividad laboral ha sido una de las características más destacadas de la economía española en la última década. Sin embargo, con la entrada de la economía en una fase más madura del ciclo, surge la incógnita de si la mejora de la competitividad respondió a factores temporales ligados al ciclo económico o si, por el contrario, es resultado de un cambio de fondo de la economía española. A continuación, lo analizamos a partir de la evolución reciente de los principales determinantes de la competitividad laboral: eso es, las remuneraciones de los trabajadores y su productividad.

### La evolución de la competitividad laboral en España y la eurozona

En una unión monetaria, uno de los determinantes clave de la competitividad de sus miembros es el coste laboral de producir cada bien y servicio. Así, si un país de la eurozona presenta un aumento sostenido de los costes laborales por unidad producida (CLU)<sup>1</sup> superior al del resto de países (ya sea por un mayor crecimiento salarial o por un menor dinamismo de la productividad), pierde competitividad sin que pueda recurrir a una devaluación de su moneda para recuperarla. Como muestra el primer gráfico, en los últimos 20 años, la competitividad de España<sup>2</sup> ha vivido dos etapas muy dispares: hasta inicios de 2008, una primera etapa de pérdida sostenida de competitividad frente al resto de la eurozona y, desde entonces, una de recuperación.

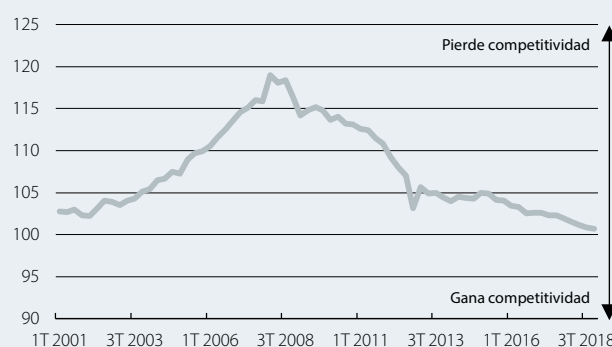
En concreto, hasta el año 2008, los CLU aumentaron a ritmos notablemente superiores a los de la eurozona, fruto de un crecimiento de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía española (3,5% anual prome-

1. Los costes laborales por unidad producida o unitarios (CLU) son el cociente entre la remuneración real por asalariado ( $w$ ) y la productividad aparente del factor trabajo, medida a su vez como la ratio entre el valor añadido bruto en términos constantes (VAB) y el empleo equivalente a tiempo completo (EETC). Es decir,

$$CLU = \frac{w}{\frac{VAB}{EETC}}$$

2. Entendida como la ratio entre los CLU de España y los de la media de la eurozona.

### España: evolución de los costes laborales unitarios en relación con los de la eurozona Índice (100 = 1T 1999)



**Nota:** Evolución de la ratio entre los costes laborales unitarios de España y los de la eurozona. La ratio se ha normalizado para que tome un valor de 100 en el 1T 1999.

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

dio entre 2001 y 2008) significativamente por encima de la productividad laboral (0,1%). Esta dinámica cambió con la recesión, cuando el aumento inicial de la productividad (fruto de una caída de la ocupación superior a la del PIB) y una evolución más contenida de los salarios, especialmente a partir de 2010, provocaron una disminución de los CLU y dieron lugar a una etapa de recuperación de la competitividad. Esta fue especialmente acentuada hasta 2013 y, desde entonces, España ha seguido mejorando su competitividad frente a la eurozona, pero a un ritmo más gradual.

### La importancia de la correspondencia entre remuneraciones y productividad

Como hemos mencionado anteriormente, la evolución de los CLU refleja la relación entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la productividad laboral. Por ejemplo, es posible compaginar la contención de los CLU con incrementos de las remuneraciones siempre y cuando haya crecimiento de la productividad laboral. Como se observa en el segundo gráfico, en el que se desglosa la evolución de estos dos componentes de los CLU, los primeros años de la recuperación española (2014-2016) se caracterizaron por una mejor correspondencia entre el

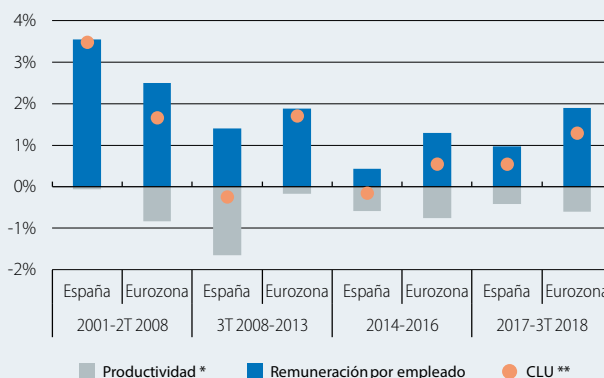
crecimiento de las remuneraciones y el de la productividad, que fueron muy parejos y permitieron mantener los CLU prácticamente estables (en claro contraste con el periodo 2001-2008, en el que se observó una marcada desalineación entre la evolución de las remuneraciones y de la productividad). Además, aunque recientemente los CLU de España han iniciado una tendencia alcista por primera vez en los últimos 10 años (en términos nominales),<sup>3</sup> hay que destacar que siguen haciéndolo por debajo de los de la eurozona (es decir, se continúa recuperando competitividad) y, lo que también es importante, se mantiene una mejor correspondencia entre el crecimiento de las remuneraciones y el de la productividad. Por su parte, los CLU del conjunto de la eurozona también han flexionado al alza en los últimos años y, como se observa en el segundo gráfico, el conjunto de la eurozona ha mantenido un equilibrio entre el crecimiento de las remuneraciones y el de la productividad parecido al de la anterior expansión.

En definitiva, más allá del impacto inicial de la recesión, en los últimos años la economía española ha seguido recuperando competitividad frente a la eurozona, y lo ha hecho con una mejor correspondencia entre la evolución de las remuneraciones de los trabajadores y la de su productividad. En los próximos trimestres, cabe esperar que el buen desempeño del mercado laboral se vea reflejado en un mayor dinamismo de los salarios. Aunque, probablemente, ello tendrá un impacto moderado sobre la inflación española, especialmente en comparación con la anterior fase expansiva,<sup>4</sup> su efecto sobre la competitividad dependerá de si se mantiene una buena correspondencia entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad. En este sentido, y en vista de que la productividad ha mantenido un bajo crecimiento en los últimos años, no debemos olvidar que la mejora de la competitividad sigue siendo clave para continuar reduciendo desequilibrios (como la deuda externa) y garantizar un patrón de crecimiento más sostenible.

Marc Miró i Escolà

**España: costes laborales unitarios y sus determinantes (remuneraciones y productividad)**

Contribución al crecimiento de los CLU en términos nominales (p. p.)



**Notas:** \* Valores positivos indican pérdida de productividad (es decir, contribuyen a incrementar los CLU). \*\* Variación anual promedio.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

3. Una dinámica esperada, dada la fuerte creación de empleo y la marcada reducción del desempleo que se ha observado en el mercado laboral español en los últimos años. Por ejemplo, según la encuesta de población activa más reciente (1T 2019), en el último año el empleo ha aumentado en cerca de 600.000 trabajadores y el desempleo se ha reducido en prácticamente 450.000 personas.

4. Véase el Focus «¿Un mayor dinamismo de los salarios supondrá una mayor inflación en España?» en el IM01/2019.

**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	03/19	04/19	05/19
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	3,2	0,3	1,1	0,5	-2,7	-0,2	-3,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-2,2	-4,9	-4,1
PMI de manufacturas (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	51,1	50,9	51,8	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	25,8	24,8	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	14,1	14,0	15,8	13,2	11,1	7,8	8,1	...	...
Precio de la vivienda	6,2	6,7	6,8	7,2	6,6	...	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	1,0	0,8	...	...
PMI de servicios (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	55,3	56,8	53,1	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	1,0	0,7	0,1	-0,4	1,4	1,3	1,4	1,1	...
Matriculaciones de automóviles	7,9	7,8	10,0	17,0	-7,6	-7,0	-4,3	2,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-2,0	-6,1	-3,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	3,2	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	14,7	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0	...
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</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	03/19	04/19	05/19
General	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,3	1,5	0,8
Subyacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9	...

