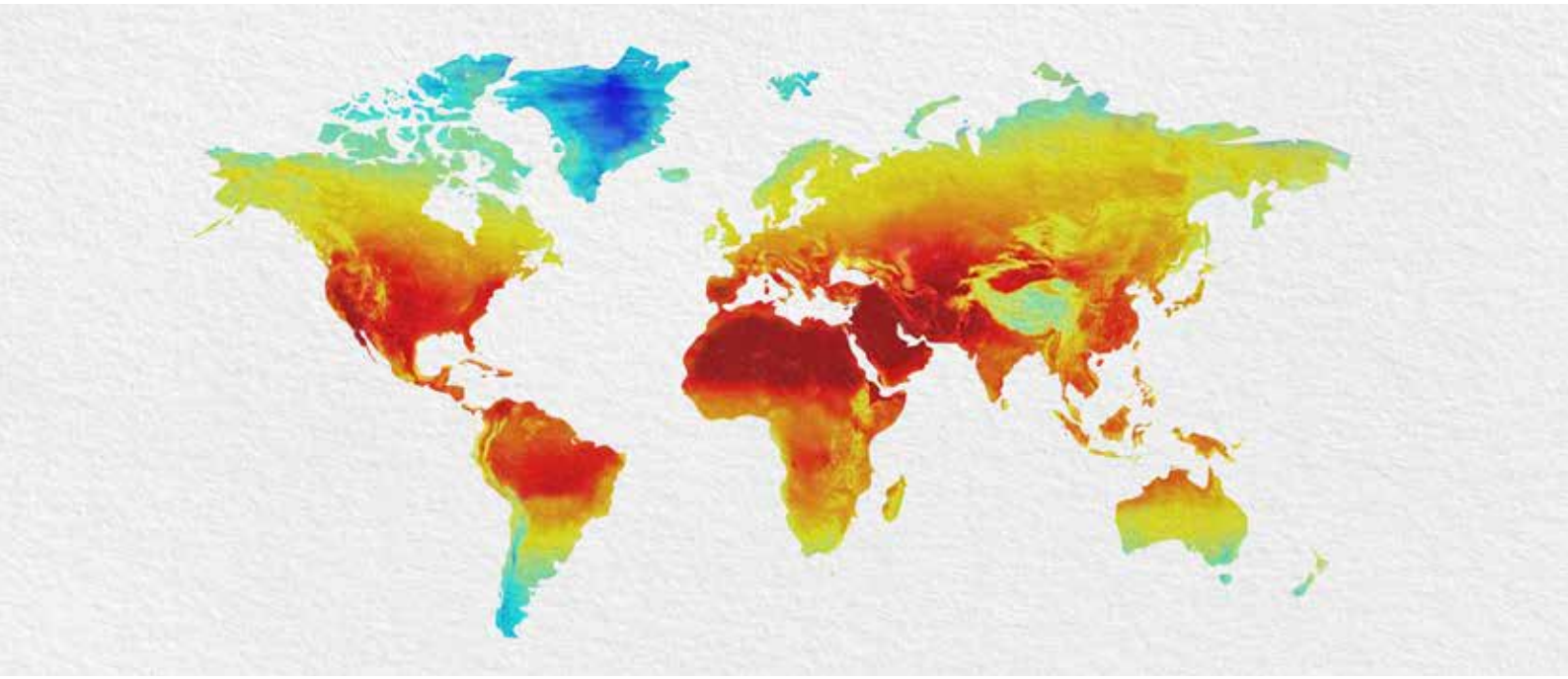
IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 439 | NOVIEMBRE 2019



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE

ECONOMÍA ESPAÑOLA
¿Quo vadis, *consumo?*

ECONOMÍA PORTUGUESA
Inversión en Portugal: gana peso la inversión en los sectores más productivos

DOSSIER: FRENAR EL CAMBIO CLIMÁTICO: AHORA O NUNCA

El reto climático: el futuro del planeta en juego

Cambio climático: consecuencias y dificultades para frenarlo

¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo

Cambio climático, transición verde y sector financiero

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Noviembre 2019

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
Oriol Aspachs
Director de Estudios
Sandra Jódar
Directora de Estrategia Bancaria
Adrià Morron Salmeron
Coordinador del *Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

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

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE*
Gabriel L. Ramos y Adrià Morron Salmeron

11 *El adiós de (Super) Mario Draghi*
Adrià Morron Salmeron

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

21 *¿Quo vadis, consumo?*
Oriol Carreras

24 ECONOMÍA PORTUGUESA

26 *Inversión en Portugal: gana peso la inversión en los sectores más productivos*
Teresa Gil Pinheiro

29 DOSSIER: FRENAR EL CAMBIO CLIMÁTICO: AHORA O NUNCA

29 *El reto climático: el futuro del planeta en juego*
Javier Garcia-Arenas

31 *Cambio climático: consecuencias y dificultades para frenarlo*
Javier Garcia-Arenas y Ricard Murillo Gili

33 *¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo*
Ricard Murillo Gili

35 *Cambio climático, transición verde y sector financiero*
Roser Ferrer

Cambio climático: el desafío de nuestro siglo

El cambio climático representa un enorme desafío. No frenarlo supondría unos costes, económicos y sociales, inasumibles a largo plazo. Se trata, además, de un problema de naturaleza global que requiere de una acción coordinada a nivel planetario sin precedentes. En función de cómo se afronte, puede ser un freno para el crecimiento o un revulsivo, un catalizador del multilateralismo o una fuente de conflictos entre países.

Al menos, contamos ya con un primer paso importantísimo: un diagnóstico compartido a nivel global. Puede haber más o menos incertidumbre en torno a la velocidad y la magnitud del cambio climático, pero ya pocos niegan la existencia de este y la acumulación de gases de efecto invernadero (GEI) producidos por la actividad humana como su causa principal. Para ello ha sido clave el trabajo técnico del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático. De acuerdo con sus conclusiones, la comunidad internacional se ha comprometido a evitar un aumento de la temperatura media global de más de 2 ºC en relación con los niveles preindustriales, lo que exige reducir las emisiones globales de GEI alrededor de un 30% en 2030 desde los niveles actuales.

Con este compromiso, cada país debe definir ahora sus planes de acción. Dado que más del 60% de las emisiones de GEI son de dióxido de carbono derivado de la utilización de combustibles fósiles, no cabe duda de que en el centro de estos planes debe haber una estrategia de transición hacia un modelo energético más eficiente y menos contaminante. Pero tampoco podemos olvidar la importancia de las políticas en los sectores agrícola, ganadero o forestal para influir en las emisiones de GEI (los fertilizantes y las vacas también contribuyen significativamente a ellas; los bosques, las reducen mediante su captura).

Todos estos planes deben definirse sin dilación para ofrecer certidumbre y poder permitir un enfoque gradual. Cuanto más tardemos en concretarlos, más agresivos deberán ser porque nos veremos obligados a reducir más emisiones en menos tiempo. Ello, además de no ser eficiente, puede poner en riesgo la sostenibilidad política de dichos planes.

Como evidencia el caso de Francia y el movimiento de los chalecos amarillos, las medidas diseñadas para luchar contra el cambio climático pueden dar lugar a una fuerte contestación social que las pongan en jaque. Para intentar evitarlo, es deseable que los planes de cualquier Gobierno cuenten con un amplio consenso entre los principales partidos políticos. El apoyo social también puede reforzarse mediante procesos de consulta, implicando especialmente a aquellos colectivos que podrían verse más afectados, una comunicación clara de las políticas a seguir y de su lógica, y la introducción de ayudas a las familias, empresas y trabajadores más vulnerables.

Es importante también que los ingresos derivados del aumento de impuestos sobre el carbono –una medida insoslayable– se utilicen de forma transparente, productiva y equitativa. Parte de estos recursos deberían dedicarse a promover la inversión en tecnologías para luchar contra el cambio climático. El sector público puede jugar un papel importante en la investigación básica en ámbitos como la tecnología de captura y almacenamiento de dióxido de carbono, el desarrollo de baterías que permitan almacenar energía de fuentes renovables o el despliegue de redes eléctricas inteligentes. Con un buen impulso de la inversión pública, la UE puede aspirar al liderazgo tecnológico en este ámbito.

Unas reglas de juego claras también son necesarias para promover la inversión privada por parte de empresas y hogares, y la captación de financiación para llevarla a cabo. Muchas de las inversiones que deben favorecer la transición energética requieren de largos periodos de amortización. Por ello, la certidumbre y la garantía de estabilidad en la norma son imprescindibles. Como hemos visto en Europa recientemente, declarar el fin de una era (por ejemplo, la del coche diésel o incluso la del motor de combustión) sin sentar las bases de la siguiente solo genera confusión y paraliza inversiones.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de octubre de 2019

Cronología

OCTUBRE 2019

11 EE. UU. y China trabajan en una primera fase de un acuerdo comercial, y EE. UU. suspende la implementación de una subida arancelaria prevista para el 15 de octubre.
17 Reino Unido y la UE cierran un nuevo acuerdo de salida.
28 La UE prorroga el *brexit* hasta el 31 de enero de 2020.
31 La Fed reduce sus tipos de interés de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 1,50%-1,75%.
Concluye el mandato de Mario Draghi como presidente del BCE.

AGOSTO 2019

1 EE. UU. anuncia una nueva subida arancelaria sobre los 300.000 millones de dólares de importaciones chinas que todavía no habían sido tasadas.
5 EE. UU. señala a China como un «manipulador de divisas» después de que el Banco Central de China dejara que el yuan se depreciara hasta niveles no vistos desde 2008.
23 China anuncia la imposición de aranceles sobre 75.000 millones de dólares de importaciones estadounidenses.

JUNIO 2019

7 Theresa May dimite como líder del Partido Conservador en el Reino Unido y se mantiene como primera ministra «interina» hasta que se elija un nuevo líder a finales de julio.
30 Donald Trump y Xi Jinping acuerdan retomar las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China tras su encuentro en la cumbre del G-20.

SEPTIEMBRE 2019

1 EE. UU. hace efectivo un aumento arancelario sobre 112.000 millones de dólares de importaciones chinas y China impone aranceles sobre cerca de 2.000 productos estadounidenses.
12 El BCE anuncia un nuevo paquete de estímulo, con un recorte de 10 p. b. en el tipo de interés de la facilidad de depósitos (–0,50%), un esquema de *tiering* y el reinicio de las compras netas de activos (20.000 millones mensuales).
18 La Fed reduce sus tipos de interés de referencia en 25 p. b., hasta el intervalo 1,75%-2,00%.
20 La agencia de calificación S&P mejora la nota crediticia de España, de A– a A.

JULIO 2019

16 A propuesta del Consejo Europeo, el Parlamento Europeo elije a Ursula von der Leyen como presidenta de la Comisión Europea.
24 Boris Johnson releva a Theresa May como primer ministro británico.
31 La Fed reduce sus tipos de interés de referencia en 25 p. b., hasta el intervalo 2,00%-2,25%.

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.

Agenda

NOVIEMBRE 2019

5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
6 Portugal: empleo (3T).
8 Portugal: comercio internacional (septiembre).
14 España: IPC (octubre).
Portugal: avance del PIB (3T).
Japón: PIB (3T).
21 Portugal: créditos y depósitos (septiembre).
22 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
28 España: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
España: avance del IPC (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
29 Portugal: avance del IPC (noviembre).

DICIEMBRE 2019

2 Portugal: deuda pública (octubre).
3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
10-11 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
12 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12-13 Consejo Europeo.
13 Portugal: actividad turística (octubre).
17 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
20 Portugal: indicadores coincidentes (noviembre).
23 España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).
Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
26 España: balanza de pagos y PIIN (3T).
27 Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
30 España: contabilidad nacional trimestral (3T).
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
España: avance del IPC (diciembre).
31 Portugal: avance del IPC (diciembre).

El banquillo de los economistas

Todos llevamos un entrenador dentro. Piensa, por ejemplo, en lo que sentiste la última vez que viste perder a tu equipo. *¡Hace años que se tenía que haber vendido! ¡Hay que buscar un revulsivo en el banquillo!* Son expresiones que todos hemos oído, si es que no las hemos jaleado nosotros mismos alguna vez.

Con la economía, durante años, ha pasado algo similar, aunque normalmente con menos pasión. *¡Todo es culpa de los recortes! ¡Está clarísimo que el BCE debería bajar más los tipos de interés!* ¿Quién no se ha puesto el traje de ministro o ministra de Economía para soltarle a sus amigos un recetario con el que arreglar su país, o el mundo entero, en un par de días?

Sin embargo, mientras el atuendo de entrenador nos lo seguimos poniendo con asiduidad, el de ministra de Economía cada vez hay menos personas lo suficientemente valientes, o temerarias, que quieren ponérselo en el contexto actual.

Los datos conocidos durante las últimas semanas han confirmado que el escenario de desaceleración del crecimiento a nivel global, que no de recesión, continúa según el guion previsto. En EE. UU., el PIB avanzó un 2,0% interanual en el 3T; en China, un 6,0%, y en la eurozona, el ritmo de avance se quedó en un modesto 1,1%. Todas estas cifras están en línea con lo esperado, pero dibujan una clara tendencia a la baja que genera preocupación. El desconcierto aumenta cuando nos preguntamos: ¿cuál debe ser la respuesta de política económica en este contexto? He aquí la pregunta fatídica, ya que las opciones de política económica tradicionales ahora no parecen muy adecuadas.

La herramienta que se ha utilizado de forma más habitual en los últimos años ha sido la política monetaria, pero se trata de un recurso que ya se ha exprimido al máximo y el apoyo que puede ofrecer ahora es relativamente limitado.

El BCE, por ejemplo, se ciñó, en su reunión de octubre, a cimentar la expectativa de que los tipos de interés se mantendrán muy bajos durante mucho tiempo. Y es que el estímulo económico que generarían nuevas bajadas de los tipos sería mínimo. Nótese, sin embargo, que si los tipos de interés se mantienen tan bajos durante mucho tiempo, se pueden acabar generando burbujas en los precios de los activos financieros o inmobiliarios y problemas de estabilidad financiera. Esta es una advertencia que el Banco Internacional de Pagos ya ha hecho en repetidas ocasiones.

La política fiscal clásica, que persigue estimular la demanda con una rebaja de impuestos o un aumento del gasto corriente, tampoco parece que pueda ofrecer mucho apoyo. La deuda pública se mantiene en niveles no vistos en décadas en la mayoría de los países desarrollados (Alemania es la gran excepción). Es cierto que, gracias a que los tipos de interés están en niveles tan bajos, el esfuerzo financiero que debe hacer el sector público para pagar la deuda sigue siendo contenido. Pero la prudencia debe ser máxima, ya que cambios en el entorno que hagan reevaluar el riesgo país, como pasó en Italia, pueden poner en aprietos a las finanzas públicas. Además, como hemos visto en EE. UU. con el impulso fiscal que llevó a cabo la Administración Trump en 2018, este tipo de medidas pueden aumentar de forma notable el ritmo de crecimiento, pero el efecto es temporal. Cuando este se diluye, la economía se vuelve a desacelerar y acaba con un nivel de deuda pública más elevado.

Tampoco las llamadas políticas de oferta, como una mayor flexibilización de los mercados, parecen de fácil aplicación en el contexto actual. En general, este tipo de medidas pueden aumentar la capacidad de crecimiento de una economía a medio plazo, pero suelen acarrear costes económicos y sociales a corto plazo. Y es que la mayor eficiencia económica que se consigue se puede traducir, como mínimo de forma temporal, en un aumento del desempleo y en dificultades para las empresas menos competitivas. Ciertamente, hay ámbitos que deben seguir explorándose, como la reducción de impedimentos al crecimiento de las empresas o las medidas que promuevan la contratación a tiempo indefinido. Pero, en un momento de elevada polarización social y fuerte alza de los llamados partidos populistas, la implementación de políticas de oferta de forma generalizada es muy arriesgada.

Y entonces, ¿qué podemos hacer para estimular la economía a corto plazo? *¡Un impulso inversor!* Hay tres ámbitos en los que hay un amplio consenso en el hecho de que es necesario y posible realizar un notable esfuerzo inversor: infraestructuras (especialmente en EE. UU. y Alemania), digitalización y economía circular (por favor, lee el Dossier de este *Informe Mensual* si aún no estás convencido). El papel del sector público es crucial en fomentar que los recursos de los que disponemos vayan dirigidos a estos ámbitos y, para conseguirlo, no necesariamente se debe aumentar el gasto público de forma significativa. Hay que ser creativo, pensar en una combinación de impuestos e incentivos fiscales que se ajuste mejor a las nuevas prioridades y diseñar un marco regulatorio que facilite la movilización de recursos hacia estos objetivos. Aunque puedan parecer palabras grandilocuentes, con poco contenido, si lees los artículos que hemos ido escribiendo sobre estos temas en las páginas del *Informe Mensual*, encontrarás medidas concretas. **Todavía queda un revulsivo en el banquillo de los economistas**.