**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	03/19	04/19	05/19
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	2,4	2,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	6,1	6,1	...	...
<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>9,0</b>	<b>9,0</b>	...	...
Bienes y servicios	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	21,8	21,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	-12,8	-12,8	...	...
<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>15,5</b>	<b>15,5</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	03/19	04/19	05/19
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	5,1	5,4	....	....
A la vista y ahorro	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	11,1	11,2	....	....
A plazo y preaviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	-13,7	-12,9	....	....
Depósitos de AA. PP.	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	17,8	19,6	....	....
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	-2,1	-1,4	....	....
Empresas no financieras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	-5,5	-3,4	....	....
Hogares - viviendas	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,2	-1,1	....	....
Hogares - otras finalidades	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	4,0	3,2	....	....
Administraciones públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	-10,3	-8,4	....	....
<b>TOTAL</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,8</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>5,7</b>	<b>5,7</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.

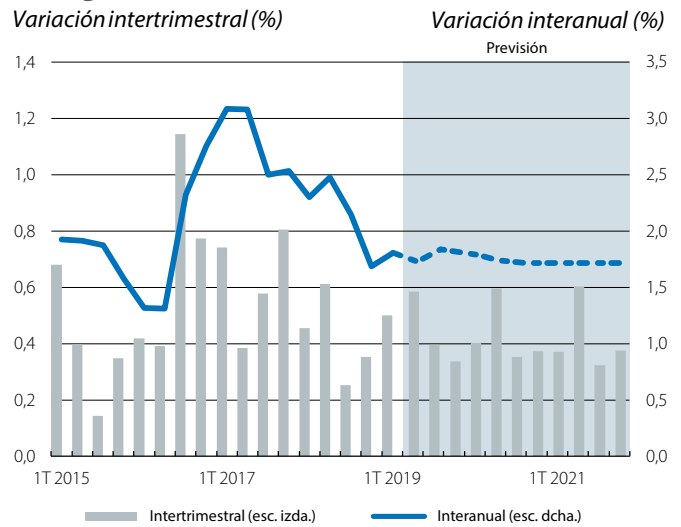
## La economía portuguesa avanza con dinamismo

**El crecimiento se mantiene sólido.** Las estimaciones publicadas por el INE a lo largo de mayo muestran que el PIB de Portugal avanzó un 0,5% intertrimestral y un 1,8% interanual en el 1T 2019, en ambos casos 1 décima más que en el 4T 2018. Por componentes, la demanda interna aportó 4,8 p. p. al avance interanual, apoyada por la fortaleza de la inversión (especialmente en construcción y bienes de equipo). Por el contrario, la demanda externa tuvo una contribución negativa (-3,1 p. p.) por el fuerte crecimiento de las importaciones, muy por encima del de las exportaciones. Estas cifras de crecimiento estuvieron en consonancia con lo esperado y refuerzan la previsión de CaixaBank Research para el crecimiento del PIB portugués en 2019 (1,8%). En el mismo sentido, en la actualización de mayo de sus previsiones, la OCDE también pronostica un crecimiento del 1,8% para el PIB portugués, respaldado por el consumo privado y la inversión. Respecto al 2T, los indicadores siguen mostrando una evolución favorable de la economía. Así, en abril, el indicador coincidente de actividad elaborado por el Banco de Portugal se emplazó en el 2,0% (1,9% en el promedio del 1T), mientras que el indicador coincidente para el consumo también se situó en el 2,0% (mismo registro que en el promedio del 1T) y apuntan a un avance de la actividad parecido al del trimestre anterior. No obstante, frente a estas dinámicas positivas, preocupa el deterioro del entorno exterior. Como se detalla a continuación, la intensificación del déficit por cuenta corriente se debe, principalmente, al tirón importador de la inversión, lo que puede ser positivo para el potencial de crecimiento de la economía a medio plazo. No obstante, este deterioro subraya los riesgos bajistas relacionados con el sector exterior, dado que se produce en un escenario de elevada incertidumbre geopolítica y de crecimiento moderado del conjunto de la eurozona.

**El saldo por cuenta corriente siguió empeorando en marzo.** En particular, el déficit por cuenta corriente se situó en los 2.414 millones de euros (acumulado de 12 meses), equivalente al -1,2% del PIB y en claro contraste con el superávit del 1T 2018 (0,5% del PIB). Este deterioro (de 1,7 p. p.) refleja, en gran medida, el tirón importador de la inversión, dado que la balanza de bienes no energéticos (que explica 1,0 p. p. del deterioro) se vio afectada por el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital. Así, cabe esperar que ello no ponga en entredicho la corrección de los desequilibrios exteriores a medio plazo, aunque puede frenar a corto plazo la reducción de la deuda externa neta (que se sitúa en un elevado 88,6% del PIB). Por su parte, el deterioro del saldo de rentas relacionadas con la inversión extranjera directa explicó -0,8 p. p., mientras que el aumento de la factura energética sustrajo -0,4 p. p. y la balanza de los servicios turísticos se mantuvo en positivo (+0,2 p. p.).

**La actividad turística mantiene la dinámica positiva en el 1T.** En el primer trimestre del año se registraron 4,4 millones de

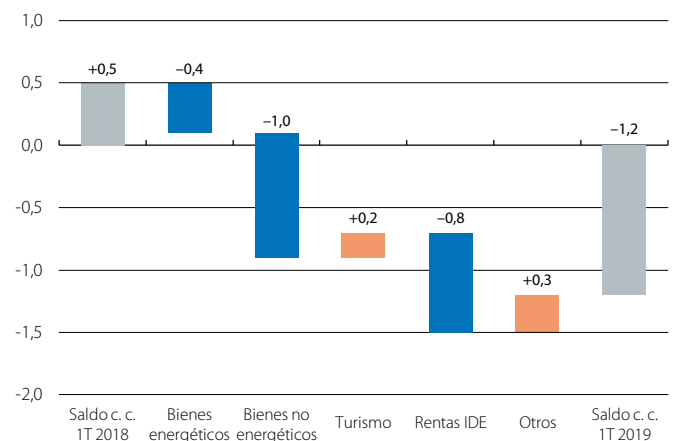
### Portugal: PIB



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

### Portugal: deterioro de la balanza por cuenta corriente

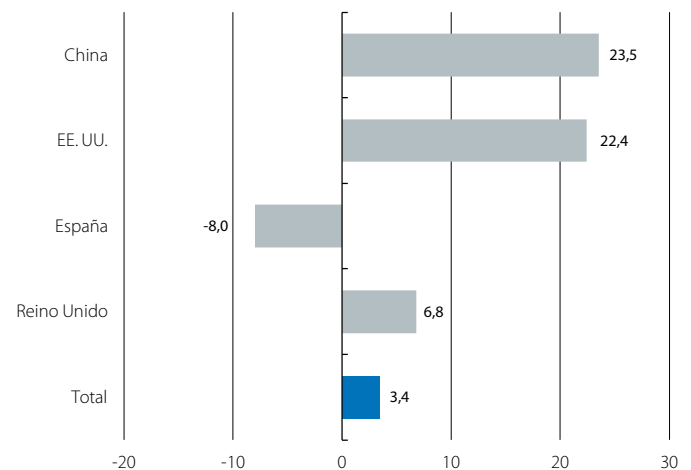
(p. p. del PIB)



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

### Portugal: entrada de turistas por origen

Variación interanual (acumulado de enero a marzo de 2019, %)



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

nuevos huéspedes en establecimientos turísticos (+4,0% respecto al 1T 2018). De estos, aproximadamente 2,5 millones fueron no residentes, un aumento del 3,4% interanual. Los turistas procedentes del Reino Unido registraron un aumento interanual del 6,8% en el 1T (-4,5% en 2018) y los de EE. UU. y China registraron tasas de crecimiento interanual del 22,4% y el 23,5%, respectivamente. Por su parte, en el 1T, los ingresos de los establecimientos de alojamiento turístico se desaceleraron hasta el 4,9% (7,3% en 2018), con una estabilización del ingreso medio por habitación.

**La buena marcha del mercado laboral respalda la demanda doméstica.** En el 1T, la tasa de desempleo se situó en el 6,8%, 1,1 p. p. por debajo del dato del 1T 2018, mientras que la población empleada alcanzó las 4.880.200 personas, una cifra que representa un aumento del 1,5% interanual. Esta evolución del ritmo de creación de empleo, aunque favorable, revela una cierta desaceleración frente al registro de 2018 (con un crecimiento interanual del 2,3% en promedio), algo previsible a medida que la economía se adentra en una fase más madura del ciclo. Por su parte, y fruto del buen desempeño del mercado laboral y del aumento del salario mínimo de 580 a 600 euros a principios de 2019, la remuneración bruta mensual media por trabajador aumentó un 3,1% en el 1T.