Oriol Aspachs
Director de Estudios

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
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	1,50	1,75
Líbor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,65	1,68	1,90
Líbor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,70	1,83	2,20
Deuda pública 2 años	3,70	0,73	1,84	2,68	1,65	1,85	2,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	2,41	2,83	1,80	2,00	2,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	–0,40	–0,40	–0,50	–0,50	–0,25
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,65	–0,34	–0,36	–0,45	–0,45	–0,25
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	–0,37	–0,37	–0,43	–0,43	–0,20
Euríbor 3 meses	3,24	0,98	–0,33	–0,31	–0,40	–0,40	–0,15
Euríbor 6 meses	3,29	1,14	–0,27	–0,24	–0,35	–0,35	–0,05
Euríbor 12 meses	3,40	1,34	–0,19	–0,13	–0,30	–0,30	0,05
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,69	–0,69	–0,60	–0,80	–0,40	–0,10
Deuda pública 10 años	4,30	1,98	0,35	0,25	–0,35	0,30	0,67
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,30	–0,04	–0,02	–0,05	0,48	0,81
Deuda pública 5 años	3,91	2,85	0,31	0,36	0,13	0,71	1,05
Deuda pública 10 años	4,42	3,82	1,46	1,42	0,45	1,10	1,37
Prima de riesgo	11	184	110	117	80	80	70
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,42	–0,05	–0,18	0,06	0,79	1,25
Deuda pública 5 años	3,96	5,03	0,46	0,47	0,32	1,03	1,42
Deuda pública 10 años	4,49	5,60	1,84	1,72	0,55	1,20	1,52
Prima de riesgo	19	362	149	147	90	90	85
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,10	1,15	1,21
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	117,93	121,90	128,26
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	107,21	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,91	0,90	0,89
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,83	0,78	0,73
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	60,0	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	54,5	53,5	52,1

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
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	2,9	3,2	3,4
Países desarrollados	*2,7*	*1,2*	*2,5*	*2,3*	*1,6*	*1,4*	*1,6*
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,2	1,6	1,8
Eurozona	2,2	0,4	2,7	1,9	1,0	1,1	1,3
Alemania	1,6	1,1	2,5	1,6	0,4	0,7	1,6
Francia	2,0	0,6	2,3	1,7	1,3	1,4	1,5
Italia	1,5	–0,7	1,8	0,7	0,2	0,6	0,7
Portugal	1,5	–0,3	3,5	2,4	1,8	1,6	1,6
España	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Japón	1,5	0,4	1,9	0,8	1,1	0,5	0,8
Reino Unido	2,8	1,1	1,9	1,4	1,2	1,1	1,4
Países emergentes	*6,6*	*5,1*	*4,8*	*4,5*	*3,8*	*4,4*	*4,6*
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,0	5,8	5,7
India	9,7	6,9	6,9	7,4	5,7	6,3	6,5
Indonesia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	1,0	1,8	2,1
México	2,4	2,1	2,1	2,0	0,5	1,3	2,1
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	2,2	2,8	2,8
Rusia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,1	1,9	1,8
Turquía	5,4	4,8	7,4	3,1	–1,3	2,5	3,1
Polonia	4,0	3,2	4,9	5,2	3,8	2,9	2,4
Sudáfrica	4,4	1,8	1,5	0,7	0,7	1,6	1,9
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,4	3,5	3,5
Países desarrollados	*2,1*	*1,5*	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*1,6*	*1,8*
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,0	2,0
Eurozona	2,1	1,4	1,5	1,8	1,1	1,3	1,7
Alemania	1,7	1,3	1,7	1,9	1,3	1,3	1,8
Francia	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,4	1,8
Italia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,7	1,0	1,5
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,5	0,8	1,1
España	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Japón	–0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,1	1,2
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,9	1,9	2,1
Países emergentes	*6,8*	*5,8*	*4,3*	*4,8*	*4,8*	*4,8*	*4,6*
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,5	2,4	2,6
India	4,5	8,5	3,3	3,9	3,6	4,5	5,1
Indonesia	8,4	5,7	3,8	3,2	3,0	2,8	2,9
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,6	3,8
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,7	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	4,6	3,7	4,0
Turquía	27,2	8,1	11,1	16,2	16,1	13,1	10,0
Polonia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,5	2,5
Sudáfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,3	4,8	4,9

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
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,6	3,0	1,8	0,8	1,2	1,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,9	1,0	1,9	2,0	1,5	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,6	–3,8	5,9	5,3	2,6	2,7	2,4
Bienes de equipo	5,0	–1,5	8,5	5,7	2,4	2,7	2,6
Construcción	5,7	–6,5	5,9	6,6	3,1	2,6	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	–1,2	3,0	2,6	1,3	1,5	1,5
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,8	5,6	2,2	2,4	2,6	3,1
Importación de bienes y servicios	7,0	–1,0	6,6	3,3	0,8	3,1	3,3
Producto interior bruto	**3,7**	**0,0**	**2,9**	**2,4**	**1,9**	**1,5**	**1,5**
Otras variables							
Empleo	3,2	–1,5	2,8	2,5	2,2	1,6	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,9	12,6	11,5
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Costes laborales unitarios	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	2,5	2,6
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–1,1	2,7	1,9	1,7	1,5	1,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	–0,7	2,9	2,4	1,9	1,7	1,7
Saldo público (% PIB) [1]	0,4	–7,0	–3,0	–2,5	–2,3	–2,0	–1,5

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

Previsiones

Economía portuguesa

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

Previsiones

Los mercados financieros se dan un respiro

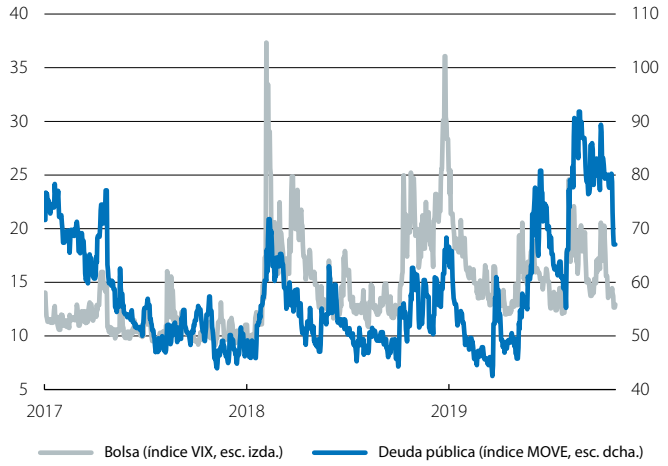
El apetito por el riesgo se recupera. Después de un verano turbulento, desde septiembre los estímulos monetarios acomodaticios adoptados por la Fed y el BCE han servido de punto de partida para la mejora progresiva del sentimiento de los inversores. Además, en octubre, el tono de los mercados financieros siguió recuperándose gradualmente a medida que los inversores valoraron positivamente el acercamiento comercial entre EE. UU. y China y los avances sobre el *brexit* (véase la sección de Economía Internacional). Sin embargo, alrededor de esta tendencia de mejora, la volatilidad de todos los activos financieros (y especialmente de los de deuda pública) se mantuvo relativamente elevada por la ausencia de soluciones en firme en ambos conflictos. Así, en unos mercados sensibles a las declaraciones políticas y los mensajes de los bancos centrales, en octubre las principales bolsas globales cerraron en positivo y recuperaron parte de las pérdidas sufridas durante el verano, los tipos de interés soberanos a ambos lados del Atlántico repuntaron con fuerza y los precios de las materias primas se encarecieron.

Las bolsas suben de manera generalizada. Además de la recuperación del sentimiento, octubre ofreció a los mercados de renta variable otro argumento para respaldar la mejora de las expectativas: el inicio de la campaña de resultados empresariales del 3T 2019. La mayoría de los beneficios presentados hasta la fecha de cierre de este *Informe Mensual* superaron ampliamente las previsiones de los analistas, especialmente en EE. UU. (aunque cabe recordar que, desde principios de año, los analistas han rebajado de manera generalizada sus proyecciones por el empeoramiento de las perspectivas del crecimiento económico). Así, los índices bursátiles de las economías desarrolladas registraron avances en el conjunto del mes (S&P 500 +2,0% y EuroStoxx 50 +1,0%). A nivel sectorial, la recuperación del sentimiento de los inversores se reflejó en la revalorización de las compañías financieras (favorecidas por el aumento de los tipos de interés soberanos) y de las cíclicas (aquellas cuyos beneficios son más sensibles al ciclo económico). Por su parte, los índices bursátiles de las economías emergentes también experimentaron alzas (MSCI Emerging Markets +4,1%), ante la expectativa de una mejora de las relaciones comerciales entre Washington y Pekín.

Los tipos soberanos siguen recuperándose. Aunque, a principios de octubre, los tipos de interés soberanos de EE. UU. y la eurozona volvieron a disminuir por la publicación de algunos datos de actividad débiles, a lo largo del mes estos volvieron a recuperarse gracias a los acontecimientos positivos alrededor de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China y el *brexit*. Además, en EE. UU. la curva soberana se desinvirtió por primera vez desde junio, al situarse el tipo de interés a 10 años por encima del tipo a 3 meses (históricamente, una curva invertida ha anticipado una entrada en recesión al cabo de unos trimestres). Asimismo, en Europa la mejora del apetito por el riesgo supuso un aumento de la rentabilidad del *bund* alemán (aproximadamente en +20 p. b.), y la reducción de las primas de riesgo de la periferia de la eurozona hasta niveles mínimos del año.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

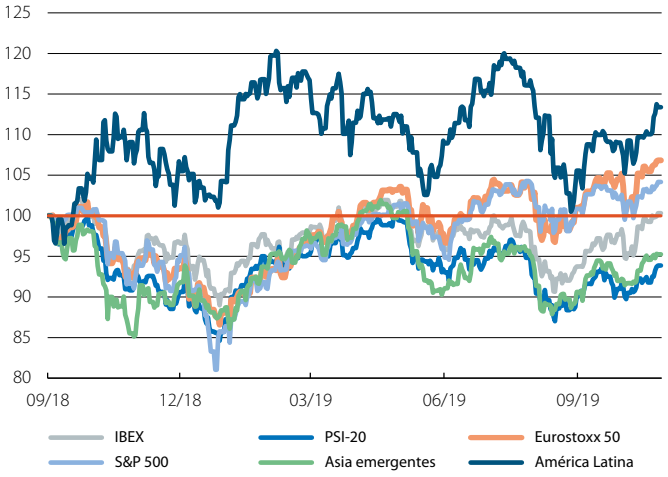
Índice *Índice*



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

Principales bolsas internacionales

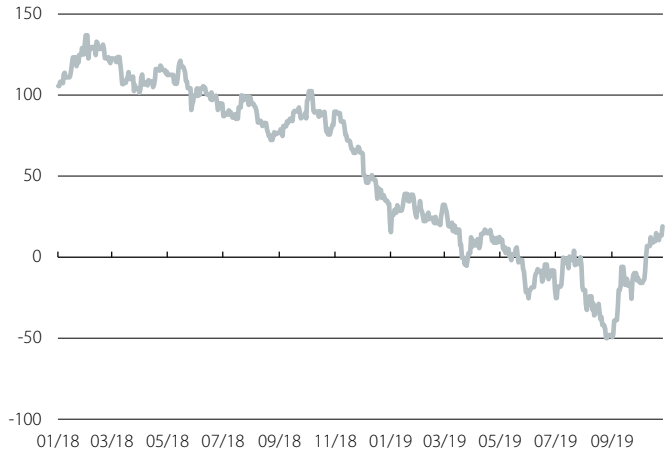
Índice (100 = septiembre 2018)



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

EE. UU.: pendiente de la curva de tipos de interés

(p. b.)



Nota: *Diferencia entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

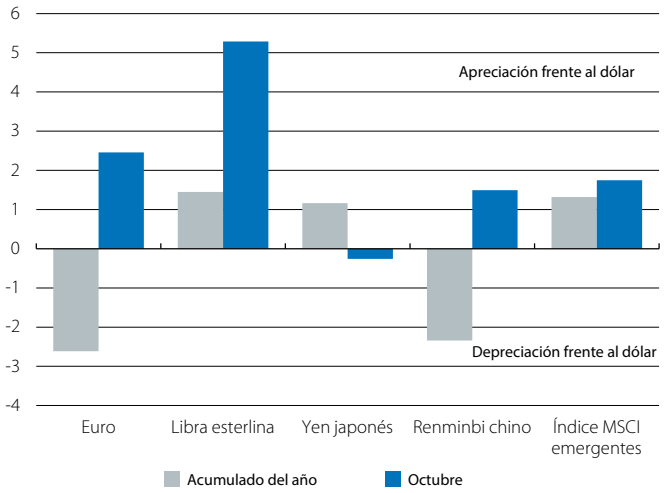
La libra esterlina se fortalece con los acuerdos del *brexit*. El optimismo de los inversores respecto al *brexit* se extendió también al mercado de divisas a través del tipo de cambio de la libra, que se apreció más de un 4% (frente al dólar y al euro) tras la publicación del acuerdo de salida entre Reino Unido y la UE. Adicionalmente, y como reflejo de una menor aversión al riesgo, el dólar estadounidense se depreció frente a la mayoría de divisas de las economías avanzadas y emergentes (el peso argentino fue una de las excepciones, con una depreciación algo superior al 3% ante la perspectiva de un cambio de Gobierno tras las elecciones generales celebradas el 24 de octubre).

El BCE defiende el estímulo de septiembre en el adiós de Draghi. Tras las importantes medidas anunciadas en septiembre (especialmente, el recorte del tipo depo hasta el –0,50% y la reanudación de las compras netas de activos a un ritmo de 20.000 millones de euros mensuales), no hubo novedades en la reunión de octubre del BCE. Los miembros del Consejo de Gobierno destacaron la persistencia del escenario de crecimiento bajo, la inflación débil y la incertidumbre elevada para respaldar las decisiones tomadas en septiembre y reiterar la necesidad de una política fiscal más expansiva. Además, pidieron unidad y dejar atrás el desacuerdo exhibido el mes anterior. Por otro lado, esta fue la última reunión de Mario Draghi al frente del BCE (Christine Lagarde tomará el relevo en noviembre), y gran parte de la rueda de prensa posterior estuvo dedicada a valorar su legado. En este sentido, Draghi defendió la política de tipos de interés negativos y las otras medidas de política monetaria no convencional, mientras que también se le recordaron las palabras *Whatever it takes* (lo que haga falta), con las que será recordado por poner fin, en 2012, al miedo a la ruptura de la eurozona.

La Fed baja tipos por tercera vez este año. Apoyándose de nuevo en la persistencia de los riesgos sobre el escenario y unas presiones inflacionistas moderadas, la Reserva Federal bajó los tipos de interés en 25 p. b. hasta el intervalo 1,50%-1,75%. En la rueda de prensa posterior a la reunión, el presidente Jerome Powell señaló que este nivel de los tipos de interés es el apropiado para el escenario económico de la Fed, que proyecta un crecimiento moderado, un mercado laboral robusto y un acercamiento de la inflación hacia su objetivo. En este sentido, Powell también sugirió que, en ausencia de alteraciones materiales del escenario, no habrá movimientos en los tipos de interés en los próximos meses. Aunque esta referencia aplica por igual a posibles subidas y bajadas, los comentarios de Powell apuntaban a una menor predisposición a subir los tipos, por lo que es probable que en los próximos trimestres la Reserva Federal mantenga un sesgo acomodaticio. Por otra parte, la Fed decidió a principios de octubre (en una reunión de urgencia) volver a comprar deuda pública a corto plazo a un ritmo de 60.000 millones de dólares al mes con el objetivo de aumentar las reservas bancarias y la liquidez en los mercados interbancarios. Sobre esta decisión, los miembros de la Fed reiteraron que no se trata de un nuevo QE, puesto que, a diferencia de las compras de activos realizadas tras la Gran Recesión (centradas en activos con vencimientos a más largo plazo), esta vez no se pretende disminuir la prima temporal de la deuda soberana.

Divisas internacionales frente al dólar

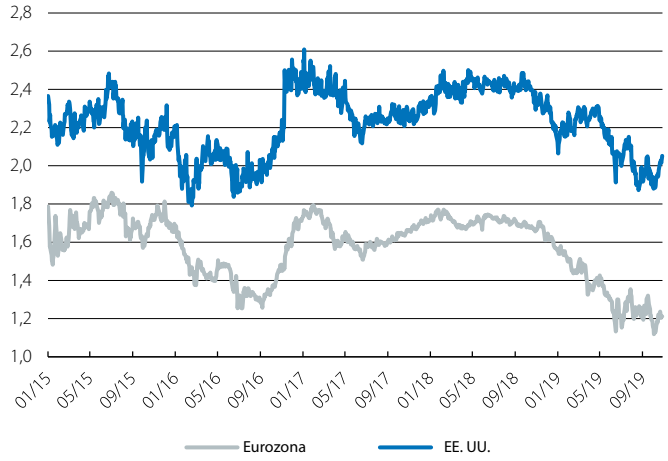
Variación (%)



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

Eurozona y EE. UU.: expectativas de inflación de mercado

Forward *de inflación a 5 años en 5 años (%)*



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

Reuniones de octubre: principales palabras negativas de los comunicados

Fuente: *CaixaBank Research.*

El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE

- **La comunicación es una de las herramientas más potentes de la política monetaria. Por ello, CaixaBank Research ha desarrollado un índice que mide el sentimiento de las comunicaciones del BCE.**
- **Nuestro índice de sentimiento del BCE tiene una fuerte asociación con los indicadores de actividad de la eurozona y anticipa los cambios en el tipo de interés de referencia.**
- **El índice constata un fuerte deterioro del sentimiento del BCE entre finales de 2017 y el 3T 2019 y muestra cómo la incertidumbre geopolítica ha impactado en la visión del BCE acerca de la coyuntura económica.**

Es una verdad (ya casi) universalmente reconocida que **la comunicación es una de las herramientas más potentes de la política monetaria**.[1] Así lo ilustra la reacción de mercado a la reunión del BCE del pasado septiembre, que muestra un marcado contraste entre el momento de la publicación de las decisiones de política monetaria (13:45 horas) y las reacciones a lo largo de la rueda de prensa (14:30-15:30 horas), en la que Mario Draghi contextualizó y valoró las decisiones con una visión detallada del escenario (incluyendo las nuevas previsiones económicas). ¿Podemos analizar cuantitativamente el sentimiento de esta y el resto de comunicaciones del BCE?

Índice CaixaBank Research de sentimiento: un análisis cuantitativo de la comunicación del BCE

El índice de sentimiento del BCE mide el pesimismo o el optimismo que desprenden los comunicados leídos por el presidente del BCE en la rueda de prensa posterior a cada reunión de política monetaria.[2] Estos comunicados, redactados para reflejar la visión consensuada del Consejo de Gobierno,[3] presentan una valoración de los últimos indicadores (como los registros de actividad más recientes o la evolución de los mercados financieros), los principales riesgos y las perspectivas para la eurozona: es decir, **sintetizan la visión del banco central acerca de la coyuntura económica**.

Para valorar lo más objetivamente posible cuán optimistas o pesimistas son estos comunicados, utilizamos dos diccionarios económicos que clasifican cerca de 90.000 palabras en tres categorías: positiva, neutra o negativa.[4] Por ejemplo, «sólido» es un término positivo y «débil» es negativo, pero «crecimiento» es neutro (puede ser «sólido» o «débil»). Así, calculamos el sentimiento de cada reunión del BCE como la diferencia entre el número de palabras positivas y negativas del comunicado en cuestión, normalizada por el total de palabras del comunicado:[5]

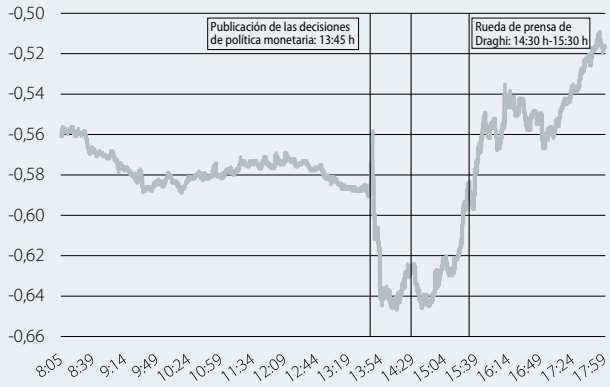
$$\text{Sentimiento} = \frac{\sum \text{palabras positivas} - \sum \text{palabras negativas}}{\text{Palabras totales}}$$

A pesar de la aparente sencillez de este cálculo, el segundo gráfico muestra que **nuestro índice de sentimiento del BCE tiene una fuerte asociación con los indicadores de actividad de la eurozona** (como el índice de sentimiento económico [ESI] elaborado por la Comisión Europea). Además, **sus fluctuaciones predecían con antela-**

1. El artículo «Mario Draghi y su 'parole, parole'» en el IM01/2018 analiza el poder de la comunicación como herramienta de política monetaria.
2. El análisis empieza en enero del 2000 y alcanza a un total de 217 comunicados de prensa y 151.296 palabras.

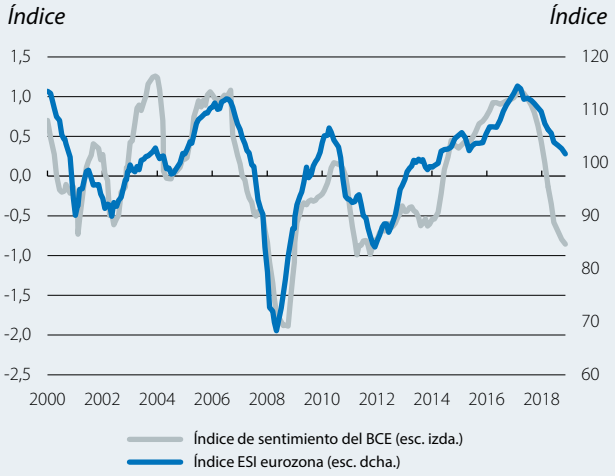
Alemania: tipo de interés a 10 años de la deuda soberana

Cotizaciones del 12 de septiembre de 2019 (%)



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

Eurozona: sentimiento económico



Fuente: *CaixaBank Research y Comisión Europea.*

3. Excluimos del análisis la sección de preguntas de la prensa.
4. Las fuentes utilizadas son el Diccionario Loughran/McDonald (Loughran, T. y McDonald, B., 2011, «When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks». Journal of Finance, 66:1, 35-65) y el Diccionario para la Estabilidad Financiera de la Reserva Federal (Correa, R. *et al.* (2017). «Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports». International Finance Discussion Papers 1203). Es necesario utilizar estos diccionarios específicos dado que, en otros más generalistas, se asigna un carácter positivo o negativo a palabras que, desde el punto de vista económico, son neutras (como «impuesto»).
5. El índice de sentimiento del BCE es una versión estandarizada de la media móvil de 12 meses de este indicador, con unos pesos decrecientes (asignan más importancia a los comunicados más recientes).

ción los cambios en el tipo de interés de referencia (antes de que este se estancara en el 0%).[6]

El giro de 180 grados del BCE desde una óptica comunicativa

Además de ofrecernos un indicador del sentimiento, el índice nos permite entender mejor el giro de 180 grados que ha dado el BCE en el último año y medio, durante el cual ha pasado de preparar la primera subida de tipos a lanzar un nuevo paquete de estímulo. De hecho, en el segundo gráfico, **se observa un fuerte deterioro del sentimiento del BCE entre finales de 2017** (cuando se había recuperado hasta máximos de los últimos 10 años) **y el 3T 2019.** Es más, la caída del sentimiento del BCE ha sido mucho más fuerte que la de otros indicadores y abre el interrogante de si el pesimismo del banco central es una sobrerreacción o anticipa un mayor declive de los indicadores.

Este deterioro refleja un cambio en la descripción del entorno económico, con una reducción de las palabras positivas (han caído un 30%) y, especialmente, **un fuerte incremento de los términos negativos** (se han triplicado): como muestra el tercer gráfico, estos últimos pasaron de 8 palabras con una frecuencia total de 25 ocurrencias a 21 palabras con una frecuencia total de 80 ocurrencias.

Es más, el tercer gráfico también muestra **un deterioro de la «calidad» de los términos negativos**: aparecen referencias a «debilidad» (*weak*), «prolongación» (*prolong*, *persist*, que reflejan la persistencia de lo que inicialmente era una moderación puntual de la actividad o un aumento temporal de la incertidumbre), «amenazas» y «proteccionismo» (*threat*, *protection*, en clara referencia a las tensiones comerciales). De hecho, la pérdida de optimismo (disminución de palabras positivas) y el aumento del pesimismo (intensificación de los términos negativos) responden a patrones distintos, como recoge el cuarto gráfico: **mientras que el BCE da continuidad a su descripción de las dinámicas positivas del escenario económico** (es decir, usa las mismas palabras positivas, aunque con menor intensidad), **el incremento del pesimismo responde a la emergencia de una nueva narrativa** (el 90% del aumento de palabras negativas se debe a la aparición de nuevos vocablos).

¿Cuáles son estos nuevos términos? Incluso si el lector sigue solo tangencialmente las coyunturas de este *Informe Mensual*, no habrá sido ninguna sorpresa observar la aparición de palabras relacionadas con el proteccionismo en el tercer gráfico. De la mano de las tensiones comerciales entre China y EE. UU., **la geopolítica y, en particular, la incertidumbre que genera se han convertido en el condicionante de moda de la coyuntura económica**. Y la visión del BCE no es una excepción: como muestra el último gráfico, el uso de la palabra «incertidumbre» se ha intensificado en todas sus comunicaciones públicas.

Gabriel L. Ramos y Adrià Morron Salmeron

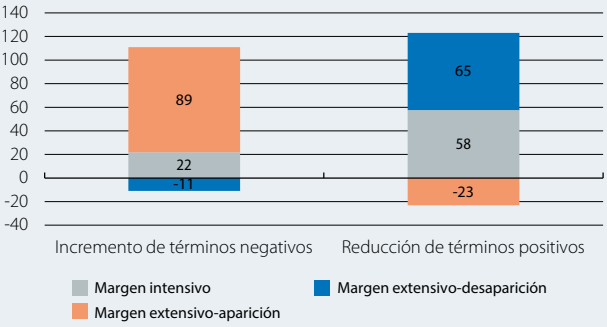
6. Para el periodo 2000-2014, el índice de sentimiento del BCE explica, significativamente y por sí solo, cerca del 50% de la varianza del tipo de interés refi a dos años vista.

Comunicados de prensa del BCE: principales palabras negativas

Nota: *Comparativa entre los comunicados de prensa de septiembre, octubre y diciembre de 2017 con los de junio, julio y septiembre de 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

*Cambio en el sentimiento del BCE: 4T 2017-3T 2019 **

Contribución a la variación de términos positivos y negativos (%)



Nota: ** Comparativa entre los comunicados de prensa de septiembre, octubre y diciembre de 2017 con los de junio, julio y septiembre de 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Discursos del BCE: incidencia del término «incertidumbre»

*Índice (mín. 0 - máx. 100) **

Nota: ** Se construye a partir de un promedio ponderado móvil de 12 meses de la frecuencia con la que aparece el término «incertidumbre». Se utilizan todos los discursos de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE disponibles en https://www.ecb.europa.eu/*
Fuente: *CaixaBank Research.*

El adiós de (Super) Mario Draghi

- **El 31 de octubre terminó el mandato de Mario Draghi, un presidente que deja un banco central en la frontera tecnológica de la política monetaria.**
- **Bajo la dirección de Draghi, el BCE ha ofrecido un sostén muy significativo a la recuperación de la eurozona. Sin embargo, las últimas medidas han generado dudas sobre el margen de acción y la efectividad de la política monetaria.**
- **Christine Lagarde, con un perfil menos técnico pero una visión de continuidad en política monetaria, toma el relevo en una coyuntura económica sombría, en la que han aparecido signos de fragmentación entre los miembros del BCE.**

Después de un mes de septiembre cargado de anuncios, la reunión del 24 de octubre del BCE fue de transición, al menos en un sentido: el 31 de octubre de 2019 se puso fin al mandato de Mario Draghi, el presidente más carismático[1] de la historia de la institución.

El legado: un banco central en la frontera tecnológica

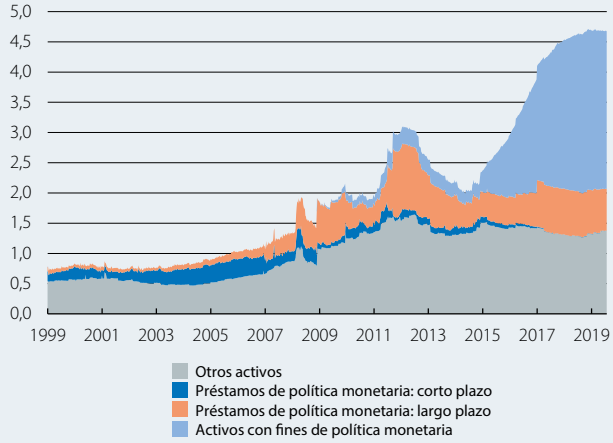
El legado de Draghi posiblemente se resumirá en su frase más famosa: *Whatever it takes*.[2] Tres palabras con las que Draghi, con apenas nueve meses en el cargo, puso fin en 2012 al miedo a la ruptura de la eurozona con la promesa de dirigir un BCE dispuesto a lo que fuera necesario para garantizar la supervivencia del euro. Con menos de 15 años de historia, y con la exigencia de la recesión más intensa de las últimas décadas, bajo el mandato de Draghi **el BCE se erigió como el gran baluarte para estabilizar la economía europea y revolucionó la política monetaria de la eurozona** con la adopción de herramientas en la «frontera tecnológica» de los bancos centrales: compras de activos, tipos de interés de referencia en cotas negativas, un uso intensivo de la comunicación,[3] inyecciones de liquidez, etc.

Esta revolución se plasma en el balance del BCE, cuyo tamaño se ha duplicado con creces (+150%) desde 2011.[4] No solo eso, sino que su composición también es muy reveladora: como muestra el primer gráfico, **las compras de activos y los préstamos a largo plazo han pasado de ser prácticamente inexistentes en el periodo precrisis a representar el 70% del balance del BCE en la actualidad**, reflejo del intenso uso de las herramientas de política monetaria no convencional.[5]

Todo ello ha redundado en una política monetaria ampliamente acomodaticia, que, según algunas estimaciones, sería el equivalente a haber reducido el tipo de interés de referencia del BCE hasta cerca del –7%.[6] Además, si antes de la crisis financiera la política monetaria se ajustaba mucho más a las necesidades de los países del núcleo que a las de la periferia, entre 2009 y 2015 el BCE encontró un punto medio entre ambas áreas. Y, desde entonces, el segundo gráfico muestra cómo la política monetaria ha

BCE: composición de los activos del balance

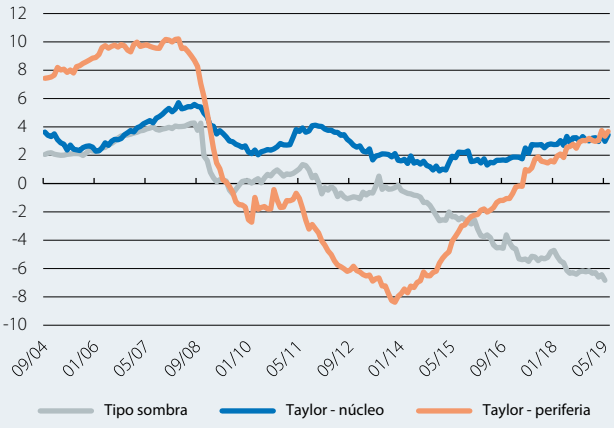
(Billones de euros)



Nota: *Los préstamos a corto plazo y largo plazo consisten, esencialmente, en las operaciones MRO y TLTRO, respectivamente. Los activos con fines de política monetaria engloban, principalmente, las compras bajo el programa APP y otros programas anteriores (CBPP, SMP). La categoría «otros activos» incluye oro, dinero en efectivo, reservas extranjeras, otras operaciones de política monetaria, etc.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

Eurozona: reglas de Taylor y tipo sombra del BCE

(%)



Nota: *Núcleo incluye a Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Países Bajos e Italia. Periferia incluye a España, Grecia, Irlanda y Portugal. La fórmula usada para las reglas de Taylor es: $i_t = 1 + 1{,}5\pi_t - (u_t - u_t^*)$, donde π_t es la inflación subyacente y u_t^* es la tasa de paro natural estimada por la OCDE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Wu y Xia (2016), Eurostat y OCDE.*

1. Lo demuestran los apodos recibidos a lo largo de su mandato: desde «Super Mario» (un héroe de videojuegos) hasta, más recientemente, el «Drácula Draghi», acuñado por los críticos por los tipos de interés bajos.
2. Es decir, «lo que haga falta».
3. El artículo «Mario Draghi y su "parole, parole"» en el IM01/2018 analiza el poder de la comunicación como herramienta de política monetaria.
4. En porcentaje del PIB, el tamaño del balance del BCE (40%) supera holgadamente al de la Fed (algo por debajo del 20%).
5. Detrás de este cambio se encuentran, especialmente, la compra de activos por un valor total de 2,6 billones de euros dentro del programa APP iniciado en 2015 (principalmente, deuda pública y corporativa) y las distintas rondas de inyecciones de liquidez al sistema financiero a través de préstamos a largo plazo (la última de ellas, la TLTRO-III, se anunció el pasado marzo), cuyo *stock* es de 0,7 billones de euros.
6. Estas estimaciones se basan en el llamado «tipo sombra»: el tipo de interés refi que observaríamos en el entorno actual si este no se encontrara anclado en el 0%. Wu, J. C. y Xia, F. D. (2016). «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound». Journal of Money, Credit, and Banking. Véase también el artículo «Descubriendo la política monetaria en la sombra» en el IM02/2016.

dejado atrás las prescripciones tradicionales[7] y se ha adentrado en un terreno más y más acomodaticio, posiblemente porque estas prescripciones se basan en el funcionamiento de la economía en tiempos normales y no recogen la preocupación que, actualmente, genera la incertidumbre (geopolítica, pero también alrededor de la fragilidad de la inflación o sobre el verdadero grado de infrautilización de los recursos productivos).[8] De hecho, **entre los logros de Draghi destaca su capacidad de conseguir consenso** en la implementación de esta política monetaria a pesar de la heterogeneidad de las economías de la eurozona.

El impacto macroeconómico del BCE de Draghi

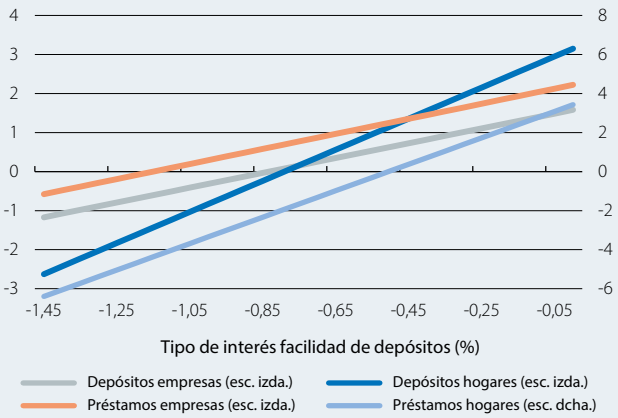
Se estima que las medidas del BCE, especialmente las anunciadas a partir de 2014, ofrecieron un sostén muy significativo a la recuperación de la eurozona. En concreto, las estimaciones sugieren que **el BCE sería responsable de casi el 25% del crecimiento de la actividad y de cerca del 40% de la recuperación de la inflación entre 2016 y 2018**,[9] con un crecimiento del PIB de la eurozona que aceleró hasta el 2,2% en el promedio de estos tres años (1,1% en 2013-2015). Así, con una inflación subyacente que empezaba a acercarse al 1,5% a mediados de 2018, el BCE se preparó para finalizar las compras de activos, apuntar a la primera subida de tipos y, en definitiva, empezar a retirar el estímulo monetario.

Las últimas decisiones: ¿un BCE al límite?

Sin embargo, la intensificación y persistencia de riesgos (por ejemplo, tensiones geopolíticas, vulnerabilidades en economías emergentes o turbulencias financieras) y la moderación de la actividad que trajeron consigo han llevado al BCE a dar un giro de 180 grados. **Draghi hubiera podido decir adiós con el primer incremento de tipos, pero lo hizo con un nuevo paquete de estímulos**, lanzado el pasado septiembre: recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 p. b. (hasta el –0,50%) y reanudación de las compras netas de activos (QE) a un ritmo de 20.000 millones de euros mensuales.[10]

Estas medidas, sin embargo, **han generado dudas sobre el margen de acción del BCE y su efectividad**. Por un lado, aunque desde el BCE se defiende que no hay problemas para seguir comprando activos, las estimaciones sugieren que pueden tener un recorrido relativamente limitado y que, bajo los criterios actuales, **el BCE podría quedarse sin capacidad de comprar más activos de deuda pública hacia finales de 2020**.[11] Por otro lado, con el último recorte de tipos, **el BCE podría estar acercándose a la llamada «cota de reversión»**: el nivel en el que una nueva reducción de los tipos de referencia tendría efectos contractivos sobre la economía. En concreto, el análisis de la sensibilidad de los tipos de interés sobre los depósitos y los préstamos de hogares y empresas a cambios en los tipos de interés del BCE sugiere que la «cota de reversión» podría encontrarse alrededor del –1,0% (véase el último gráfico),

Sensibilidad de los tipos de interés a cambios en los tipos del BCE



Nota: *La sensibilidad es la derivada de la regresión* $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \varepsilon_t$. *Es decir, el coeficiente graficado es* $\beta + 2\gamma r_t^{BCE}$. *Valores negativos sugieren que recortes del BCE pueden traducirse en incrementos de los tipos de mercado. Todas las estimaciones son significativas al 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

una estimación parecida a los resultados de análisis más sofisticados[12] y relativamente cercana al –0,50% en el que se encuentra el tipo de la facilidad de depósitos del BCE.

Christine Lagarde toma el relevo en aguas revueltas

Así, **Mario Draghi cede el relevo a Christine Lagarde** (nominada por las instituciones europeas el pasado julio) **en un contexto más sombrío** de lo que podía esperarse hace un año. Además, en medio de las dudas sobre el nuevo programa de estímulo, **han aparecido signos de fragmentación entre los miembros del BCE**: los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Países Bajos y Francia (entre otros) han indicado públicamente que se opusieron a la reanudación del QE, y Sabine Lautenschläger, miembro del Comité Ejecutivo, presentó su dimisión a finales de septiembre. En este contexto, y a pesar de tener un perfil menos técnico que su predecesor, serán clave las grandes habilidades de comunicación y de generar consenso que ha demostrado Lagarde al frente del Ministerio de Economía de Francia y como directora gerente del FMI, posiciones donde vivió en primera línea las transformaciones económicas de la última década y en las que ha defendido las herramientas no convencionales y el rumbo de la política monetaria implementada por Draghi.