**El saldo presupuestario continúa mejorando.** En concreto, en el acumulado hasta abril, el saldo se situó en el -1,8% del PIB (-1.259 millones de euros), lo que supone una clara mejora con respecto al -3,0% de abril de 2018. Ello estuvo apoyado por un sólido aumento de los ingresos (4,5% interanual), muy superior al de los gastos (1,1%). Destacó el incremento de los ingresos fiscales y contributivos (+6,9% interanual), como consecuencia del sólido crecimiento económico. Entre estos, el fuerte incremento de los impuestos indirectos (+9,4%) estuvo influido por cambios en los plazos del pago de impuestos (para algunos impuestos que normalmente se pagan a finales de año, se amplió el plazo hasta inicios de 2019), pero el impacto de este factor se disipará a lo largo del año. Por su parte, los impuestos directos crecieron a un ritmo inferior, y por debajo del mes anterior, debido al avance del pago de devoluciones sobre el impuesto sobre la renta. En este contexto, los riesgos sobre nuestra previsión (del -0,4% del PIB para el conjunto de 2019) están equilibrados.

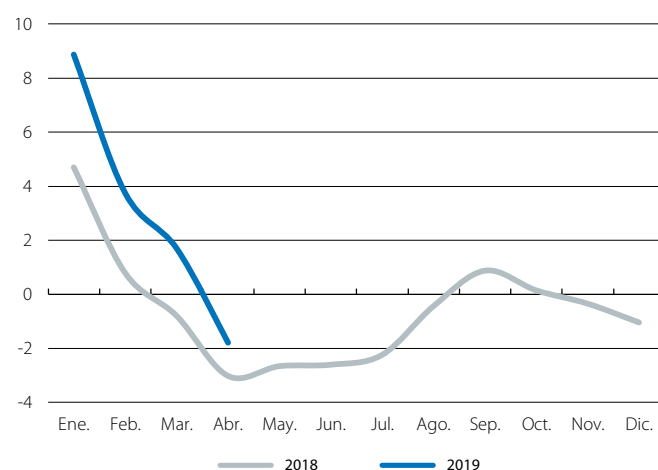
**La cartera de crédito al sector privado se contrajo un 2,5% interanual en marzo.** Destaca la desaceleración del crédito al consumo (del 10,5% interanual en 2018 al 8,7% en marzo) y la contracción del crédito a empresas (-5,3%) debido al mayor dinamismo en ventas de carteras de crédito dudoso. Con el ajuste por este efecto, el crédito a empresas hubiera crecido un 0,5% en marzo.

### Portugal: remuneración bruta mensual media (Euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y la Seguridad Social.

### Portugal: saldo del Estado (% del PIB)



Nota: El objetivo oficial (contabilidad nacional) para el saldo público de 2019 es del -0,2% del PIB.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DGO y Presupuesto General del Estado portugués 2019.

### Portugal: crédito al sector privado Marzo de 2019

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
<b>Crédito a particulares</b>	119.360	-0,8
Crédito para vivienda	97.005	-1,5
Crédito al consumo y otros fines	22.355	2,4
Consumo	15.451	8,7
<b>Crédito a empresas</b>	69.710	-5,3
No promotores inmobiliarios	64.569	-3,9
Promotores inmobiliarios	5.141	-20,0
<b>Crédito total al sector privado *</b>	189.070	-2,5

Nota: \* Crédito concedido al sector privado no financiero.

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

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19	04/19	05/19
Índice coincidente de actividad	2,9	2,0	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0	...
<b>Industria</b>										
Índice de producción industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-3,9	-2,6	-2,0	-7,1	-1,6	...
Índice de confianza en la industria (valor)	2,1	0,8	0,4	-0,8	-1,4	-1,0	-1,2	-2,1	-2,9	-3,7
<b>Construcción</b>										
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,6	20,6	13,9	20,6	20,8	...	...	20,8	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	16,8	18,4	9,4	...	...	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	6,3	6,8	6,9	7,3	...
<b>Servicios</b>										
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	6,9	3,5	2,5	3,0	2,8	1,8	...	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	13,3	14,1	15,9	13,0	15,3	15,4	15,8	14,8	13,7	...
<b>Consumo</b>										
Ventas comercio minorista	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	5,9	5,0	2,0	9,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,7	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-5,4	-4,6	-5,0	-5,4	-8,3	-7,2	-8,3	-9,5	-9,3	-9,0
<b>Mercado de trabajo</b>										
Población ocupada	3,3	2,3	2,1	1,6	1,5	1,5	1,4	1,1	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,8	6,6	6,5	6,4	...	...
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	...	...	<b>1,8</b>	...	...

**Precios**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
General	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,5	0,9	0,8	0,8	0,5
Subyacente	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,8	1,0	0,7	0,8	0,6

**Sector exterior**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
<b>Comercio de bienes</b>										
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,1	5,3	5,6	4,8	4,7	5,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	13,5	8,0	8,6	8,0	9,7	8,4	8,7	9,7	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>	...	...
Bienes y servicios	3,5	2,0	3,1	2,0	0,8	1,6	1,1	0,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,0	-2,9	-3,2	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	...	...

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

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>										
Depósitos de hogares y empresas	1,7	3,8	4,4	4,2	4,9	5,0	4,7	4,9	...	...
A la vista y ahorro	15,7	14,3	13,6	14,6	14,2	14,9	13,4	14,4	...	...
A plazo y preaviso	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	-1,9	-2,0	-1,6	-2,1	...	...
Depósitos de AA. PP.	1,3	-1,9	1,0	-9,9	-11,6	-15,7	-12,4	-6,6	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>										
Sector privado	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	...	...
Empresas no financieras	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	-5,7	-6,0	-5,6	-5,3	...	...
Hogares - viviendas	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	...	...
Hogares - otras finalidades	0,9	4,5	5,8	5,2	3,1	3,5	3,4	2,4	...	...
Administraciones públicas	9,3	2,4	-12,4	-11,6	-12,5	-13,5	-13,4	-10,4	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	...	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>13,3</b>	...	<b>11,3</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.



## Los jóvenes adultos del siglo XXI, ¿una forma distinta de encarar la vida?

- La generación actual de jóvenes adultos es muy diferente a la de sus padres: más preparada, más diversa y con un conjunto de valores distintos.
- Los jóvenes adultos retrasan hitos vitales como la emancipación, la vida en pareja o la paternidad, mientras que la tipología de hogares es más diversa.
- Las grandes fuerzas detrás de estos cambios son, esencialmente, dos: las transformaciones culturales y el entorno económico.
- Los factores cíclicos que han frenado las decisiones de los nuevos jóvenes adultos perderán intensidad en los próximos años. Sin embargo, las fuerzas de fondo, como la secularización o las transformaciones económicas, seguirán bien presentes y sugieren que, a grandes rasgos, los cambios de comportamiento de los jóvenes han llegado para quedarse.

### Perfil de los jóvenes adultos: una generación diferente

Cerca de 11,2 millones de españoles y 2,4 millones de portugueses son jóvenes adultos en la actualidad, la población de edad comprendida entre 20 y 39 años que representa la primera parte de la edad adulta (aquella que ya ha alcanzado «la plenitud de crecimiento o desarrollo» según la definición de la RAE). En términos biológicos, este desarrollo se refiere a una plena capacidad reproductiva, aunque en un sentido más amplio responde a la toma de decisiones propias de manera independiente. Esta población toma las primeras decisiones de la etapa adulta que abarcan la educación avanzada (másteres, posgrados, etc.), la emancipación, la formación de una familia, la maternidad/paternidad, así como el trabajo en un conjunto de años clave para su desarrollo laboral. Es por todo ello que el porvenir de nuestra sociedad está influenciado por las decisiones que tomen los jóvenes adultos. En este artículo vamos a analizar los cambios sociodemográficos de nuestros jóvenes adultos, así como las razones que les empujan a estos cambios y las consecuencias para la sociedad en su conjunto.

Los jóvenes adultos representan una parte significativa de la población en edad laboral. En 2018, constituían un 37% de la población en edad laboral en España (35,8% en Portugal), un peso significativo pero menor del que tenían a principios de siglo, cuando representaban casi la mitad de la población en edad laboral en España (48%) y algo menos en Portugal (44,8%). En la próxima década, se espera que el peso de jóvenes adultos se mantenga en un nivel similar y represente, en 2030, un 36% de la población en edad laboral tanto en España como en Portugal.

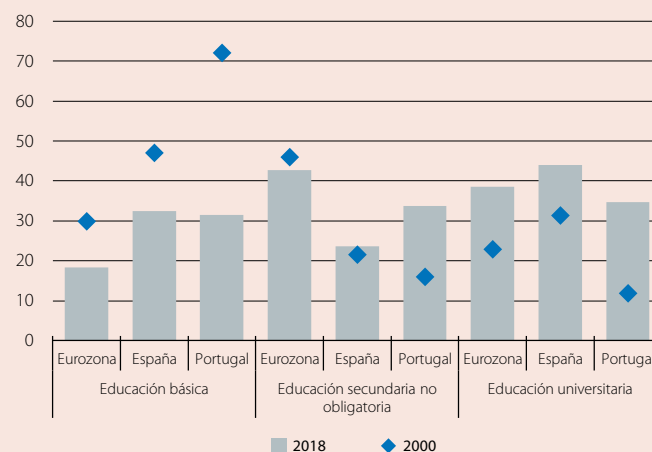
Más allá de su peso, la generación actual de jóvenes adultos es muy distinta a las anteriores. En términos de educación, los jóvenes adultos son ya una generación sobradamente preparada. Tanto en España como en Portugal más de dos tercios tienen estudios por encima del nivel educativo básico.<sup>1</sup> Una situación muy distinta a la del año 2000, cuando un 47% de los jóvenes adultos españoles y un 72% de los portugueses solo poseían el nivel educativo básico (véase el primer gráfico). Asimismo, la formación educativa ha ido más allá y han aumentado significativamente los jóvenes adultos con estudios universitarios superiores y que realizan másteres y doctorados. En España hay incluso una mayor proporción de universitarios que en el promedio de la eurozona, al contrario de lo que pasa con la educación secundaria superior, que incluye la formación profesional, menos expandida en España que en la eurozona.

Los jóvenes adultos son asimismo una generación más diversa y más móvil. Uno de cada cinco jóvenes adultos residentes en España en 2018 ha nacido fuera del país (en el año 2000 representaban solo un 5,1% de la población en esa franja de edad). Esta diversidad de origen es muy superior también a la de la media poblacional (9,8%), puesto que los flujos de inmigración se concentran en las edades de mayor participación en el mercado de trabajo (como es la franja de 20 a 39 años). De cada cuatro jóvenes inmigrantes, uno nació en otro país de la UE y tres fuera de la Unión, sobre todo en América Latina y Marruecos. En Portugal, un 9,2% de los jóvenes eran inmigrantes en 2018, un porcentaje igualmente muy superior al de la media poblacional (4,1%).

1. Concretamente, que han finalizado la educación primaria o la educación secundaria obligatoria (población de 25 a 39 años).

### Nivel educativo de los jóvenes adultos

Porcentaje (%)

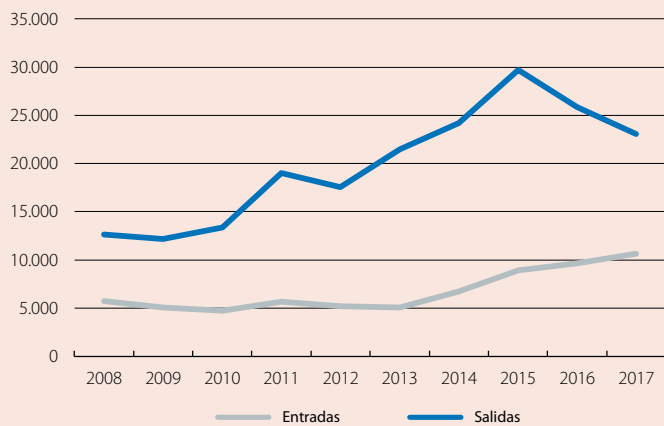


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Por otra parte, los jóvenes nativos son más móviles que antes. Empujados en parte por la crisis, más jóvenes españoles se fueron de España a partir de 2009, cifra que alcanzó un máximo de 30.000 jóvenes en 2013 y que se redujo hasta 23.000 en 2017.<sup>2</sup> En contrapartida, desde el inicio de la recuperación económica, el número de jóvenes nativos que regresa a España (véase el segundo gráfico) está mostrando una tendencia claramente alcista.

**Flujos de entrada y de salida de personas nacidas en España de edad 20-39**

Número



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

Con todo, estas cifras representan un porcentaje reducido del total de la población joven adulta (en 2017, las salidas representaban un 0,2% de la población de 20 a 39 años y las entradas, un 0,1%).

Asimismo, la generación de jóvenes adultos actual tiene unos valores muy distintos a los de sus padres (véase el tercer gráfico). Tanto España como Portugal son países mucho más seculares que pocos años atrás. El sentimiento religioso se ha reducido de manera marcada entre los jóvenes adultos y en mucha mayor medida que en el resto de la eurozona (que ya era más secular). Asimismo, los jóvenes dan cada vez más importancia a valores como la igualdad entre hombres y mujeres. Por ejemplo, cada vez más individuos piensan que no se debería priorizar el empleo para los hombres en lugar de las mujeres, una opinión que no era tan mayoritaria unos años atrás. Asimismo, los jóvenes adultos se preocupan por otras cuestiones como el cambio climático, en particular en España y Portugal.

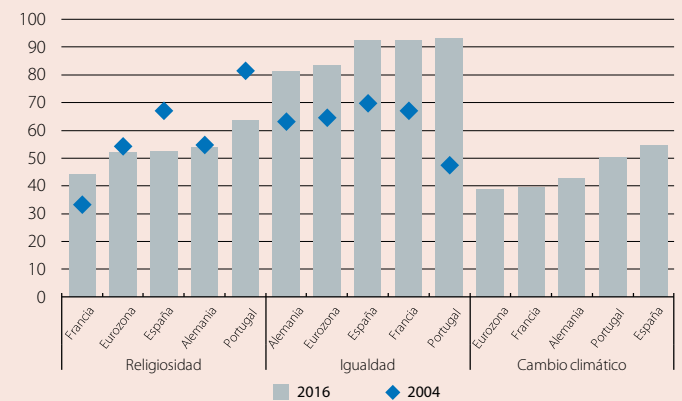
Dados estos cambios, no es de extrañar que la generación de jóvenes adultos actual se comporte de manera muy distinta que antes. En particular, retrasan proyectos vitales que en el pasado habían definido esta etapa, como la emancipación, la vida en pareja o la paternidad. Por ejemplo, en España y en Portugal, casi dos tercios de los jóvenes siguen viviendo con sus padres,<sup>3</sup> un porcentaje que ha aumentado significativamente en ambos países y se sitúa muy por encima del promedio de la eurozona (véase el cuarto gráfico).

Como analizamos más adelante, las causas del retraso en la emancipación son múltiples. La mayor secularización e individualismo de nuestras sociedades puede relajar las normas sociales con respecto al momento y orden de hitos vitales como el matrimonio o la paternidad/maternidad, pero estos también están influenciados por factores económicos. El resultado es que los españoles contraen matrimonio en promedio alrededor de 7 años más tarde que en 1990 (a los 35 años los hombres y a los 33 años las mujeres). En Portugal, los hombres se casan a los 32 años y las mujeres a los 30,4 años, unos 6 años más tarde que en 1990, una tendencia que se observa en la mayoría de países avanzados.

Este cambio tiene implicaciones relevantes, dado que, normalmente, la vida en pareja favorece un estilo de vida más estable y la toma de decisiones que suponen un mayor compromiso a largo plazo. Así, una característica de los jóvenes adultos con importantes consecuencias sociales es el retraso en la edad en la que se tiene el primer hijo, que ha pasado de los 28 años en 1995 a los 31 años en 2016 para las mujeres españolas y portuguesas (véase el quinto gráfico), y la consecuente reducción en el número de hijos, que de por sí ya era bajo en ambos países. En concreto, en 2016, por cada 1.000 mujeres de edades entre 20 y 39 años, nacieron 117 niños en España y 125 en Portugal, muy por debajo de los 157 que nacieron en Alemania o 180 en Francia.

**Cambio en los valores de los jóvenes adultos**

Porcentaje (%)



Notas: Religiosidad se refiere al porcentaje de individuos de entre 20 y 39 años que se declaran religiosos. Igualdad corresponde al porcentaje de individuos de entre 20 y 39 años que consideran que los hombres no deben tener más prioridad para obtener un trabajo que las mujeres. Cambio climático corresponde al porcentaje de individuos de entre 20 y 39 años que están muy preocupados por el cambio climático (no preguntado en 2004).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la European Social Survey (ESS).