Adrià Morron Salmeron

(Véase una versión extendida de este artículo en caixabankresearch.com)

7. Como la regla de Taylor, que nos dice cuál debería ser el tipo de interés oficial en función del tipo de interés natural, la inflación (subyacente) y una medida de cuán lejos se encuentra la actividad económica de su potencial.
8. Por otro lado, la divergencia entre las prescripciones tradicionales y la posición efectiva de la política monetaria también ilustra la existencia de un debate sobre la idoneidad de las últimas medidas tomadas por el BCE.
9. BCE (2019), «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases». Economic Bulletin 02/2019.
10. Además de mejores condiciones para las TLTRO-III, un esquema de *tiering* y una comunicación que apunta a que este nuevo estímulo se podría prolongar por un largo periodo de tiempo.
11. El BCE se autoimpone no comprar más de un 33% de los activos de una misma emisión ni de un mismo emisor y distribuye las compras según el capital que cada país aporta al BCE. Por ejemplo, las compras acumuladas de deuda alemana ya están muy cerca del 30% de su universo elegible de 1,5 billones de euros: si la deuda pública copa un 75% de las nuevas compras (una cifra en consonancia con el histórico) y la fracción de Alemania se acerca al 25%, las compras de deuda alemana alcanzarían el límite del 33% en unos 12 meses (en ausencia de mayores emisiones que fueran de la mano, por ejemplo, de un estímulo fiscal). Además, aunque aumentar el peso de las compras de bonos corporativos o relajar los límites permitirían aumentar el margen, la propia emergencia de dudas resta efectividad a la política monetaria del BCE.
12. Véase Brunnermeier, M. K., y Koby, Y. (2018). «The reversal interest rate». National Bureau of Economic Research n.º w25406. También Radde y Stehn (2019). «How much could the ECB cut?» Goldman Sachs European Economics Analyst.

Tipos de interés (%)

	31-oct.	30-sept.	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,39	–0,42	2	–8,5	–7,6
Euríbor 12 meses	–0,27	–0,33	6	–15,6	–12,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,63	–0,68	5	–6,4	1,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,66	–0,77	11	–5,0	–4,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	–0,41	–0,57	16	–64,9	–83,5
Deuda pública a 10 años (España)	0,24	0,15	9	–117,9	–133,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	0,17	0,16	1	–155,6	–171,8
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,75	2,00	–25	–75,0	–50,0
Líbor 3 meses	1,90	2,09	–18	–90,5	–69,0
Líbor 12 meses	1,96	2,03	–8	–105,0	–115,0
Deuda pública a 1 año	1,49	1,74	–25	–110,1	–118,0
Deuda pública a 2 años	1,52	1,62	–10	–96,4	–138,0
Deuda pública a 10 años	1,69	1,66	3	–99,3	–152,1

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

	31-oct.	30-sept.	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	55	–4	–37,0	–19,0
Itraxx Financiero Sénior	60	64	–4	–48,0	–26,5
Itraxx Financiero Subordinado	125	139	–15	–103,5	–51,3

Tipos de cambio

	31-oct.	30-sept.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,115	1,090	2,3	–2,7	–2,1
EUR/JPY (yenes por euro)	120,490	117,800	2,3	–4,2	–6,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,887	–2,8	–4,1	–1,9
USD/JPY (yenes por dólar)	108,030	108,080	0,0	–1,5	–4,6

Materias primas

	31-oct.	30-sept.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	389,5	387,6	0,5	–4,8	–6,8
Brent ($/barril)	60,2	60,8	–0,9	12,0	–17,3
Oro ($/onza)	1.512,9	1.472,4	2,8	18,0	22,7

Renta variable

	31-oct.	30-sept.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.037,6	2.976,7	2,0	21,2	11,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.604,4	3.569,5	1,0	20,1	12,1
Ibex 35 (España)	9.257,5	9.244,6	0,1	8,4	2,9
PSI 20 (Portugal)	5.119,6	4.973,8	2,9	8,2	2,8
Nikkei 225 (Japón)	22.927,0	21.755,8	5,4	14,6	3,1
MSCI emergentes	1.042,0	1.001,0	4,1	7,9	4,5

La incertidumbre erosiona la expansión global

El crecimiento se modera en la segunda mitad de 2019. Así lo reflejan indicadores como el índice global de sentimiento empresarial (PMI) compuesto, que mantiene una tendencia a la baja desde hace ya unos meses y en septiembre se emplazó en un nivel contenido (51,2 puntos). En gran parte, ello se debe al debilitamiento del comercio mundial y al enfriamiento generalizado del sector manufacturero (el índice PMI de manufacturas se mantiene por debajo del umbral de los 50 puntos que separa la zona expansiva de la contractiva). No obstante, el sector servicios mantiene –por ahora– su resiliencia (el índice PMI de servicios sigue estando por encima de los 50 puntos), lo que mitiga la desaceleración del ritmo de actividad. Este entorno de menor dinamismo también se refleja en la última actualización del cuadro macroeconómico del FMI, donde la institución volvió a reducir sus previsiones de crecimiento para la economía global en 2019 (del 3,2% que manejaba en julio al 3,0%) tanto para las economías avanzadas como para las emergentes, y mantuvo el balance de riesgos sesgado a la baja. En buena parte, la revisión del Fondo refleja el efecto negativo de las medidas proteccionistas implementadas por EE. UU. y China hasta ahora, y las consecuencias negativas indirectas de las tensiones comerciales entre ambos países. A pesar de esta revisión, el FMI espera un ligero repunte del crecimiento mundial de cara a 2020 hasta el 3,4% (razonablemente en línea con la previsión del 3,2% que manejamos desde CaixaBank Research), aupado por la mejora de la actividad en varias economías emergentes.

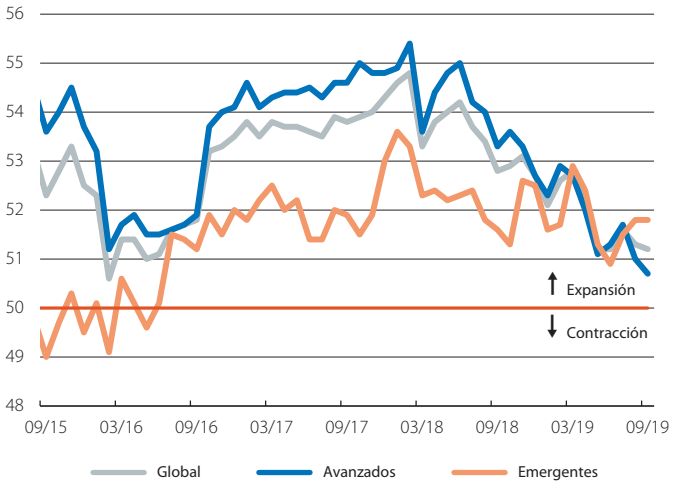
Las tensiones comerciales se mantienen como el principal foco de riesgo para la economía global. Por un lado, EE. UU. y China anunciaron un acuerdo (dentro del marco de una primera fase de negociaciones) que suspendió el aumento arancelario sobre importaciones chinas previsto para el 15 de octubre, si bien los detalles de dicho acuerdo todavía están por definirse. Con todo, a pesar de este acuerdo y de la intención de ambas partes de seguir negociando en una segunda fase, la incertidumbre seguirá lastrando el crecimiento económico durante los próximos trimestres (puesto que las negociaciones han sufrido más de un vaivén en los últimos trimestres y la confianza de empresas y consumidores se restaurará solo de forma muy gradual). Por otro lado, las tensiones comerciales entre EE. UU. y la UE escalaron después de que la Organización Mundial del Comercio (OMC) dictaminara que la UE había dado ayudas ilegales a Airbus y autorizara a EE. UU. (como compensación) a introducir aranceles por valor de 7.500 millones de euros sobre un abanico de productos europeos (la mayor parte agroalimentarios). A pesar de que estos aranceles pueden ser eliminados en cualquier momento, su introducción (efectiva el 18 de octubre) puede contribuir al deterioro del sentimiento económico.

EUROPA

En Europa, la saga del *brexit* se alarga y alarga. En particular, el primer ministro británico Boris Johnson y la UE alcanzaron un nuevo acuerdo para la salida del Reino Unido. No obstante, la

Indicadores de actividad: PMI compuesto

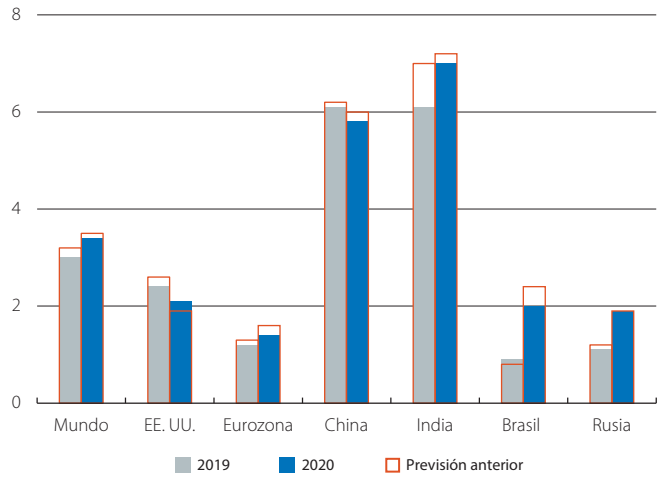
Índice



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

FMI: previsiones del PIB para 2019 y 2020

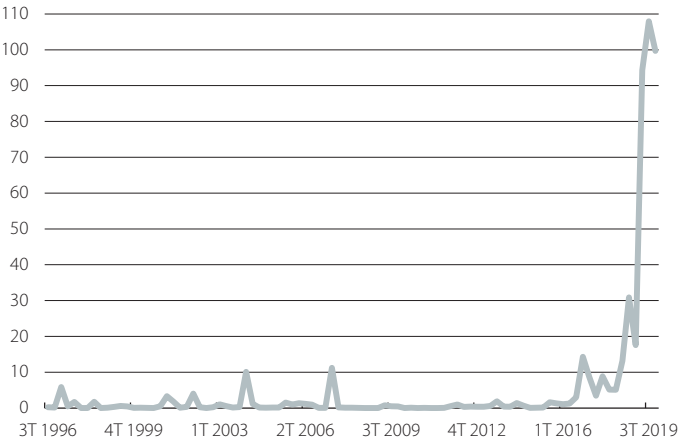
Variación anual (%)



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

Incertidumbre comercial global

Índice



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Ahir, H., Bloom, N. y Furceri, D. (2018), «The World Uncertainty Index», Stanford mimeo.*

Cámara de los Comunes dejó en suspenso la ratificación de este acuerdo de salida al requerir que antes se apruebe la legislación necesaria para hacerlo efectivo. Asimismo, puesto que ningún acuerdo fue ratificado antes del 19 de octubre, Johnson se vio forzado por ley a pedir a la UE una nueva extensión (y ya van tres) del *brexit*, esta vez hasta finales de enero de 2020, aunque con la opción de salir antes si el acuerdo de salida logra ser ratificado en las próximas semanas. Si bien esta extensión elimina los temores a un *brexit* desordenado a corto plazo, una salida sin acuerdo más adelante no queda del todo descartada. Por ejemplo, ello podría ocurrir si en las próximas elecciones generales (que se han convocado de forma anticipada para el 12 de diciembre) los partidos pro-*brexit* obtienen suficiente apoyo como para volver a situar la opción de un *brexit* duro sobre la mesa.

Mientras que la actividad en la eurozona aguanta el tipo. En particular, el crecimiento del PIB de la eurozona se mantuvo estable en el 0,2% intertrimestral (1,1% interanual) en el 3T 2019, un ritmo algo por encima de nuestras previsiones y las del consenso de analistas (0,1% intertrimestral). Con todo, el crecimiento continúa en cotas modestas, especialmente por la debilidad de la industria y el sector exterior (ambos penalizados por la desaceleración de la economía mundial y el entorno de incertidumbre global que han traído, entre otros, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China y la incógnita del *brexit*), además de otros lastres idiosincráticos, como el *shock* sectorial en la industria automovilística. Todos estos elementos están afectando más a Alemania, país para el que todavía no se conoce el dato de PIB del 3T. De los países de los que sí conocemos datos, destacaron en positivo Francia, donde el crecimiento se mantuvo en el 0,3% intertrimestral en el 3T (1,3% interanual), y España (0,4% intertrimestral). En cambio, la economía italiana mantuvo su tónica de crecimiento bajo de los últimos trimestres (con un avance del 0,1% intertrimestral y 0,3% interanual).

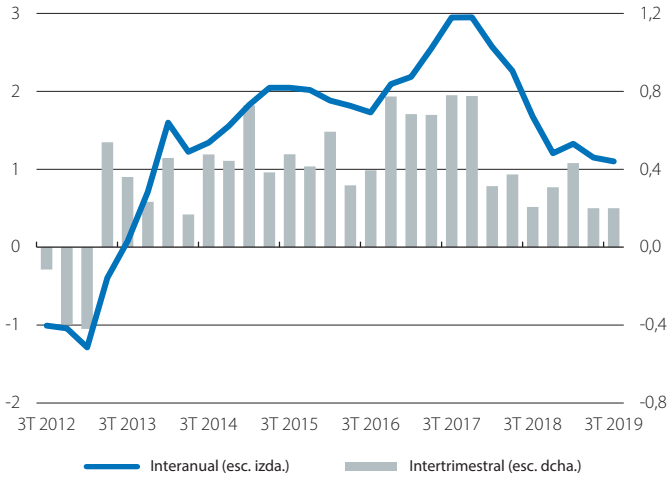
La demanda interna sigue apoyando la actividad en la eurozona. En particular, los consumidores siguen beneficiándose de una política monetaria muy acomodaticia y de un mercado laboral que continúa generando empleo (+1,4 millones en el último año, según datos de la encuesta de población activa del 2T 2019, hasta alcanzar los 147 millones de ocupados y superar en casi 3 millones los niveles de empleo máximos de 2008) y cuya tasa de paro se sitúa en mínimos de los últimos 11 años (7,5% en septiembre). Asimismo, la dinámica positiva del mercado laboral va trasladándose poco a poco a salarios (crecieron un 2,2% interanual en el 2T 2019). En este contexto, indicadores de consumo como las ventas minoristas mantienen un desempeño positivo (+2,1% interanual en agosto). No obstante, algunos indicadores de sentimiento relacionados con la demanda también han empezado a flexionar a la baja (el indicador de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea disminuyó en octubre hasta los –7,6 puntos, mínimo desde principios de 2017).

ESTADOS UNIDOS

La economía de EE. UU. mantiene su solidez. En el 3T, el PIB avanzó un 0,5% intertrimestral (1,9% en términos intertrimestrales anualizados) y un 2,0% interanual, un ritmo similar al

Eurozona: crecimiento del PIB

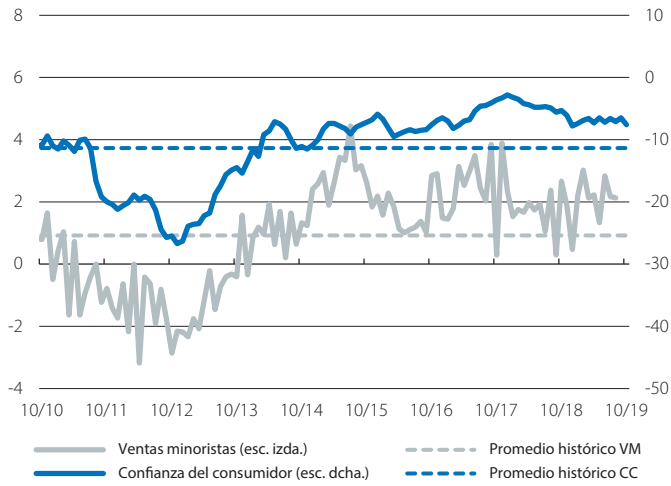
Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



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

Eurozona: indicadores de consumo

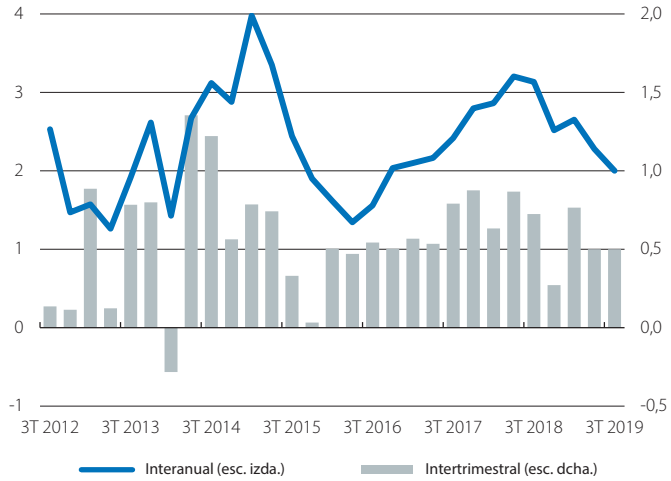
Variación interanual (%) *Nivel*



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

EE. UU.: crecimiento del PIB

Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

observado en el 2T 2019 y ligeramente por encima de las previsiones de CaixaBank Research y del consenso de analistas. Se trata de un avance sólido, especialmente dado el contexto de tensiones comerciales que rodea al país norteamericano desde hace unos meses y las medidas proteccionistas ya en marcha. Con todo, de cara a los próximos trimestres es de esperar que el crecimiento de EE. UU. vaya moderándose, en parte por el lastre del conflicto comercial pero también por la propia madurez del ciclo económico. En este sentido, en los últimos meses, algunos indicadores avanzados de actividad, como los índices de sentimiento ISM manufacturero y de servicios, han flexionado sustancialmente a la baja (47,8 y 52,6 puntos en septiembre, respectivamente, cotas no vistas desde 2016). Por otro lado, posibles medidas de estímulo fiscal en 2020 (sobre todo en el ámbito de infraestructuras) y la política monetaria acomodaticia de la Fed pueden actuar como contrapeso y mitigar la desaceleración del crecimiento.

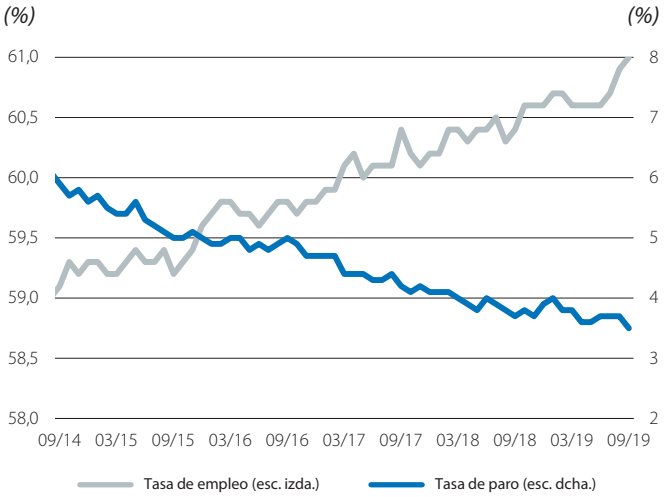
Pese a los efectos del conflicto comercial sobre la inversión, el mercado laboral y el consumo mantienen un bueno tono. Por un lado, la inversión empresarial volvió a contraerse por segundo trimestre consecutivo en el 3T (–0,8% intertrimestral), lastrada por la caída en bienes de equipo. Por otro lado, se crearon 136.000 puestos de trabajo en septiembre, una cifra especialmente notable en una economía que se sitúa en pleno empleo desde 2018. Asimismo, la tasa de paro bajó hasta el 3,5%, el nivel más bajo desde diciembre de 1969, y los salarios avanzaron un 2,9% interanual. De este modo, la dinámica positiva del mercado laboral sigue apoyando al consumo privado (que avanzó un 0,7% intertrimestral en el 3T), componente clave del crecimiento y con elevada inercia.