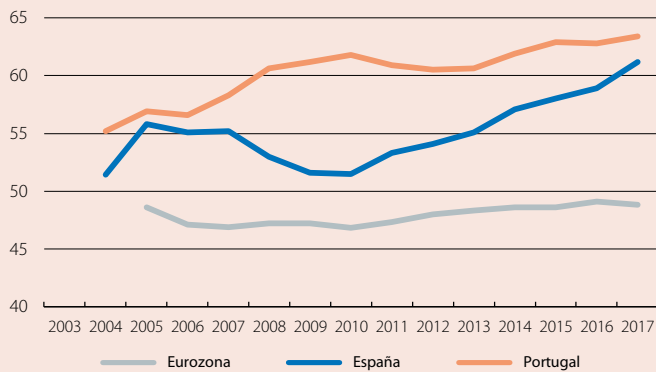
2. Según la estadística de flujos migratorios del INE, elaborada a partir del padrón municipal. Esta estadística puede subestimar los flujos totales si las migraciones de nativos de más corta duración no se registran en ella. Véase González-Ferrer, A. (2013), «La nueva emigración española. Lo que sabemos y lo que no», Fundación Alternativas, n.º 18/2013.

3. Según Eurostat, en 2017, un 61,2% de los jóvenes de 18 a 34 años seguían viviendo con sus padres en España, y un 63,4% en Portugal.



**Jóvenes adultos que viven en casa de sus padres \***

Porcentaje (%)



Nota: \* De edad comprendida entre los 18 y 34 años.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

mente, dos: las transformaciones culturales y el entorno económico. Así lo apuntan estudios como el de Matthias Studer y sus coautores,<sup>5</sup> que demuestran que tanto la tendencia a una mayor secularización como la evolución del mercado laboral han contribuido a los cambios en la formación de hogares de los jóvenes adultos. En la misma línea, Daniel Cooper y María José Luengo-Prado,<sup>6</sup> economistas de la Reserva Federal de Boston, documentan que tres variables económicas clave (tasa de paro regional, situación laboral de la persona y ratio regional entre el precio de la vivienda y la renta de los jóvenes) explican una buena parte del retraso en la emancipación.<sup>7</sup> Por su parte, tanto Zachary Bleemer y sus coautores<sup>8</sup> como Frederick Furlong<sup>9</sup> muestran que, en EE. UU., el impacto de la Gran Recesión de 2007-2009, el incremento del coste de la vivienda y el mayor coste de los estudios han contribuido al retraso en la edad de emancipación.

En términos culturales, tendencias como la creciente secularización de la sociedad y otros cambios de valores han llevado a postular la hipótesis de que las economías avanzadas están viviendo una segunda transición demográfica.<sup>10</sup> Según esta hipótesis, desde los años 1960 las preferencias de los individuos han evolucionado hacia valores que dan mayor importancia a la autorrealización de las personas y la autonomía individual. Así, las sociedades exhiben una menor voluntad de tomar decisiones que impliquen un compromiso a largo plazo. En otras palabras, mientras que la primera transición demográfica se caracterizaba por una caída de la mortalidad y la fertilidad, estos cambios de valores conllevan una segunda transición caracterizada por una reducción de los matrimonios, un aumento de los divorcios, posponer el momento de tener hijos y tener un menor número de hijos.

En lo que se refiere a los cambios en el entorno económico, debemos distinguir entre fenómenos de naturaleza cíclica y transformaciones económicas de fondo. Si nos centramos en los primeros, los jóvenes adultos de hoy en día son una generación marcada por

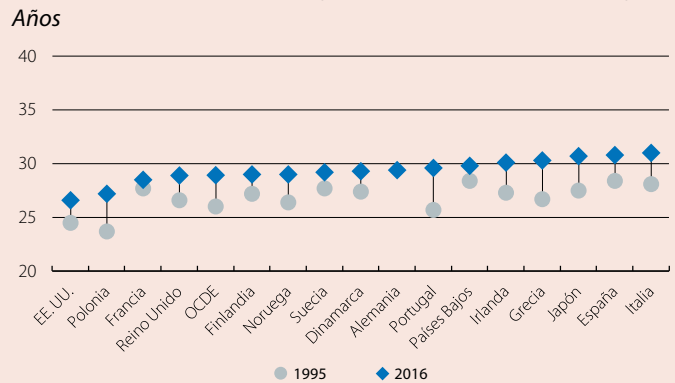
Asimismo, se está diversificando la tipología de hogares. Tanto en España como en Portugal está aumentando la proporción de parejas sin hijos (representan el 22% y el 24% del total de hogares, respectivamente) así como los hogares monoparentales (que representan el 3% en España y el 4% en Portugal). Esta mayor desestandarización del tipo de hogar parece ser aún más marcada para individuos con menores ingresos.<sup>4</sup>

**¿Qué hay detrás del nuevo perfil de los jóvenes adultos?**

Vamos, pues, a analizar qué ha llevado a los nuevos jóvenes adultos a posponer tanto su emancipación como la formación de una familia, y a conformar estructuras familiares más diversas. La naturaleza de estas causas nos dará pistas sobre cuán temporales o permanentes serán estos cambios.

Las grandes fuerzas que están modelando el comportamiento de los jóvenes adultos en las últimas décadas son, esencial-

**Edad promedio de las mujeres al tener el primer hijo**

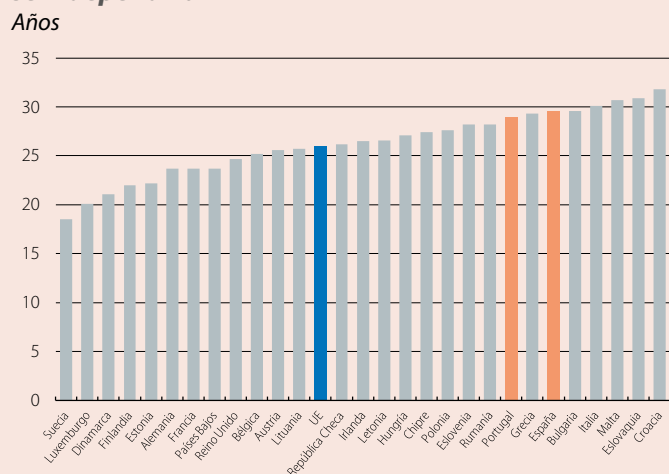


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE («Society at a Glance 2019»).

4. Véase Zimmermann, O. y Konietzka, D. (2017). «Social disparities in destandardization. Changing family life course patterns in seven European countries». *European Sociological Review*, 34(1), 64-78.  
5. Studer, M., Liefbroer, A. C. y Mooyaart, J. E. (2018). «Understanding trends in family formation trajectories: An application of competing trajectories analysis (CTA)». *Advances in Life Course Research*, 36, 1-12.  
6. Cooper, D. y Luengo-Prado, M. J. (2018). «Household formation over time: Evidence from two cohorts of young adults». *Journal of Housing Economics*, 41, 106-123.  
7. El estudio analiza diferencias entre dos cohortes de jóvenes adultos estadounidenses: los nacidos entre 1957-1965 y los nacidos entre 1980-1984. En su análisis, las variables demográficas (sexo, educación, raza, etc.) y económicas (tasa de desempleo, coste de la vivienda, estado ocupacional, etc.) explican el 70% de la diferencia entre ambos grupos (la variable de interés es la probabilidad de no haberse emancipado).  
8. Bleemer, Z., Brown, M., Lee, D. y Van der Klaauw, W. (2014). «Tuition, jobs, or housing: What's keeping millennials at home». In Staff Report 700. Banco de la Reserva Federal de Nueva York.  
9. Furlong, F. (2016). «Household formation among young adults». FRBSF Economic Letter, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.  
10. Lesthaeghe, R. (2014). «The second demographic transition: A concise overview of its development». *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 111(51), 18.112-18.115.

la recesión económica que empezó en 2008: han debido tomar las primeras grandes decisiones como adultos (como el nivel de estudios deseado, la entrada al mercado laboral y la formación de una familia) en el momento económico más turbulento de las últimas décadas. Esta recesión penalizó especialmente a los trabajadores jóvenes, que sufrieron un mayor repunte del desempleo, se encontraron con más dificultades para conseguir un trabajo estable y afrontaron una mayor caída de sus ingresos. Por ejemplo, entre 2008 y 2016, en España, el salario medio cayó un 14,9% para los trabajadores entre 20 y 24 años y un 8,9% para aquellos entre 25 y 29 años (frente a un incremento acumulado del 5,8% para el conjunto de trabajadores de todos los grupos de edad).<sup>11</sup> Además, la tasa de paro de los trabajadores españoles de entre 20 y 39 años alcanzó un máximo del 30% en 2013, con una fracción de parados de larga duración del 58% en este grupo de edad (máximo registrado en 2014) y una incidencia de la temporalidad superior a la del resto de la población, cifras que han mejorado desde entonces, pero que todavía permanecen en niveles relativamente elevados.<sup>12</sup> De hecho, la recesión tendrá probablemente efectos persistentes sobre los ingresos de la actual generación de jóvenes adultos: diversos estudios demuestran que las condiciones en las que uno entra en el mercado laboral (tipo de contrato, salario, sector de actividad, etc.) tienen impactos sobre las condiciones laborales futuras que tardan en desvanecerse.<sup>13</sup> Por último, a estas dificultades en el mercado laboral se les ha sumado el fuerte incremento del coste de la vivienda, con un crecimiento muy superior al de los ingresos de los jóvenes adultos. En concreto, como se comenta en un artículo reciente del Banco de España,<sup>14</sup> los precios de la vivienda han registrado un avance acumulado cercano al 27% (en términos nominales) entre principios de 2014 y finales de 2018, cifras que contrastan con la caída de los ingresos de los jóvenes comentada anteriormente.<sup>15</sup>

### Edad promedio en la que los jóvenes se independizan



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

En segundo lugar, hay tres grandes dinámicas económicas de fondo que probablemente han contribuido a los cambios de comportamiento de los jóvenes adultos: la globalización, la transformación tecnológica y el aumento de la participación laboral de la mujer. Como ya hemos analizado en otros monográficos,<sup>16</sup> en las últimas décadas, la globalización y el cambio tecnológico han favorecido una transformación del empleo hacia relaciones laborales menos estables (es decir, con una mayor incidencia de los contratos de corta duración y de empleados por cuenta propia)<sup>17</sup> y han premiado la consecución de un mayor nivel educativo.<sup>18</sup> Así, estos fenómenos incentivan a posponer la emancipación y la formación de familias, dado que requieren dedicar más tiempo a la educación y conllevan una mayor incertidumbre alrededor de la estabilidad de los ingresos futuros. Por su parte, también cabe destacar el papel del incremento de la participación laboral de la mujer: en España, entre 2002 y 2018, la tasa de actividad de las mujeres de entre 20 y 39 años ha pasado del

69,3% al 79,3% (con un máximo del 82% en 2013-2014). No obstante, las diferencias institucionales en el tipo de estado del bienestar permiten acomodar de distinta manera estas fuerzas latentes que afectan al conjunto de las economías avanzadas: como se observa en el sexto gráfico, los jóvenes de los países escandinavos, donde existe un entorno más favorable a la emancipación, siguen independizándose en edades tempranas.<sup>19</sup>

11. Los datos sobre los ingresos de los nuevos jóvenes adultos de EE. UU. también son muy ilustrativos: mientras que el universitario promedio que entró en el mercado laboral en los años 1990 consiguió un incremento salarial acumulado del 50% entre los 23 y 28 años, para los que entraron en el mercado laboral en 2008 el aumento acumulado fue del 25%.

12. Según la encuesta de población activa del 1T 2019, en España la franja de edad de 20 a 39 años tiene una tasa de paro del 17%, con una fracción de parados de larga duración del 36%, y el porcentaje de asalariados de 20 a 39 años con contrato temporal es del 37%.

13. Véase Kahn, L. B. (2010). «The long-term labor market consequences of graduating from college in a bad economy». *Labour Economics*, 17(2), 303-316.

14. Alves, P. y A. Urtaasun (2019). «Evolución reciente del mercado de la vivienda en España». *Boletín Económico* 02/2019, Banco de España.

15. Véase el artículo «¿Cómo han modificado los jóvenes adultos sus decisiones de consumo y ahorro?» en este mismo Dossier para un análisis sobre el acceso a la vivienda de los jóvenes españoles.

16. Véanse los artículos «La economía del sharing y el mercado de trabajo» en el IM07/2018, «Los beneficios y los costes de la globalización» en el IM09/2018, y «Enseñar a aprender: la educación ante el cambio tecnológico» en el IM05/2017.

17. En la UE, los llamados «empleos contingentes» representan cerca del 20% de los trabajadores entre 15 y 64 años. Véase De Groen, W. y Maselli, I. (2016). «The impact of the collaborative economy on the labour market». CEPS Working Papers.

18. Por ejemplo, según muestran los datos de EE. UU., mientras que en 1980 los ingresos semanales medianos de los asalariados con título universitario eran un 40% superiores a los de los trabajadores con educación secundaria, en 2018 ya eran un 80% mayores.

19. Los países escandinavos destacan por proporcionar un completo paquete de medidas para facilitar la emancipación y la fertilidad (con la combinación de ayudas financieras, permisos de maternidad y paternidad flexibles, y una oferta de servicios para el cuidado de los hijos), así como por la conocida «flexiseguridad» de su mercado laboral: una legislación laboral muy flexible, pero con unos subsidios de desempleo relativamente generosos y un fuerte apoyo de las políticas activas para facilitar una exitosa reintegración en el mercado laboral.

## Y en el futuro ¿qué?

En un entorno económico como el actual, de crecimiento sostenido y mejora del mercado laboral, los factores cíclicos que han frenado las decisiones de los nuevos jóvenes adultos deberían perder fuerza. Una excepción será, posiblemente, la toma de riesgos. Y es que distintos estudios<sup>20</sup> demuestran que la toma de riesgos de las familias está fuertemente relacionada con las experiencias vividas (algo que ilustramos en el último gráfico), por lo que es probable que la experiencia de la pasada crisis financiera conlleve una menor preferencia por activos financieros con mayor riesgo. Por otro lado, las fuerzas de fondo, como la secularización o las transformaciones económicas, seguirán estando muy presentes. Así, es probable que tanto la emancipación como la paternidad y la maternidad sigan produciéndose en edades más tardías. Además, también es probable que sigamos viendo una mayor diversidad en el tipo de familias y, en particular, un menor porcentaje de matrimonios. Por ejemplo, en un estudio de 2011, la OCDE<sup>21</sup> proyecta que en 2030 las familias monoparentales pueden llegar a representar entre el 20% y el 30% de los hogares con hijos en países como Alemania, EE. UU. o Japón (15%, 24% y 6,5% en 1990, respectivamente). Asimismo, el estudio también indica que en 2030 podría haber entre un 30% y un 40% de hogares formados por una única persona en los principales miembros de la OCDE.

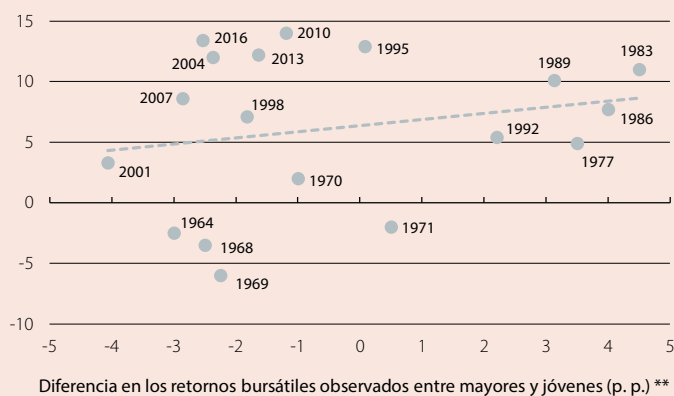
Para el caso de España, las proyecciones de hogares del INE apuntan a que, entre 2018 y 2033, la creación de hogares será más dinámica que en la última década pero inferior a la de la anterior fase expansiva. En particular, el INE proyecta que se crearán cerca de 1,8 millones de hogares nuevos (un incremento del 9,6%), entre los que ganarán peso los hogares más pequeños. Concretamente, en 2033, los hogares unipersonales representarán el 28,8% del total (25,4% en 2018), mientras que la proporción de hogares con tres o más miembros disminuirá del 44,2% en 2018 al 39,6% en 2033. Por último, en este contexto, no es de extrañar que las proyecciones más recientes de Eurostat señalen que la fertilidad se mantendrá por debajo de la tasa de reemplazo de 2,1 hijos por pareja en las principales economías de la eurozona.