Sin signos de presiones inflacionistas. En septiembre, la inflación general se mantuvo estable en el 1,7%. Por su parte, la inflación subyacente, más ligada a la evolución de la actividad económica, se emplazó en niveles más altos (2,4%), aunque sin signos de presiones al alza. En este contexto, la ausencia de tensiones en los precios y la presencia de focos de incertidumbre llevó a la Fed a volver a bajar tipos de interés (por tercera vez este año) en 25 p. b. hasta el intervalo del 1,50%-1,75% (si bien se mantiene cauta respecto a futuros recortes).

EMERGENTES

Y, en China, la desaceleración de la economía no se detiene. En particular, el PIB de China avanzó un 6,0% interanual en el 3T 2019, lo que representa una desaceleración de 2 décimas con respecto al registro del 2T y el crecimiento más bajo desde que el país empezó a publicar datos de PIB trimestrales (en 1993). En parte, esta desaceleración refleja la transición estructural de China hacia una economía más terciarizada, que comporta menores ritmos de crecimiento. Pero parte de la desaceleración de los últimos trimestres también está causada por el menor dinamismo del sector industrial y la elevada incertidumbre asociada a la guerra comercial con EE. UU., que ha penalizado a las exportaciones chinas. En los próximos trimestres, prevemos que la economía china continúe ralentizándose de forma gradual. No obstante, las autoridades tienen todavía margen para seguir estimulando la economía, especialmente a través de la política monetaria, y evitar una desaceleración abrupta.

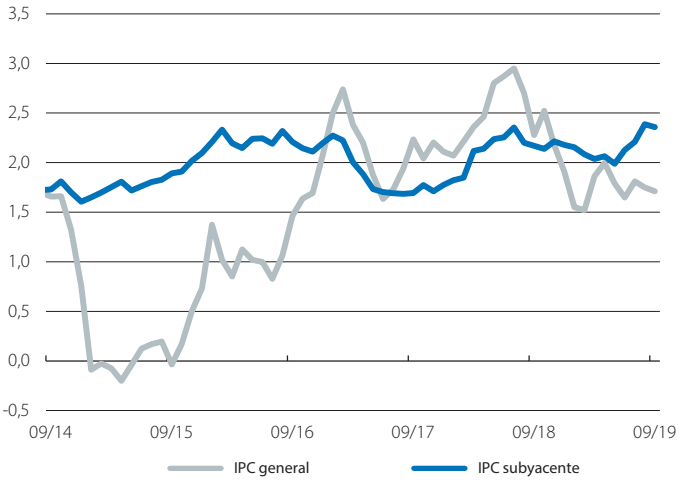
EE.UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: IPC

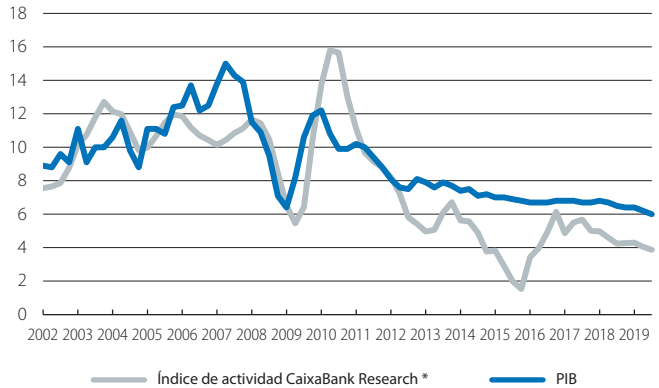
Variación interanual (%)



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

China: PIB vs. *indicador de actividad CaixaBank*

Variación interanual (%)



Nota: ** Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad. El crecimiento en el 3T se ha calculado a partir de datos mensuales de julio y agosto.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

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

ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Actividad									
PIB real	2,4	2,9	2,5	2,7	2,3	2,0	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,7	3,4	3,4	3,6	4,3	4,1	4,5	4,5
Confianza del consumidor *(valor)*	120,5	130,1	133,6	125,8	128,3	132,1	135,8	134,2	126,3
Producción industrial	2,3	3,9	4,0	2,9	1,2	0,2	0,5	0,4	–0,1
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	57,4	58,8	56,9	55,4	52,2	49,4	51,2	49,1	47,8
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.209	1.250	1.185	1.213	1.256	1.282	1.215	1.386	1.256
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	200	211	214	215	216	...	216	216	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,4	3,9	3,8	3,9	3,6	3,6	3,7	3,7	3,5
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	60,1	60,4	60,6	60,7	60,6	60,9	60,7	60,9	61,0
Balanza comercial[1] *(% PIB)*	–2,8	–2,4	–3,0	–3,0	–3,1	...	–3,1	–3,1	...
Precios									
Inflación general	2,1	2,4	2,2	1,6	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	2,3	2,2	2,4	2,4

JAPÓN

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Actividad									
PIB real	1,9	0,8	0,3	1,0	0,8	...	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	43,8	43,6	42,8	41,3	39,5	36,8	37,8	37,1	35,6
Producción industrial	2,9	1,0	0,5	–1,1	–1,2	...	–1,1	–2,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	19,0	20,8	19,0	12,0	7,0	5,0	–	5,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	...	2,2	2,2	...
Balanza comercial[1] *(% PIB)*	0,5	–0,1	–0,2	–0,3	–0,5	–0,6	–0,6	–0,6	–0,6
Precios									
Inflación general	0,5	1,0	0,9	0,3	0,8	0,3	0,6	0,2	0,2
Inflación subyacente	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6

CHINA

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Actividad									
PIB real	6,8	6,6	6,4	6,4	6,2	6,0	–	6,0	–
Ventas al por menor	10,3	9,0	8,3	8,5	8,5	7,6	7,6	7,5	7,8
Producción industrial	6,6	6,2	5,7	6,4	5,6	5,0	4,8	4,4	5,8
PMI manufacturas (oficial)	51,6	50,9	49,9	49,7	49,6	49,7	49,7	49,5	49,8
Sector exterior									
Balanza comercial[1,2]	420	352	352	381	396	431	413	421	431
Exportaciones	7,9	9,9	4,0	1,3	–1,0	–0,4	3,3	–1,0	–3,2
Importaciones	16,3	15,8	4,4	–4,5	–4,0	–6,5	–5,3	–5,6	–8,5
Precios									
Inflación general	1,6	2,1	2,2	1,8	2,6	2,9	2,8	2,8	3,0
Tipo de interés de referencia[3]	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,8	6,6	6,9	6,8	6,8	7,0	6,9	7,1	7,1

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Oficina Nacional de Estadística de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,5	1,6	1,7	2,5	2,1	...	2,2	2,1	...
Producción industrial *(variación interanual)*	3,0	0,9	–2,0	–0,5	–1,3	...	–2,1	–2,8	...
Confianza del consumidor	–5,4	–4,9	–6,4	–7,0	–7,0	–6,7	–6,6	–7,1	–6,5
Sentimiento económico	110,1	111,2	108,8	106,0	104,1	102,5	102,7	103,1	101,7
PMI manufacturas	57,4	55,0	51,7	49,1	47,7	46,4	46,5	47,0	45,7
PMI servicios	55,6	54,5	52,8	52,4	53,1	52,8	53,2	53,5	51,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,6	1,5	1,4	1,4	1,2	...	–	...	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	9,1	8,2	7,9	7,8	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5
Alemania *(% pobl. activa)*	3,8	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Francia *(% pobl. activa)*	9,4	9,1	8,9	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5	8,4
Italia *(% pobl. activa)*	11,3	10,6	10,5	10,3	9,9	9,8	9,9	9,6	9,9
PIB real *(variación interanual)*	2,7	1,9	1,2	1,3	1,2	1,1	–	1,1	–
Alemania *(variación interanual)*	2,8	1,6	0,6	0,9	0,4	...	–	...	–
Francia *(variación interanual)*	2,4	1,7	1,2	1,3	1,4	1,3	–	1,3	–
Italia *(variación interanual)*	1,8	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	–	0,3	–

Precios

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
General	1,5	1,8	1,9	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	0,8
Subyacente	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Saldo corriente	**3,2**	**3,2**	**3,2**	**3,1**	**2,8**	**...**	**2,7**	**2,7**	**...**
Alemania	8,1	7,3	7,3	7,2	7,1	...	7,3	7,4	...
Francia	–0,7	–0,6	–0,6	–0,5	–0,7	...	–0,8	–0,8	...
Italia	2,7	2,6	2,6	2,6	2,8	...	2,8	2,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**96,5**	**98,9**	**98,5**	**97,3**	**97,3**	**97,7**	**97,5**	**98,1**	**97,4**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	2,5	3,8	4,0	3,7	3,9	...	3,9	...	...
Crédito a hogares[2,3]	2,6	3,0	3,2	3,3	3,3	...	3,4	...	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	...	...	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,1	7,9	7,1	7,0	7,7	...	8,3	...	...
Otros depósitos a corto plazo	–2,7	–1,5	–0,9	–0,4	0,4	...	0,1	...	...
Instrumentos negociables	1,4	–4,4	–3,4	–3,7	–4,6	...	–1,2	...	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	...	...	...	...

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

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

La economía española mantiene su ritmo de crecimiento en un entorno externo adverso

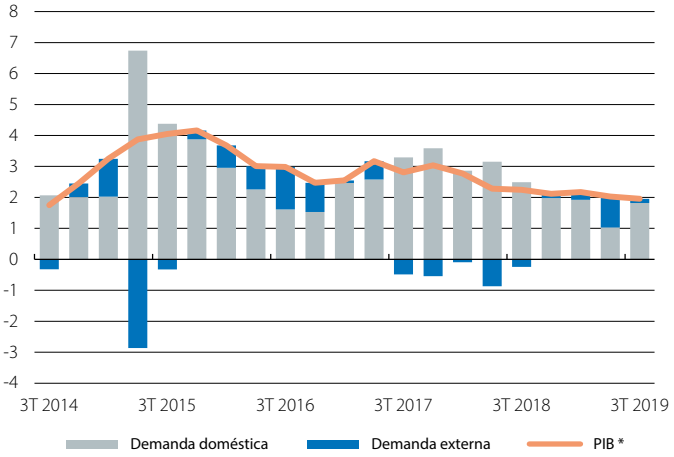
El PIB creció en el 3T un 0,4% intertrimestral (2,0% interanual), el mismo ritmo que en el trimestre anterior. Así, de confirmarse este avance del PIB del INE, la economía española estuvo creciendo en el 3T a un ritmo claramente por encima del experimentado por la eurozona (0,2% intertrimestral). Con todo, la economía española se encuentra en fase de desaceleración, con crecimientos menores a los percibidos en los últimos años, una demanda interna más moderada y un entorno externo más exigente. Por lo que respecta a la composición del crecimiento interanual, la del tercer trimestre fue muy distinta a la del 2T 2019: la demanda interna aumentó su contribución en 0,8 p. p. hasta los 1,8 p. p., mientras que la externa disminuyó su contribución en 0,8 p. p. hasta los 0,2 p. p. Así, el consumo privado se recuperó de un mal primer semestre y creció un 1,1% intertrimestral (1,5% interanual), y la inversión repuntó tras el bache del trimestre anterior y creció un 1,3% intertrimestral (2,0% interanual, y con un rebote del 5,6% de la inversión en equipo), lo que manda una señal positiva sobre las perspectivas de demanda agregada para los próximos trimestres. Por el contrario, la demanda externa registró un comportamiento mixto, con un mayor crecimiento de las importaciones (1,3% intertrimestral, 0,4 p. p. más que en el 2T) y una contracción de las exportaciones (–0,8% intertrimestral), que acusan el impacto de la guerra comercial y la desaceleración económica de los principales socios comerciales.

Los indicadores apuntan a que la expansión continuará a un ritmo moderado. El sector industrial atraviesa un mal periodo, penalizado por el deterioro del entorno exterior: su cifra de negocios disminuyó en agosto un 0,3% interanual (media móvil de tres meses), prosiguiendo el paulatino empeoramiento registrado en los meses anteriores, y en septiembre el índice PMI de manufacturas retrocedió hasta los 47,4 puntos, en zona contractiva (por debajo de los 50 puntos). En cambio, el sector servicios mantiene un buen desempeño, aunque sus últimos indicadores reflejan cierta erosión por la debilidad del sector industrial. Así, en agosto, la cifra de negocios del sector servicios avanzó un 3,4%, un ritmo notable pero por debajo del promedio mensual experimentado entre enero y julio (4,7%). Asimismo, en septiembre, el índice PMI de servicios disminuyó hasta los 53,3 puntos, 1 punto por debajo del registro del mes anterior. En su conjunto, estos indicadores apuntan a una moderación paulatina del ritmo de actividad.

La desaceleración económica se hace más perceptible en el mercado laboral en el 3T 2019. Así, según la encuesta de población activa, el ritmo de creación de empleo se ralentizó hasta el 0,1% intertrimestral (en términos desestacionalizados), muy por debajo del ritmo experimentado los últimos cuatro trimestres (0,6% en promedio). En términos interanuales, aunque el crecimiento del empleo (1,8%) fue inferior al del 2T 2019 (+2,4%), la ocupación aumentó en 346.000 personas, hasta alcanzar los 19,9 millones de ocupados. Por su parte, la reducción del desempleo también se ha ralentizado: el número de parados bajó en los últimos cuatro trimestres en 111.600 personas, una cifra muy inferior a la registrada en el promedio de los terceros trimestres de

España: PIB

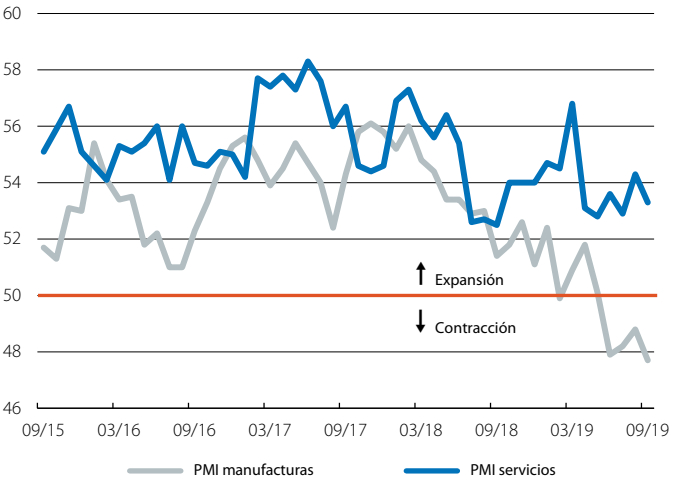
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

España: indicadores de actividad

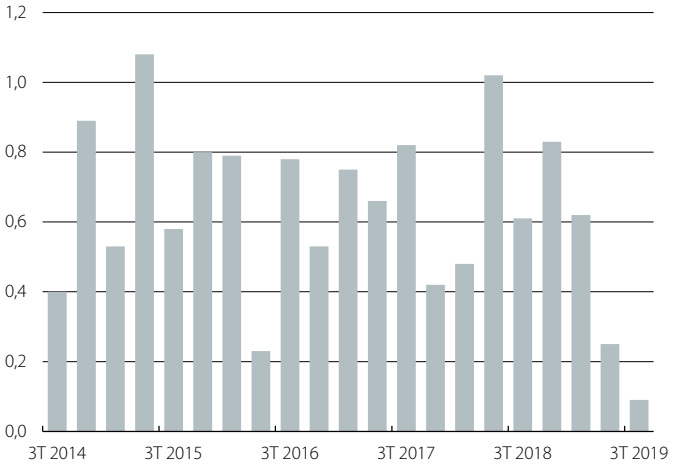
Nivel



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

España: empleo *

Variación intertrimestral (%)



Nota: ** Serie desestacionalizada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

los últimos cinco años (–294.000), debido tanto a la menor creación de ocupación como al mayor aumento de la población activa. Así, la tasa de paro se situó en el 13,9% (14,6% en el 3T 2018), un nivel muy similar al del trimestre anterior (14,0%), pero que supone el mejor registro en un tercer trimestre desde el 3T 2008.

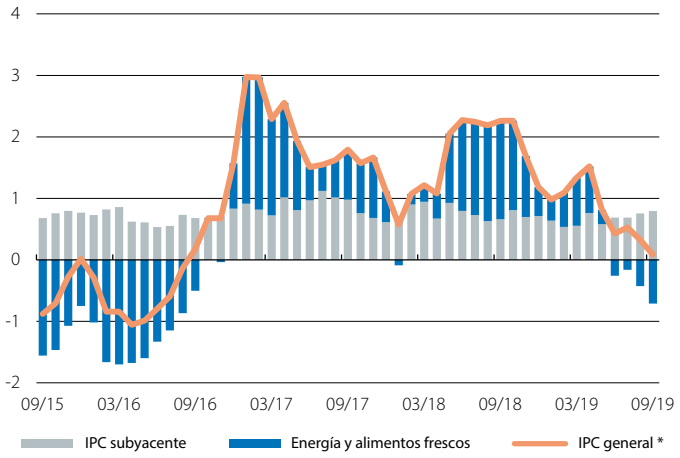
La inflación continúa la tónica de moderación de los últimos meses. El avance del IPC de octubre se mantuvo en el 0,1% interanual, el mismo registro que en el mes anterior. La baja inflación de estos últimos meses viene causada por los componentes con precios más volátiles. En concreto, la electricidad acumulaba en septiembre un descenso del 17,1% interanual y el precio del petróleo (en euros) acumula en octubre una caída del 23,7% interanual que, por efectos de base, remitirá en noviembre y diciembre. De cara a los próximos meses, la inflación general seguirá sesgada a la baja por los componentes energéticos y, en concreto, por el efecto de base del precio del petróleo (que, alrededor de los 60 dólares por barril, se encuentra muy por debajo de los 80 dólares alcanzados en otoño de 2018). La inflación subyacente, por su parte, se mantendrá en niveles similares a los actuales (1,0% en septiembre).