Para acomodar estas tendencias de fondo, las medidas a tomar trascienden el ámbito de las políticas sociales. En concreto, facilitar la emancipación y, a la vez, hacerla compatible con que los jóvenes alcancen el nivel de estudios deseado y se incorporen al mercado laboral no es solo cuestión de disponer de una oferta amplia de becas o de préstamos para financiar los estudios. Esta transición también se ve favorecida por políticas que faciliten el paso de la etapa educativa a la inserción laboral (por ejemplo, con programas como la formación dual, que combinan la formación educativa con la participación en la actividad productiva)<sup>22</sup> o que reduzcan las fuentes de inestabilidad laboral de los jóvenes, como la elevada dualidad del mercado de trabajo.<sup>23</sup> Asimismo, respecto a la fertilidad, distintos estudios señalan que medidas concretas como los permisos de paternidad mejoran la probabilidad de tener un segundo hijo y reducen el riesgo de separación.<sup>24</sup> No obstante, también es clave fomentar un entorno que permita compatibilizar la vida laboral de mujeres y hombres con el cuidado de la familia (por ejemplo, con una oferta de servicios para el cuidado de los hijos) y ofrezca una red de protección contra las fluctuaciones de los ingresos familiares: en su ausencia, la experiencia histórica muestra que la inseguridad económica retrasa la formación de familias y reduce la fertilidad.<sup>25</sup> Acomodar las fuerzas detrás de los cambios demográficos descritos anteriormente es un reto para las políticas públicas pero, también, para el conjunto de la sociedad, pues empresas y trabajadores también juegan un papel clave al decidir sus modelos organizativos. Facilitar la conciliación familiar, potenciar la educación y la inserción laboral y, en definitiva, fomentar la fertilidad ayuda a paliar los efectos del envejecimiento poblacional y genera beneficios que, desde espolear el crecimiento económico a mejorar la sostenibilidad del sistema de pensiones, repercuten sobre el conjunto de la sociedad.

Josep Mestres Domènech y Adrià Morron Salmeron

### EE. UU.: experiencias vividas y participación en bolsa

Diferencia en la participación en bolsa entre mayores y jóvenes (p. p.) \*



Notas: \* Fracción de familias que poseen activos bursátiles (mayores de 65 años - menores de 45 años).  
 \*\* Retorno real del S&P 500 (promedio de los 50 años anteriores - promedio de los 20 años anteriores).  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Survey of Consumer Finance elaborado por la Fed.

20. Véase Malmendier, U. y Nagel, S. (2011). «Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?». The Quarterly Journal of Economics, 126(1), 373-416.

21. OCDE (2011). «The future of families to 2030: projections, policy challenges and policy options».

22. Véase Bentolila, S., Cabrales, A. y Jansen, M. «The Impact of Dual Vocational Education on the Labor Market Insertion of Youth: Evidence from Madrid», FEDEA.

23. Véase Becker, S. O., Bentolila, S., Fernandes, A. y Ichino, A. (2010). «Youth emancipation and perceived job insecurity of parents and children». Journal of Population Economics, 23(3), 1047-1071.

24. Véase Vono de Vilhena y Oláh (2017). «Family Diversity and its Challenges for Policy Makers in Europe». Discussion Paper.

25. Véase Chabé-Ferret, B. y Gobbi, P. (2018). «Economic uncertainty and fertility cycles: The case of the post-WWII baby boom», CEPR Discussion Paper.

## ¿Cómo han modificado los jóvenes adultos sus decisiones de consumo y ahorro?

### Consumo: menor capacidad de gasto y cambios en los hábitos de consumo

Los jóvenes adultos (de 20 a 39 años) de España y Portugal se han visto más afectados que el resto de los grupos demográficos por un entorno económico más volátil y por los efectos de la Gran Recesión. Así, en España, el consumo de los hogares ya ha alcanzado, en promedio, prácticamente los niveles precrisis, algo que no ha ocurrido en el caso de los jóvenes.

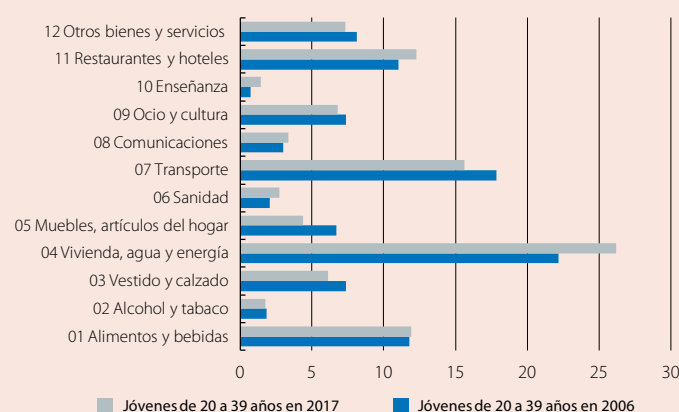
En concreto, según la encuesta de presupuestos familiares de España, el gasto medio anual por hogar del total de la población se situó, en 2017, un 4% por debajo del de 2006 (en términos nominales). En cambio, si nos centramos en los hogares encabezados por jóvenes adultos, su gasto medio anual era un 11% inferior en 2017 (30.751 euros en 2006 frente a 27.293 euros en 2017).

También han variado los hábitos de consumo de los jóvenes adultos:

- **La partida donde los jóvenes adultos han recortado más su gasto en términos relativos es en el transporte** (privado y público; incluye gastos de mantenimiento y reparación): su porcentaje respecto al gasto total se ha reducido en 2,3 p. p. entre 2006 y 2017. La principal razón de dicha caída es que el porcentaje de hogares jóvenes adultos que tuvieron gastos relacionados con automóviles en propiedad cayó del 25% en 2006 al 13% en 2017 (en cambio, el gasto medio en automóviles por hogar joven adulto que había destinado dinero a esta partida se mantuvo prácticamente invariado). Ello refleja, en buena medida, un cambio de las preferencias de los jóvenes hacia modalidades de transporte más económicas y sostenibles.
- **Por otra parte, la partida donde los jóvenes adultos han aumentado más su gasto en términos relativos es en la vivienda** (+4,0 p. p. entre 2006 y 2017). Este aumento se explica prácticamente en su totalidad por el aumento del gasto agregado destinado al alquiler<sup>1</sup> por parte de los jóvenes adultos. Por un lado, el porcentaje de hogares de jóvenes adultos que vivían en alquiler aumentó en 17 p. p. entre 2006 y 2017 (del 28,4% al 45,4%). Por otro lado, entre los jóvenes adultos que alquilaban, su gasto medio en alquiler aumentó un 19% entre 2006 y 2017.
- En cambio, los alquileres imputados<sup>2</sup> (vivienda en propiedad) han caído un 44% entre 2006 y 2017 para el colectivo de jóvenes adultos. En este caso, el porcentaje de hogares jóvenes con vivienda en propiedad disminuyó en 17 p. p. entre 2006 y 2017 (del 71,6% al 54,6%) y, además, el gasto medio en esta partida retrocedió ligeramente (7%).

### España: composición del gasto anual por grupo de edad y año

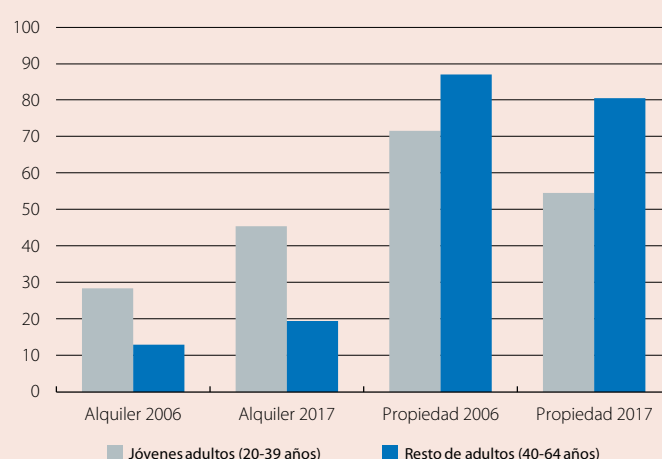
Porcentaje del gasto total anual (%)



**Nota:** Clasificación según la ECOICOP (European Classification of Individual Consumption by Purpose).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la encuesta de presupuestos familiares (EPF).

### España: vivienda en propiedad versus alquiler

Porcentaje de hogares (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la encuesta financiera de las familias (EFF) del INE.

1. Para calcular este gasto, solamente nos centramos en alquileres a precios de mercado. En cambio, cuando miramos el porcentaje de jóvenes que viven en alquiler, estamos incluyendo también el alquiler social.

2. Es el valor del alquiler de una vivienda en propiedad. Se estima con el cálculo de lo que pagaría un inquilino por el mismo alojamiento, tomando en consideración elementos como la situación, el equipamiento de la zona, etc. así como el tamaño y la calidad de la vivienda.

## Los jóvenes adultos y la vivienda en detalle: de la compra al alquiler

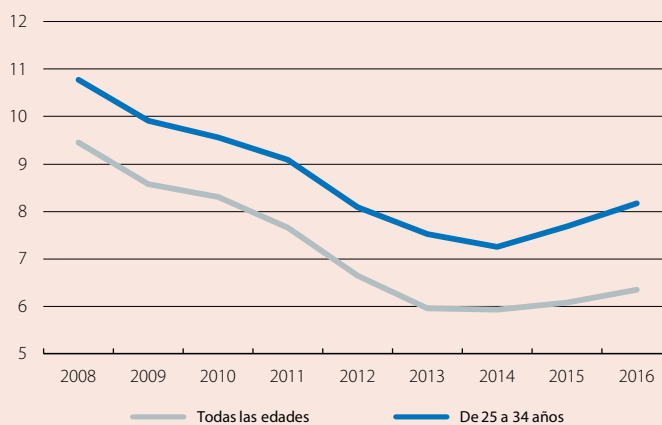
Los factores que explican el menor peso de la vivienda en propiedad en favor del alquiler entre los jóvenes adultos son económicos y sociológicos.

### ► Factores económicos:

- Los jóvenes adultos han sido el colectivo más afectado por la crisis. La caída de los ingresos medios anuales de los jóvenes tras la crisis ha sido especialmente acusada y a ello hay que sumar que las condiciones laborales de los jóvenes no han sido favorables para el acceso a una vivienda en propiedad. Es cierto que los indicadores laborales a nivel agregado han mejorado a partir de 2014, pero aún siguen siendo especialmente débiles para este colectivo, tal como lo muestra una tasa de paro del 17% para los jóvenes adultos (de 20 a 39 años) en el 1T 2019 o un crecimiento muy contenido de los salarios.
- El crecimiento anémico de los salarios dificulta el acceso a una vivienda en propiedad, en un contexto de recuperación vigorosa de los precios de la vivienda. Por ejemplo, el esfuerzo económico que deben hacer los jóvenes de entre 25 y 34 años para acceder a una vivienda ha aumentado de forma marcada entre 2014 y 2016, y aunque el esfuerzo en 2016 era menor que antes de la crisis, hay que tener en cuenta que las condiciones para acceder al crédito hipotecario son ahora más exigentes que en el anterior ciclo expansivo. Por ejemplo, los hogares necesitan ahorrar una suma importante de dinero para poder acceder al crédito hipotecario, tal y como muestra el hecho de que la proporción de préstamos con un *loan-to-value*<sup>3</sup> ratio superior al 80% representa un 13,1% de los créditos hipotecarios concedidos en el 1T 2019 (17% en 2006). El importe de la entrada inicial de la compra –que en 2016, según el Observatorio de Emancipación, ascendía en promedio a 45.192 euros, es decir, 2,5 veces el ingreso anual medio de una persona de entre 25 y 34 años– constituye actualmente una barrera significativa.<sup>4</sup>

### España: ratio de accesibilidad a la vivienda

Ratio entre el precio de una vivienda media española (93,75 m<sup>2</sup>) y la ganancia media bruta por trabajador



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la encuesta anual de la estructura salarial del INE.

- La brecha del esfuerzo económico para acceder a la vivienda en propiedad de los jóvenes de entre 25 y 34 años respecto al total de los trabajadores ha aumentado desde 2014, ya que la recuperación de los salarios no ha llegado al colectivo joven. En concreto, la ganancia media bruta por trabajador aumentó en España un 1,3% entre 2014 y 2016, pero disminuyó en 3,8% para los jóvenes de entre 25 y 34 años.
- La fiscalidad también ha tenido influencia, de la mano de los cambios fiscales introducidos en 2013, que suprimían la deducción por inversión en vivienda habitual del IRPF y reducían el sesgo impositivo que favorecía la compra sobre el alquiler.

### ► Factores sociológicos:

- Se ha producido un cambio de preferencias de los jóvenes en favor de un estilo de vida más flexible y sin ataduras (la mayor movilidad geográfica y laboral podrían ser factores subyacentes importantes).
- Asimismo, la tendencia a posponer decisiones vitales, como la edad de emancipación o de formar una familia, también los lleva a retrasar la decisión de comprar una vivienda.

3. Es el cociente entre el valor de la hipoteca y el valor de la vivienda adquirida. El promedio en España para las operaciones nuevas se sitúa en el 65%.

4. Véase Muñoz Fernández A. G. (2017). «Juventud y mercado de la vivienda en España: análisis de la situación». Revista de Estudios de Juventud, n.º 116.



## Situación financiera de los jóvenes adultos: menor ahorro y más deudas

La fracción de hogares con un cabeza de familia joven adulto (de 20 a 39 años) que habían adquirido en 2014<sup>5</sup> instrumentos de ahorro e inversión era menor que la fracción de hogares adultos de entre 40 y 60 años (véase la tabla adjunta para más detalles). Por el contrario, una fracción mayor de los hogares jóvenes adultos tenía deudas. Se observan diferencias sustanciales entre aquellos hogares jóvenes con vivienda en propiedad y los que no la tienen. Ello se debe a que la compra de una vivienda constituye la decisión financiera más importante que toma un hogar, debido a su valor y a que representa el principal instrumento de acumulación de riqueza al actuar como mecanismo de ahorro.

- **Activos:** un mayor porcentaje de las familias de jóvenes adultos con vivienda en propiedad poseía en 2014 instrumentos de renta variable y fondos de pensiones en comparación con las familias de jóvenes adultos que no tenían vivienda en propiedad. Ello sugiere que las familias jóvenes sin vivienda en propiedad tienen menos capacidad de ahorro, puesto que son precisamente aquellos hogares jóvenes sin vivienda en propiedad los que acostumbran a tener menores ingresos.
- **Pasivos:** el porcentaje de hogares jóvenes adultos sin vivienda en propiedad que habían contraído algún tipo de deuda no hipotecaria en 2014 era del 35,6%, un dato relativamente elevado (aunque algo inferior al 40% de 2005) y bastante parecido al que presentaban los hogares adultos de entre 40 y 60 años sin vivienda en propiedad (41,6%). Así, más de un tercio de los jóvenes que no poseen una vivienda en propiedad sí que tiene otro tipo de necesidades financieras que los lleva a endeudarse, tanto a través de créditos al consumo como de créditos para llevar a cabo actividades económicas (como autónomos y emprendedores).

### España: situación financiera de las familias jóvenes en 2014

Porcentaje de los hogares sobre el total de hogares con esas características para cada franja de edad \*

	Edad	Total	Sin vivienda en propiedad	Con vivienda en propiedad
<b>Activos</b>				
Renta variable	20-39	5,9	3,5	7,2
	40-60	11,1	9,4	11,5
Fondos de inversión	20-39	2,7	2,7	2,7
	40-60	6,5	4,4	7
Fondos de pensiones	20-39	22,6	12,7	28,1
	40-60	38,4	22,2	41,9
<b>Pasivos</b>				
Algún tipo de deuda	20-39	69,0	35,6	87,6
	40-60	62,1	41,6	66,6
Deuda hipotecaria	20-39	50,1	–	79,4
	40-60	35,5	–	43,2

**Nota:** \* Por ejemplo, un 3,5% de los hogares entre 20 y 39 años sin vivienda en propiedad poseía activos de renta variable, mientras que el 7,2% de los hogares entre 20 y 39 años con vivienda en propiedad poseía activos de renta variable.

**Fuente:** CaixaBank Research, basado en datos de la encuesta financiera de las familias (EFF) de 2014.

Oriol Carreras y Marc Miró i Escolà

5. Datos de la encuesta financiera de las familias (EFF) de 2014, última encuesta disponible.

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:

### Las causas de la polarización política

La sociedad se ha polarizado notablemente, pero ¿qué factores hay detrás de este fenómeno? ¿Cómo se manifiesta y qué retos supone?



### Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento pero con margen de mejora

Exploramos el crecimiento potencial de la economía europea y los factores que podrían reimpulsarlo



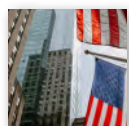
### Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes

¿Cabe esperar avances hacia una mayor integración europea? ¿En qué dimensiones?



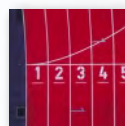
### ¿Qué será de la política fiscal estadounidense?

Analizamos cómo la política fiscal estadounidense puede condicionar el escenario en los próximos trimestres.



### ¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?

La tasa de ahorro española ha disminuido hasta mínimos históricos. ¿Cuáles son sus perspectivas? ¿Qué colchones tienen los hogares?



### Lo que la contratación esconde

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



Síguenos en:



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



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

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