El saldo por cuenta corriente se mantiene estable en agosto. En el acumulado de 12 meses hasta agosto de 2019, el saldo por cuenta corriente se situó en los 21.883 millones de euros (un 1,78% del PIB), un nivel muy parecido al registro del mes anterior (1,79% del PIB). Así, tras deteriorarse de manera sostenida desde finales de 2016 hasta marzo de 2019, la cuenta corriente ha cambiado de tendencia y se ha estabilizado. En gran parte, ello refleja una estabilización de la partida de bienes no energéticos desde abril, especialmente por la desaceleración de las importaciones (en términos acumulados de 12 meses, crecieron un 2,2% interanual tanto en julio como en agosto). Sin embargo, el entorno internacional adverso se sigue manifestando en la debilidad de las exportaciones, que en agosto avanzaron un modesto 0,6% interanual (1,3% en julio, 4,3% en agosto de 2018).

La ejecución presupuestaria muestra poco avance en la consolidación de las cuentas públicas. Así, en agosto de 2019, el déficit de las Administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) fue ligeramente superior al registro de agosto de 2018 y se situó en el 2,1% del PIB (+0,1 p. p.). Este resultado se debió, principalmente, al deterioro de las cuentas de la Seguridad Social y las comunidades autónomas, que experimentaron déficits del 0,5% y del 0,2% del PIB, respectivamente. Por su parte, el déficit del Estado, del que ya se disponen datos hasta septiembre, se situó en el 0,6% del PIB, por debajo del 1,1% registrado en septiembre de 2018. Esto apunta a una ligera mejora en la ejecución presupuestaria en el final de año, aunque esta reducción no sería suficiente para conseguir compensar el desfase de la Seguridad Social y las comunidades autónomas para el objetivo de déficit para el conjunto de las Administraciones públicas en 2019 (2,0%). Este objetivo está incluido de nuevo en la actualización de las cuentas públicas que el Gobierno remitió a Bruselas en octubre. Este Plan Presupuestario incluye un escenario inercial para 2020, sin medidas de ingresos adicionales previstas y con solo el aumento de las pensiones (+0,9%) y del salario de los funcionarios (+2,0%) como medidas de gasto adicionales incluidas en 2020. Para ese año, el Gobierno prevé un déficit del 1,7%, 3 décimas por debajo de lo previsto por CaixaBank Research.

España: IPC

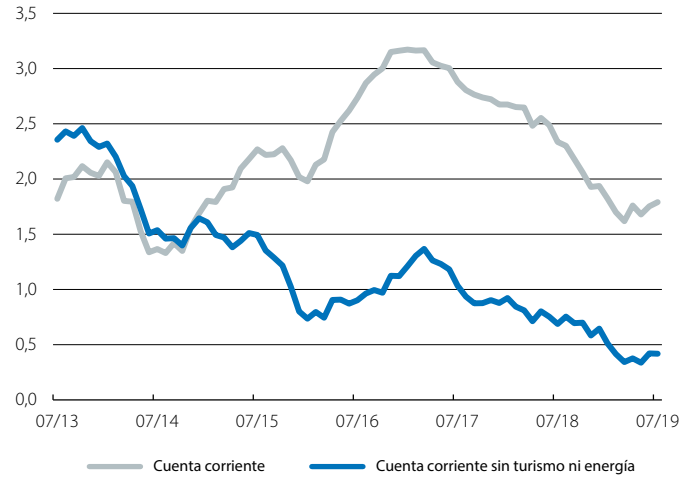
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

España: saldo de la balanza por cuenta corriente

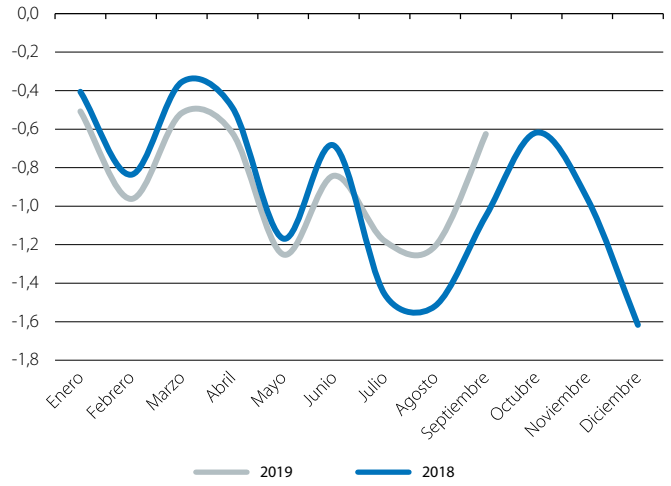
Acumulado de 12 meses (% del PIB)



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

Saldo del Estado

(% del PIB)



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

¿Quo vadis, consumo?

- **La revisión de la serie histórica del INE muestra que el consumo privado en España creció por debajo de lo estimado anteriormente en 2018 y la primera mitad de 2019.**
- **Este menor crecimiento se debió, en una primera etapa, a una ralentización del consumo en bienes semiduraderos y no duraderos y, en una segunda etapa, al componente de bienes duraderos.**
- **La ralentización del gasto turístico extranjero y la sustitución del gasto en turismo doméstico por extranjero por parte de los residentes pueden explicar la ralentización del consumo en bienes semiduraderos y no duraderos, mientras que un efecto incertidumbre a la compra de vehículos podría explicar el comportamiento del componente de bienes duraderos.**

El pasado mes de septiembre, el INE revisó las series históricas de las cuentas nacionales. A tenor de esta revisión aprendimos que el crecimiento del consumo privado fue más moderado de lo que se pensaba tanto en 2018 como en la primera mitad de 2019. Más concretamente, el consumo privado creció 0,5 p. p. por debajo de lo estimado anteriormente en el 2018 y 0,7 p. p. menos en el primer semestre de 2019 (véase el primer gráfico).[1] En este artículo analizamos los motivos detrás de esta desaceleración.

El segundo gráfico muestra el crecimiento interanual del consumo de los hogares junto con las contribuciones del consumo de los bienes duraderos y de los bienes semiduraderos y no duraderos.[2] Del gráfico se desprenden tres mensajes:

- El consumo privado creció con fuerza hasta el 4T 2017 y se ha desacelerado de manera pronunciada a partir de entonces.
- El tramo inicial de la desaceleración (entre el 4T 2017 y el 3T 2018) se explica, en su mayor parte, por la desaceleración del componente «Bienes semiduraderos y no duraderos».
- El tramo final de la desaceleración (entre el 4T 2018 y el 2T 2019) se explica por la desaceleración del gasto en bienes duraderos.

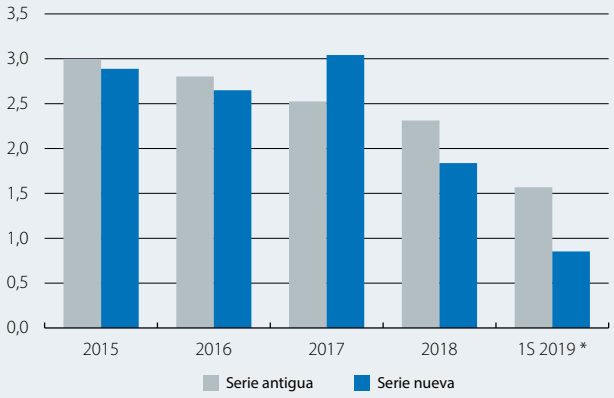
El desglose del gasto en consumo de los hogares que ofrece el INE a nivel trimestral no permite entrar más en el detalle de cada subgrupo. Sin embargo, el INE nos proporciona un mayor nivel de detalle en los datos de contabilidad nacional anual que llegan hasta el 2018. Esta mayor granularidad nos permite entender qué categorías lideran la desaceleración de los bienes semiduraderos y no duraderos que observamos en el 2018.

Como muestra el tercer gráfico, la práctica totalidad de la desaceleración observada entre 2017 y 2018 se explica por el componente «Hoteles, cafés y restaurantes» y, en menor medida, por «Transporte y comunicaciones».[3]

1. Los últimos datos de cuentas nacionales del INE muestran que el consumo repuntó en el 3T y situó el promedio de crecimiento del consumo en los tres primeros trimestres del año en el 1,1%.
2. Los bienes duraderos son aquellos que, una vez adquiridos, pueden ser utilizados varias veces a lo largo del tiempo. Incluyen productos como muebles, electrodomésticos, coches o equipos audiovisuales.
3. Esta última categoría excluye subcomponentes como la compra de vehículos, ya que estos entran dentro de la clasificación de bienes duraderos.

España: consumo de los hogares

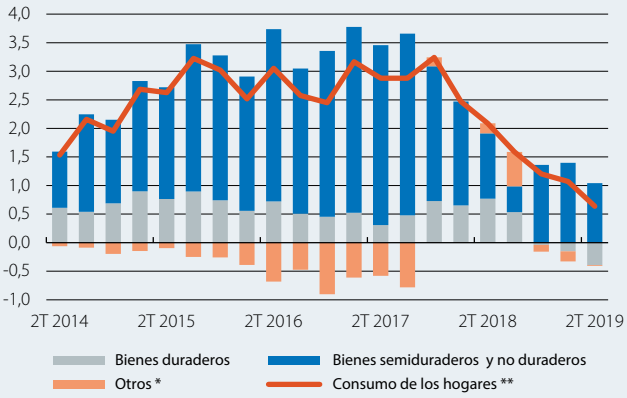
Variación anual (%)



Nota: ** Variación interanual promedio del 1T y 2T 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Consumo: desglose

Contribución al crecimiento (p. p.)



Notas: ** La categoría «Otros» captura la diferencia entre el gasto en consumo que realizan los extranjeros en el territorio nacional y el que realizan los nacionales en territorio extranjero.*
*** Variación interanual.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

¿Cómo podemos interpretar los datos que nos proporcionan ambos gráficos? Los datos que observamos en el tercer gráfico incluyen el gasto que realizan los extranjeros en el territorio nacional y no tienen en cuenta un posible efecto por el cual los residentes del país sustituyan gasto turístico doméstico por gasto turístico en el extranjero. De este modo, podría ser que la caída de la contribución del componente «Hoteles, cafés y restaurantes» en 2018 se deba a que los extranjeros gastan menos en este compo-

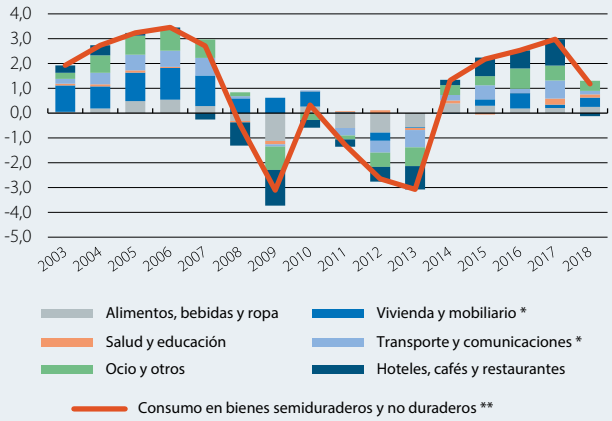
nente en relación a 2017, a que los residentes gasten menos debido a que gastan más en el extranjero, o a una combinación de ambas. Pues bien, entre 2017 y 2018, el crecimiento del gasto de los turistas extranjeros en el territorio nacional se ralentizó del 12,1% al 4,1%, respectivamente. Asimismo, en los mismos años, el crecimiento del gasto turístico en el extranjero por parte de residentes se aceleró de un 7,2% a un 12,6%. La ralentización del gasto turístico por parte de extranjeros y el fuerte crecimiento del gasto de los residentes en servicios turísticos en el extranjero sugieren que una combinación de ambos factores podría explicar, al menos en parte, el comportamiento de esta categoría.

Por su parte, la caída del gasto en bienes duraderos que se observa en el tramo final de 2018 y la primera mitad de 2019 podría ser producto de un efecto incertidumbre en el sector del automóvil.[4] Así, el consumidor, ante un sector que afronta un aumento de la incertidumbre regulatoria[5] y el reto del cambio tecnológico (tecnología de combustión vs eléctrica), puede haber decidido posponer planes de gasto hasta que estas incógnitas se desvanezcan. Si este fuera el caso cabría esperar que, si en el futuro estas incertidumbres se disiparan, el gasto en vehículos experimentara un efecto rebote debido al consumo embalsado que se está acumulando actualmente.

Oriol Carreras

Consumo en bienes semiduraderos y no duraderos: desglose

Contribución al crecimiento (p. p.)



Notas: ** Exceptuando las subcategorías que se clasifican como bienes duraderos.*
*** Variación anual en porcentaje.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

4. Los datos del INE del segundo gráfico no permiten ver si la caída de la contribución del componente de bienes duraderos se debe a las ventas de automóviles o a otras categorías. Sin embargo, indicadores como las matriculaciones de vehículos, que muestran una caída interanual promedio de entorno al 7,0% entre el 3T 2018 y el 2T 2019, sugieren que los automóviles explican al menos una parte de esta caída.
5. Incertidumbre impositiva o sobre posibles restricciones a la circulación de los vehículos de combustión.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Industria									
Índice de producción industrial	3,2	0,3	–2,7	0,0	1,6	...	1,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	1,0	–0,1	–1,9	–3,8	–4,6	–2,0	1,6	–4,6	–7,9
PMI de manufacturas (*valor*)	54,8	53,3	51,8	51,1	49,9	48,2	48,8	47,7	46,8
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	22,9	25,7	23,9	25,8	21,9	...	12,1	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	14,1	14,2	11,5	8,3	5,5	...	1,1	...	...
Precio de la vivienda	6,2	6,7	6,6	6,8	5,3	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	10,0	4,0	0,9	1,0	1,5	2,1	2,2	2,1	...
PMI de servicios (*valor*)	56,4	54,8	54,0	55,3	53,2	53,5	54,3	53,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	0,7	1,4	1,3	2,2	...	3,2	...	...
Matriculaciones de automóviles	7,9	7,8	–7,6	–7,0	–4,4	–7,9	–30,8	18,3	6,3
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–3,4	–4,2	–6,2	–4,8	–4,0	–5,8	–6,2	–6,2	–9,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	2,6	2,7	3,0	3,2	2,4	1,8	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	17,2	15,3	14,4	14,7	14,0	13,9	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,5	2,5	2,4	...
PIB	**2,9**	**2,4**	**2,1**	**2,2**	**2,0**	**2,0**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
General	2,0	1,7	1,7	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,1
Subyacente	1,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	...

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	8,9	2,9	2,9	2,4	2,3	...	0,8	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	10,5	5,6	5,6	6,1	3,9	...	2,3	...	...
Saldo corriente	**31,1**	**23,3**	**23,3**	**19,6**	**21,4**	**...**	**21,9**	**...**	**...**
Bienes y servicios	41,6	32,6	32,6	30,2	31,6	...	31,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	–10,5	–9,3	–9,3	–10,6	–10,2	...	–9,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**33,9**	**29,1**	**29,1**	**25,5**	**27,4**	**...**	**27,6**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	2,8	3,2	3,7	5,3	5,8	5,4	5,9	4,8	...
A la vista y ahorro	17,6	10,9	10,0	11,3	10,9	10,3	10,9	9,6	...
A plazo y preaviso	–24,2	–19,9	–16,8	–13,7	–12,8	–13,4	–13,2	–13,9	...
Depósitos de AA. PP.	–8,7	15,4	16,9	17,8	15,7	3,6	3,9	4,3	...
TOTAL	**1,9**	**3,8**	**4,5**	**6,0**	**6,4**	**5,3**	**5,7**	**4,8**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	–2,2	–2,4	–2,2	–2,1	–1,1	–1,1	–0,8	–1,3	...
Empresas no financieras	–3,6	–5,5	–5,7	–5,5	–3,0	–2,1	–1,8	–2,5	...
Hogares – viviendas	–2,8	–1,9	–1,4	–1,1	–1,2	–1,5	–1,5	–1,4	...
Hogares – otras finalidades	3,7	5,1	4,7	4,2	3,8	3,0	3,4	2,0	...
Administraciones públicas	–9,7	–10,6	–11,8	–10,4	–7,2	–5,3	–5,0	–5,6	...
TOTAL	**–2,8**	**–2,9**	**–2,8**	**–2,6**	**–1,5**	**–1,3**	**–1,1**	**–1,6**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**7,8**	**5,8**	**5,8**	**5,7**	**5,4**	**5,0**	**5,2**	**5,0**	**...**

Notas: *1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Portugal mantiene un buen desempeño en un entorno exterior menos favorable

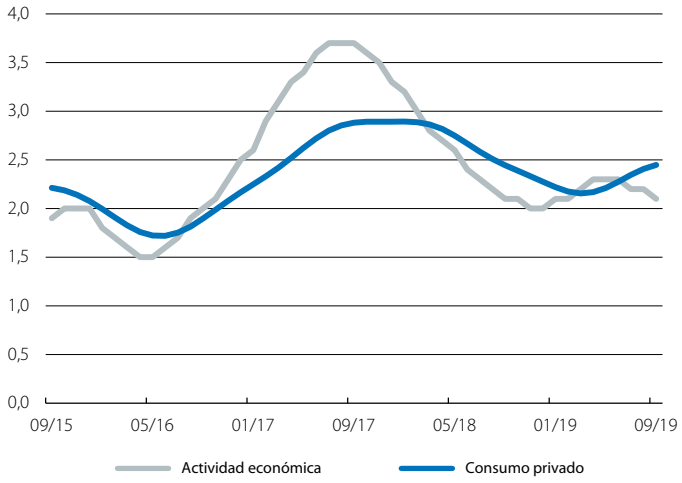
Los indicadores muestran un buen desempeño de la actividad, respaldada por la evolución del consumo privado y la inversión. En concreto, el indicador coincidente para el consumo privado aceleró en el 3T hasta el 2,4% (2 décimas más que en el trimestre anterior), afianzado en un buen tono en el mercado laboral. Además, los indicadores de confianza de los consumidores han ido mejorando desde abril y han favorecido el desempeño de las ventas minoristas, que registraron un crecimiento cercano al 5% en el 3T. A su vez, el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal (que presenta una fuerte asociación con el crecimiento del PIB) se situó en el 2,2% en el conjunto del 3T, solamente 1 décima menos que en el trimestre anterior (cuando el crecimiento del PIB fue de un 0,6% intertrimestral y un 1,9% interanual). No obstante, este desempeño de los indicadores agregados coexiste con unas cifras menos positivas en lo que respecta a la actividad industrial (afectada por un crecimiento global más moderado y una menor demanda externa) y la inversión. De hecho, con datos hasta agosto, el indicador coincidente para la inversión sugiere que esta se ralentizará hasta niveles cercanos al 4%-5% en el 3T (su crecimiento fue superior al 7% en el 2T). Por otro lado, la desaceleración de la actividad mundial hace que el entorno exterior sea más exigente y contribuirá a moderar el crecimiento de la economía portuguesa en los próximos trimestres.

La balanza por cuenta corriente es menos deficitaria de lo estimado. Tras una revisión estadística de las cuentas exteriores, en la que se ha modificado el año base (ahora 2016) y se ha incorporado más información sobre la actividad turística, el comercio electrónico y, sobre todo, los flujos de la balanza de rentas (con la incorporación de un mayor número de pensiones recibidas por los pensionistas extranjeros que residen en el país luso), las nuevas series muestran que el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital fue del 1,4% del PIB en 2018 (una cifra 1 p. p. superior al saldo estimado anteriormente). Esta revisión también ha modificado los datos para el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital referentes a 2019. Así, en julio, el déficit por cuenta corriente fue del –0,7% del PIB (frente al –1,1% estimado inicialmente), mientras que en agosto el déficit se moderó ligeramente hasta el –0,5% (1.100 millones de euros, y en términos acumulados de 12 meses). Tras estas revisiones, se espera que la balanza por cuenta corriente registre un déficit del 0,7% del PIB en 2019-2020 y que la balanza por cuenta corriente y de capital registre un superávit del 0,2% del PIB en el mismo periodo.

Datos mixtos en el mercado inmobiliario. Aunque el índice de precios de la vivienda aceleró en el 2T hasta un 10,1% interanual (9,2% en el 1T) y el entorno financiero laxo sustentado por el BCE aúpa al sector, otros indicadores toman registros

Portugal: indicadores coincidentes de actividad

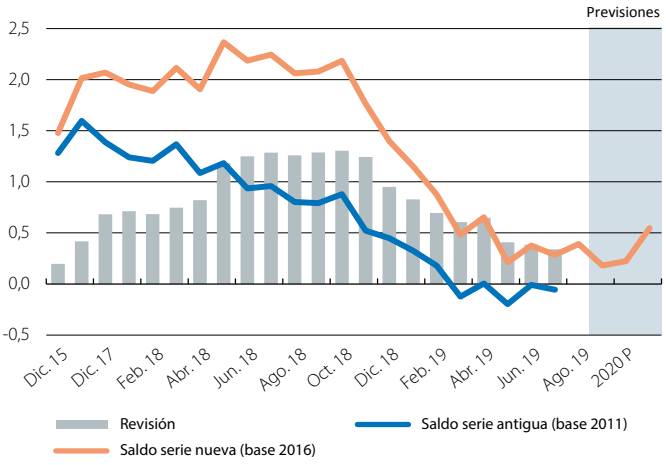
Variación interanual (%)



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

Portugal: balanza por cuenta corriente y de capital

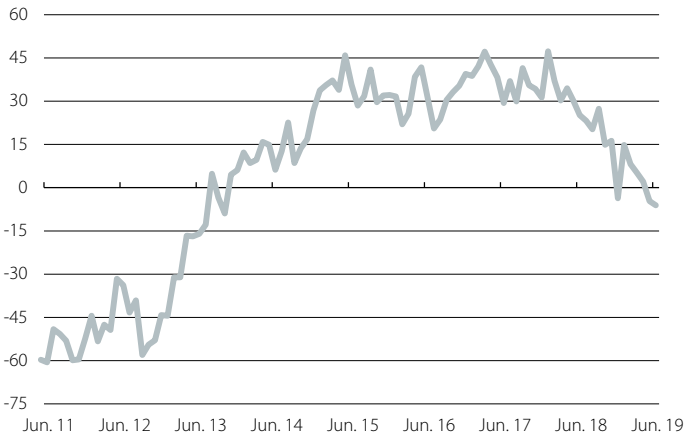
(% del PIB)



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

Portugal: indicador de confianza del mercado inmobiliario

(Puntos)



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

menos boyantes y sugieren que podría observarse una desaceleración de los precios en los siguientes trimestres. En concreto, el indicador de confianza en el mercado inmobiliario (elaborado por Confidencial Imobiliário a partir de información de agencias inmobiliarias) presenta una tendencia decreciente desde principios de 2018. Asimismo, los indicadores de ventas de vivienda en negociación y consultas por clientes (también elaborados por Confidencial Imobiliário) han registrado un declive en los últimos meses y, por primera vez desde 2013, se han situado en niveles que señalan contracción en la actividad.

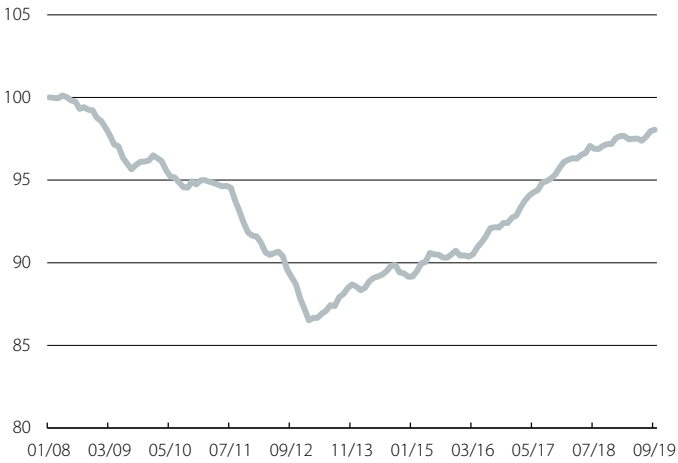
El mercado laboral da señales de madurez. Los datos de septiembre (todavía preliminares) apuntan a un crecimiento del empleo del 1,0% interanual (en términos desestacionalizados), con un nivel de ocupación todavía por debajo de las cifras alcanzadas en 2008. Por su parte, la tasa de desempleo aumentó en septiembre hasta el 6,6% (+0,2 p. p. respecto a agosto) debido al crecimiento de la población activa (1,0% interanual), con una contribución destacable de los trabajadores de nacionalidad extranjera. Así, el mercado laboral exhibe unas dinámicas más moderadas que en los trimestres anteriores, en consonancia con la entrada en una fase más madura del ciclo.

La ejecución presupuestaria mantiene una senda de consolidación. El saldo total de las Administraciones públicas registró un superávit del 1,6% del PIB en septiembre (2.542 millones de euros), lo que representa una mejora del +0,9% con respecto al mismo periodo del año pasado. Esta evolución se debió al buen desempeño de los ingresos (4,8%) y al menor crecimiento de los gastos (2,9%). Dentro de los ingresos, destaca el crecimiento de las aportaciones a la Seguridad Social y de los ingresos procedentes del IVA (7,1% y 7,3% interanual, respectivamente). Por otra parte, la reducción de la carga de los intereses (–7,8% interanual) y el menor crecimiento de la inversión (5,1%, frente al 31,2% previsto por el Gobierno para el conjunto del año) explican el menor incremento del gasto. De este modo, podría ser que el déficit público para el conjunto del año terminara siendo inferior a lo previsto y, de hecho, en el Plan Presupuestario enviado a Bruselas el 15 de octubre, el Gobierno estima un déficit del 0,1% del PIB en 2019 y del 0,0% en 2020.

Los préstamos dudosos continúan disminuyendo. La tasa de morosidad del sector privado no financiero cayó hasta el 9,2% en el 2T, 0,7 p. p. menos con respecto al 1T y 9,3 p. p. menos con respecto al máximo registrado en el 2T 2016. Esta reducción se explica por las ventas de carteras de préstamos dudosos y el buen desempeño de la economía portuguesa, que favorecen unos menores niveles de impago. Específicamente, los préstamos dudosos disminuyeron en 851 millones de euros respecto al trimestre anterior, gracias principalmente al segmento de las sociedades no financieras (–653 millones de euros). No obstante, la tasa de morosidad en este segmento continúa siendo elevada (16,6%). Por otra parte, la cartera de crédito del sector privado continuó contrayéndose en agosto (–1,4% interanual), lo que se explica por la contracción de la cartera de crédito a las sociedades no financieras (–2,9% interanual) y del crédito a las familias (–0,5%).

Portugal: empleo

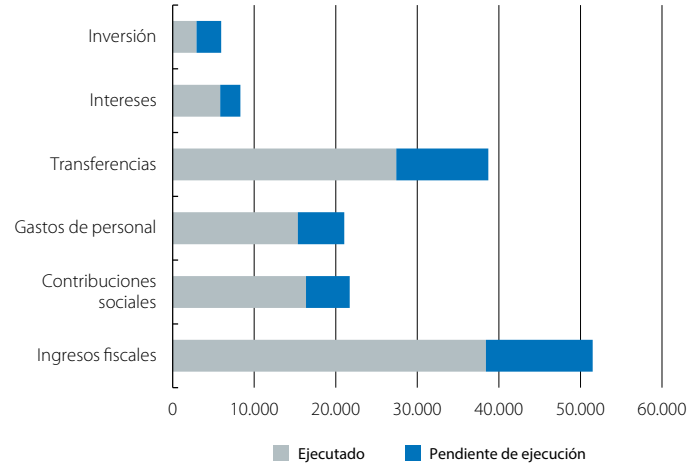
Índice (100 = enero 2008)



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

Portugal: ejecución presupuestaria de las AA. PP.

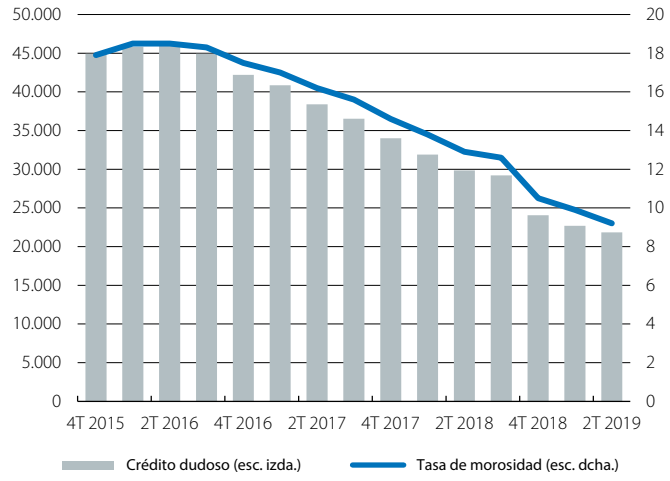
(Millones de euros)



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

Portugal: crédito dudoso y tasa de morosidad

(Millones de euros) *(%)*



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

Inversión en Portugal: gana peso la inversión en los sectores más productivos

- La inversión cayó de forma sustancial durante la crisis, pero desde 2013 presenta una recuperación notable. Sin embargo, esta recuperación es aún insuficiente para recuperar los niveles de capital de 2007. Por ello, el estímulo a la inversión continúa siendo importante para mejorar el potencial de crecimiento de la economía portuguesa.
- Por otro lado, la composición de la inversión a lo largo de la recuperación ha exhibido una dinámica prometedora, ya que ha ganado peso la inversión en los sectores más productivos de la economía.

Aunque la formación bruta de capital fijo (FBCF) total[1] aún se encuentra un 14% por debajo de los niveles de septiembre de 2008, esto se debe esencialmente a la inversión en construcción, que está un 31% por debajo de su nivel previo a la crisis financiera. Como veremos, sin embargo, el resto de los componentes de la inversión han exhibido una recuperación destacable.

Desde 2008, se ha producido una notable reducción del peso de la inversión en construcción, que ha pasado del 60% de la FBCF en 2008 hasta el 48,5% en 2019, en una pérdida de peso que es natural cuando se tiene en cuenta el efecto base de la fuerte inversión en infraestructura y vivienda realizada antes de la crisis. Así, se ha abierto camino al incremento de la inversión en áreas más productivas, como los productos de propiedad intelectual (16% de la FBCF en 2019, +5,2 p. p. respecto a 2008) y maquinaria y tecnologías de la información y la comunicación (25%, +6,1 p. p.).

Si nos centramos en la inversión excluyendo la construcción, las perspectivas son positivas y hay señales que apuntan a un cambio en el modelo productivo, con un aumento de la importancia del sector industrial. Con datos hasta junio de 2019, la inversión excluyendo la construcción se encuentra un 11,6% por encima del nivel de septiembre de 2008, impulsada por el incremento de la inversión en maquinaria y los productos de propiedad intelectual, que superan en un 13,4% y 27,6%, respectivamente, sus niveles previos a la crisis financiera.

Las dinámicas de la inversión en maquinaria[2] también son alentadoras, ya que muestran una recuperación particularmente fuerte en la industria. En 2017, el 44% de la inversión en maquinaria se produjo en el sector industrial (6 p. p. más que en 2008), mientras que la inversión en máquinas del sector de la construcción representó el 4,9% de la inversión en maquinaria, casi la mitad de los niveles de 2008 (8,5% en 2008 y 11,6% en 2000).

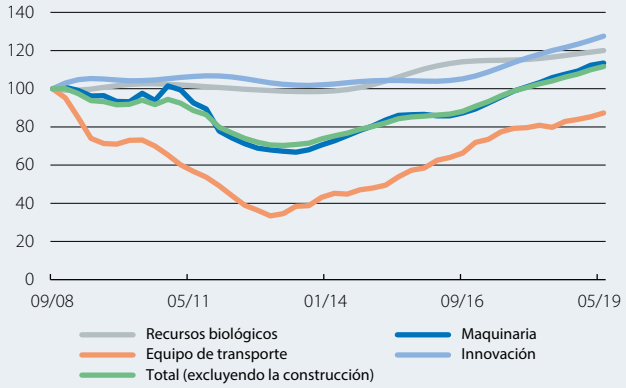
La recuperación de la inversión, tanto la total como la inversión en maquinaria, es un fenómeno generalizado en todos los sectores industriales. Destaca especialmente el refuerzo de la inversión en la fabricación de material de transporte (con crecimientos anuales del 25% y del 28%, respectivamente, desde 2008), en el textil y vestuario (crecimientos del 12%, en un sector que, después de las dificultades sufridas a principios de los años 2000,[3] se ha ido ajustando gracias a una producción de mayor valor añadi-

1. Datos a precios constantes y acumulados entre el 3T 2018 y el 2T 2019.
2. Información disponible hasta 2017. Análisis con precios constantes.

3. En los primeros años del siglo XXI, el aumento de la competencia por parte de mercados más competitivos afectó de forma significativa a la actividad del sector textil, especialmente a través de la deslocalización de empresas de capital extranjero hacia economías más competitivas.

Portugal: componentes de la inversión (excluyendo la construcción)

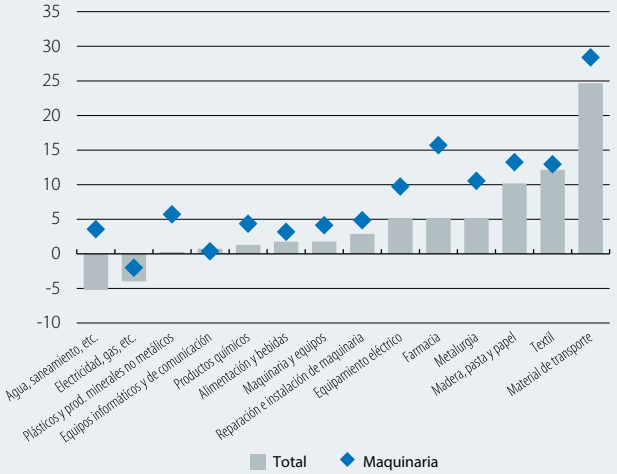
Índice (100 = septiembre 2008)



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

Portugal: FBCF en volumen por sector industrial

Crecimiento promedio anual 2008-2017 (%)



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

do, con mejoras en el diseño y la incorporación de tecnología en la producción), y en la madera y la metalurgia.

El desglose de la inversión por sector institucional[4] ayuda a reforzar la visión de estas dinámicas favorables. La inversión empresarial, generalmente más productiva, es la que muestra un mejor comportamiento. Este mayor dinamismo es patente desde el inicio de los años 2000, con un crecimiento medio anual del 2,7% (0,6% en toda la economía), pero destaca especialmente la recuperación en el periodo posterior a la crisis financiera. En concreto, tras registrar un mínimo en septiembre de 2013, la inversión empresarial se ha ido recuperando a un tasa media anual del 9,3% (frente a un 6,3% para el conjunto de la economía). Con datos hasta junio de 2019 (acumulado de cuatro trimestres), la inversión del sector empresarial representa cerca del 69% de la inversión total de la economía, el nivel más elevado desde el inicio del siglo XXI. A su vez, la inversión de las familias (normalmente vinculada a la adquisición de vivienda) representa un 20,8% de la inversión. Por último, los datos relativos a las Administraciones públicas (10,3% del total) muestran cómo la inversión pública se ajustó en respuesta a la necesidad de reducir el desequilibrio presupuestario.

En perspectiva internacional, el peso de la inversión sobre el PIB en Portugal (17,6%, incluyendo la construcción) aún se encuentra por debajo del de la eurozona (21%), aunque se ha producido cierta convergencia en términos de su composición, ya que la inversión en maquinaria, equipo TIC y productos de propiedad intelectual representa el 40% de la FBCF (41,3% en la eurozona) en 2018, una cifra que es aproximadamente unos 13 p. p. superior a la de 1998 (véase el cuarto gráfico).

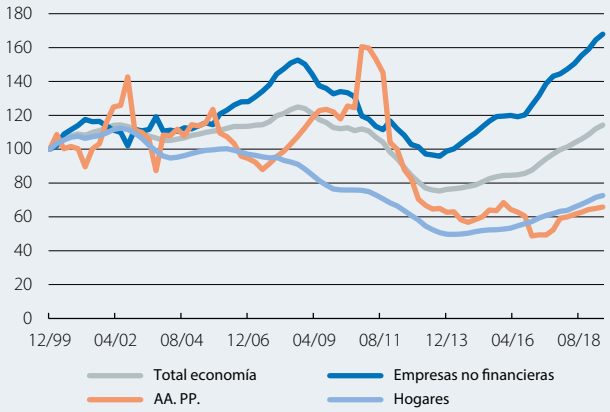
Estimamos que la recuperación de la FBCF desde 2013 se ha traducido en un aumento del *stock* de capital hasta los 665.500 millones de euros en 2018,[5] un crecimiento nominal medio anual del 2,2% desde 2013. Sin embargo, en porcentaje del PIB, el capital continúa por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera. En concreto, estimamos que en 2018 esta ratio se situará en un 330%, 4 p. p. menos que en 2007 (véase el último gráfico). En este contexto, sigue siendo importante ofrecer un entorno favorable a la inversión, para contribuir a reforzar la recuperación del *stock* de capital e influir positivamente en el potencial de producción de la economía, su productividad y su crecimiento.

Teresa Gil Pinheiro

4. Datos a precios corrientes.
5. El cálculo se basa en que $Stock\ Capital_t = Stock\ Capital_{t-1} + FBCF_t\ (1 - \delta)$, donde δ es la tasa de depreciación, que se asume igual a la depreciación observada entre 2016 y 2018.

Portugal: inversión por sector institucional

Índice (100 = diciembre 1999)



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

Portugal: formación bruta de capital fijo por tipo de activo

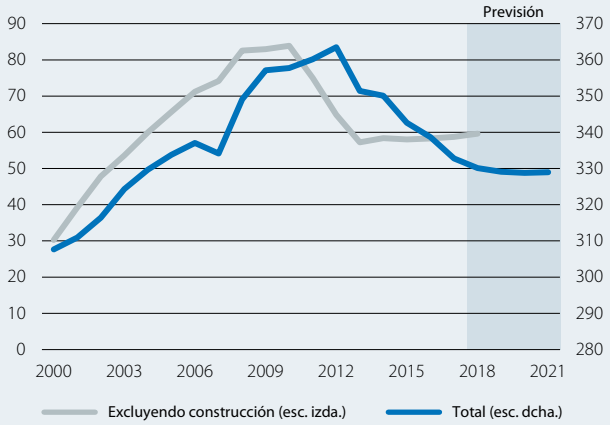
(% FBCF total)

	1998		2008		2018 *	
	Eurozona	Portugal	Eurozona	Portugal	Eurozona	Portugal
Construcción residencial	27,7	28,4	28,2	20,4	25,9	17,3
Otra construcción	24,9	31,9	26,2	36,5	23,1	32,9
Equipo de transporte	8,0	11,5	8,4	8,4	9,5	8,9
Equipo TIC	4,3	6,2	3,4	6,0	3,6	5,2
Maquinaria	21,1	15,5	18,9	16,3	18,1	19,2
Recursos biológicos	0,2	1,3	0,2	1,0	0,2	1,5
Productos de propiedad intelectual	13,8	5,1	14,6	11,3	19,5	15,6

Nota: ** Para Portugal, maquinaria y TIC son datos de 2016.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Portugal: stock de capital

(Miles de millones de euros) *(% del PIB)*



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Índice coincidente de actividad	3,4	2,5	2,0	2,1	2,3	2,2	2,2	2,1	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,0	0,1	–1,3	–3,7	–2,2	–4,1	–5,3	–5,2	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	2,1	0,8	–0,8	–1,4	–3,3	–3,7	–3,2	–4,1	–4,2
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	16,6	19,1	19,1	20,7	15,5	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	16,8	9,4	7,6	–6,6	...	...	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	5,1	5,8	6,2	6,7	7,5	7,9	7,7	7,8	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	16,0	4,8	5,2	4,5	4,9	...	5,7	...	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	13,3	14,1	13,0	15,3	14,2	11,5	11,3	9,9	10,4
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,1	4,2	5,2	4,3	5,9	4,5	4,4	3,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–5,4	–4,6	–5,4	–8,3	–8,9	–7,6	–7,6	–7,1	–7,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada	3,3	2,3	1,6	1,5	0,9	...	1,1	1,0	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	8,9	7,0	6,7	6,8	6,3	...	6,4	6,6	...
PIB	**3,5**	**2,4**	**2,0**	**2,1**	**1,9**	**...**	...	...	...

Precios

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
General	1,4	1,0	0,8	0,8	0,5	–0,2	–0,1	–0,1	0,0
Subyacente	1,1	0,7	0,5	0,8	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	10,0	5,1	5,1	5,8	3,3	...	1,8	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	13,7	8,2	8,2	9,2	8,3	...	7,0	...	...
Saldo corriente	**2,4**	**0,8**	**0,8**	**–1,1**	**–1,2**	...	–1,1	**...**	**...**
Bienes y servicios	2,9	1,6	1,6	0,1	–0,5	...	–0,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	–0,5	–0,8	–0,8	–1,2	–0,7	...	–0,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**4,1**	**2,8**	**2,8**	**1,0**	**0,8**	**...**	0,8	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	1,7	3,8	4,2	4,9	4,5	...	5,3	...	
A la vista y ahorro	15,7	14,3	14,6	14,2	13,3	...	15,0	...	
A plazo y preaviso	–5,8	–3,0	–3,1	–1,9	–2,3	...	–2,4	...	
Depósitos de AA. PP.	1,3	–1,9	–9,9	–11,6	–11,9	...	–14,7	...	
TOTAL	**1,6**	**3,5**	**3,4**	**4,1**	**3,6**	**...**	4,3	...	
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	–4,0	–1,7	–1,8	–2,6	–1,9	...	–1,4	...	
Empresas no financieras	–6,5	–3,8	–4,5	–5,7	–3,8	...	–2,9	...	
Hogares - viviendas	–3,1	–1,5	–1,3	–1,5	–1,4	...	–1,5	...	
Hogares - otras finalidades	0,9	4,5	5,2	3,1	2,6	...	3,9	...	
Administraciones públicas	9,3	2,4	–11,6	–12,5	–8,1	...	–6,5	...	
TOTAL	**–3,5**	**–1,6**	**–2,3**	**–3,0**	**–2,1**	**...**	–1,6	...	
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**13,3**	**9,4**	**9,4**	**8,9**	**8,3**	**...**	...		

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 de Portugal, Banco de Portugal y Datastream.*

El reto climático: el futuro del planeta en juego

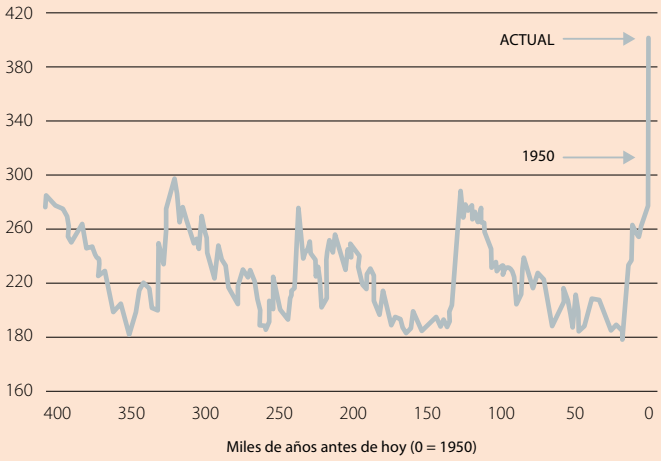
El cambio climático está de plena actualidad: usted mismo lo puede comprobar a diario en los medios de comunicación. Además, la cantidad de estudios que abordan el tema es ingente, lo que indica no solo la popularidad, sino la relevancia del problema. No en vano, para el 37% de los españoles se trata de la mayor amenaza a la que se enfrenta el mundo.[1] En este artículo intentaremos dirimir el alcance de este fenómeno.

El fenómeno: evidencia científica y climatológica

Este es un Dossier escrito íntegramente por economistas. No obstante, es necesario despojarnos de los ropajes de nuestra profesión por un momento para explicar brevemente las bases científicas que hay detrás del calentamiento global. Vamos a ello. La Tierra absorbe la mitad de la radiación que le llega del Sol y luego la emite en forma de radiación infrarroja. Una parte de esta radiación va a parar al espacio, pero otra parte la reflejan de nuevo hacia la Tierra los gases invernadero de la atmósfera (principalmente dióxido de carbono, pero también metano y óxido de nitrógeno). Es lo que se conoce como «efecto invernadero». En principio, se trata de un efecto positivo: sin él, la temperatura media de la Tierra sería de 30 ºC menos, demasiado fría para la supervivencia de la mayoría de nuestros ecosistemas. El problema radica en que, **desde mediados del siglo XX, la concentración de dióxido de carbono y metano en la atmósfera ha crecido**, de modo que una cantidad excesiva de radiación infrarroja «regresa» a la superficie terrestre, con el consiguiente aumento de la temperatura. Para muestra, un botón: la cantidad de dióxido de carbono en la atmósfera aumentó un 14,2% entre 1765 y 1965, pero se ha disparado un 27,5% entre 1965 y la actualidad.[2]

Concentración de dióxido de carbono en la atmósfera

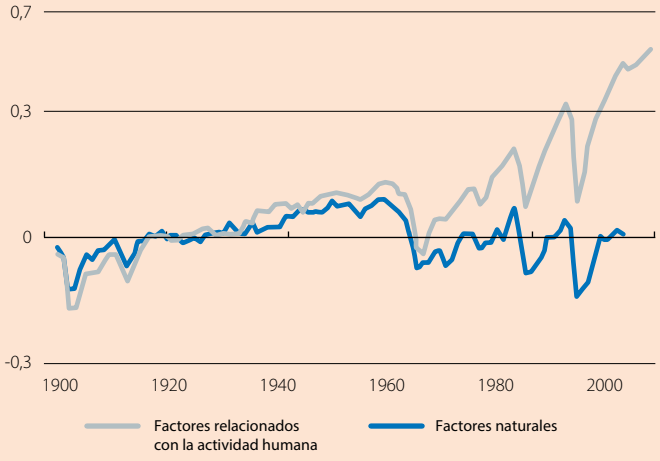
(Partes por millón)



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

Aumento de la temperatura global

Desviación respecto al promedio de 1850-1900 (ºC)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Huber, M. y Knutti, R. (2011). «Anthropogenic and natural warming inferred from changes in Earth's energy balance». Nature Geoscience, 5.*

¿Qué hay detrás de estos cambios? De forma un tanto provocadora, podríamos llegar a afirmar que siempre ha habido cambio climático: el clima cambia continuamente y, de hecho, hasta la época industrial (alrededor del año 1750) nuestro planeta se había calentado y enfriado alternativamente en ciclos de unos 100.000 años.[3] Lo que ha cambiado en las últimas décadas es que **la actividad humana** (a través, por ejemplo, del uso de combustibles fósiles, de una explotación agrícola intensiva, etc.) **ha incrementado de forma sustancial la emisión y posterior concentración de gases invernadero en la atmósfera**, lo cual ha provocado un aumento de la temperatura de 1 ºC en relación con 1750.[4] Por lo tanto, más que hablar de cambio climático, convendría hablar de **cambio climático antropogénico** (causado por el ser humano).

La comunidad científica avala que el cambio climático es antropogénico –existe un consenso científico[5] en torno a ello–. Uno de los estudios más reseñables fue el realizado en 2011 por los físicos de la prestigiosa Escuela Politécnica Federal de Zúrich[6] Mark Huber y Reto Knutti, en el que, a partir de un modelo relativamente sencillo sobre los flujos de energía de la Tierra, **estimaron que al menos tres cuartas partes del cambio climático de los últimos 60 años se debe a la actividad humana**. En cambio, los factores naturales que influyen en los cambios de tempe-

1. Véase Lázaro, L., González, C. y Escribano, G. (2019). «Los españoles ante el cambio climático». Real Instituto Elcano.
2. Véase Earth System Research Laboratory (2018). «Trends in atmospheric carbon dioxide». Organización Nacional Oceánica y Atmosférica de EE. UU.
3. Estas fluctuaciones estarían causadas por pequeños cambios en el eje de rotación de la Tierra. Véase Clark, J. *et al.* (2009). «The Last Glacial Maximum». Science.
4. En concreto, se calcula que el 72% de las emisiones de gases invernaderos generadas por la actividad humana proviene de la energía; el 11%, de la agricultura; el 6%, de procesos industriales no relacionados con la energía, y el 6%, de cambios en el uso de la tierra y la explotación y conservación de bosques.
5. Véase Cook, J. *et al.* (2016). «Consensus on consensus: A synthesis of consensus estimates on human-caused global warming». Environmental Research Letters 11 048002.
6. Véase Huber, M., Knutti, R. (2011). «Anthropogenic and natural warming inferred from changes in Earth's energy balance». Nature Geoscience.

ratura (como la órbita de la Tierra, el nivel de radiación solar o la actividad volcánica, entre otros) solamente podrían explicar una pequeña parte del calentamiento del planeta que hemos experimentado en las últimas décadas (véase el segundo gráfico).

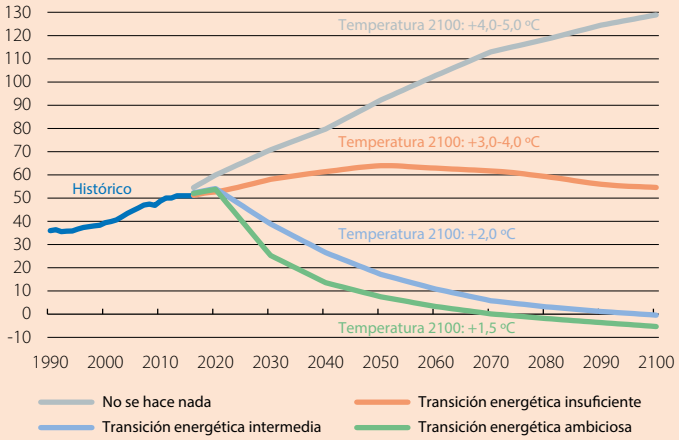
Escenarios de cambio climático: ¿qué nos deparará el futuro?

Debemos tener muy presente que la temperatura media de la Tierra continuará aumentando en los próximos años, incluso si las emisiones de gases invernadero se estabilizaran hoy mismo. Así, la Tierra seguirá calentándose a corto plazo como resultado de las emisiones actuales y recientes (la acumulación de gases en la atmósfera es determinante, ya que la mayoría tardan años en desaparecer) y de la inercia térmica de los océanos (entre el 30% y el 40% de las emisiones de carbono de las últimas décadas se han disuelto en océanos, ríos y lagos, lo que ha contribuido a aumentar su temperatura y acidificación).

El Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC, por sus siglas en inglés),[7] el grupo de científicos que asesoran a la ONU en esta materia, ha propuesto cuatro escenarios de aumento de la temperatura media en 2100 en relación con los niveles preindustriales (recordemos que, hasta la fecha, el aumento ya ha sido de 1 ºC).

Escenarios de emisiones de dióxido de carbono

(Gigatoneladas globales)



Nota: *Las proyecciones de temperaturas en 2100 son aumentos respecto a niveles preindustriales (1750).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Tracker de Acción Climática.*

Para ello, han hecho proyecciones de los niveles de emisiones de gases invernadero en función de las políticas que se adopten y, utilizando datos históricos, lo han trasladado a aumentos de la temperatura. Los cuatro escenarios que plantean son los siguientes:

- **Escenario 1. *Business as usual***: si no se toma ninguna medida en absoluto y las emisiones siguen creciendo al ritmo actual, el aumento sería de entre 4 ºC y 5 ºC.
- **Escenario 2. Transición energética insuficiente**: si se continúan aplicando las políticas actuales para mitigar el crecimiento de las emisiones, el aumento sería de entre 3 ºC y 4 ºC.
- **Escenario 3. Transición energética intermedia**: el aumento sería de 2 ºC (o algo por debajo) si se implementaran íntegramente las políticas contempladas en el Acuerdo de París.[8]
- **Escenario 4. Transición energética ambiciosa**: el aumento sería de 1,5 ºC.

¿Qué implican estas cifras y escenarios? Se trata, simplemente, de puntos de referencia que pueden ayudarnos a atisbar cómo serán las futuras condiciones de vida y ambientales en el planeta en función de las políticas que se adopten ahora. Los científicos están de acuerdo en que **cualquier aumento de la temperatura por encima de los 2 ºC provocaría riesgos climáticos graves**, como una fuerte subida del nivel del mar, sequías y eventos climáticos más violentos (ciclones, huracanes, inundaciones...) y frecuentes.

Esto no significa que las consecuencias de situarnos por debajo de los 2 ºC sean inocuas: según el IPCC, **hay una diferencia significativa entre limitar el aumento de temperatura a 1,5 ºC** (el objetivo al que aspira el acuerdo de París) y a 2,0 ºC. Por ejemplo, en el primer caso, la cantidad de personas que sufrirían problemas para acceder a agua potable se reduciría a la mitad.

El gran reto para los gobernantes y reguladores estriba en que limitar la subida a 1,5 ºC en 2100 requiere de medidas muy ambiciosas[9] con un impacto notable sobre el modelo productivo y la gran mayoría de sectores económicos: por ejemplo, el objetivo se lograría reduciendo a la mitad las emisiones de carbono en 2030 y, a partir de 2050, alcanzando un nivel de emisiones nulo. Estos esfuerzos podrían complementarse con la implementación de medidas (como la reforestación a gran escala) y el desarrollo de tecnologías que permitieran capturar y almacenar una parte de los gases invernadero que emitimos. Las tecnologías en cuestión todavía no han germinado, de modo que es esencial que las políticas públicas apoyen los esfuerzos del sector privado y de la comunidad científica para desarrollarlas. En cualquier caso, cuanto antes se actúe, menor será la disrupción que supondrá dicha transición. Una transición que, por otro lado, resulta ineludible en vista del alcance del fenómeno.

Javier Garcia-Arenas

7. Intergovernmental Panel on Climate Change.
8. El Acuerdo de París de 2015 fijó el objetivo de evitar que el aumento de la temperatura del planeta alcance los 2 ºC con relación a los niveles preindustriales y de realizar esfuerzos para limitar dicho aumento a 1,5 ºC. Este objetivo requiere de un descenso muy importante a nivel global de las emisiones de gases de efecto invernadero, algo que solo será posible en el marco de una transición energética que reduzca la demanda de energía y evolucione hacia un *mix* de energías más limpias.
9. Véase el artículo «¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo» en este mismo Dossier para un análisis en profundidad de medidas concretas.

Cambio climático: consecuencias y dificultades para frenarlo

En la actualidad, estamos empezando a presenciar las primeras consecuencias del cambio climático. Por ejemplo, es ya bien sabido que con el aumento de la temperatura se está produciendo un retroceso de los casquetes de hielo polares. Sin embargo, esto podría ser solamente la punta del iceberg si no actuamos debidamente. A continuación, valoramos algunas de las consecuencias que puede tener el cambio climático en el futuro y qué factores están impidiendo que se avance de forma más decidida hacia una economía más respetuosa con el medio ambiente y, en última instancia, más sostenible a largo plazo.

Los costes del cambio climático

Los climatólogos están de acuerdo en que los efectos más probables derivados del calentamiento del planeta incluyen **el deshielo de glaciares y casquetes de hielo polares, la subida del nivel del mar, y desastres meteorológicos más frecuentes y violentos**.[1]

Sin embargo, existen grandes dificultades para estimar con precisión el alcance de estos efectos, ya que dependerán del grado de adaptación de las economías y la población al nuevo entorno. Lo que parece claro es que el aumento de la temperatura **incrementará la dureza y recurrencia de eventos extremos** (o «de cola», usando la jerga económica). Se trata de fenómenos meteorológicos impredecibles, pero de graves consecuencias, como ciclones, huracanes o inundaciones, cuya probabilidad de materializarse aumentará de forma notable si no se pone freno al incremento de los gases de efecto invernadero.

Asimismo, es muy complicado estimar con exactitud el impacto económico del cambio climático. Estos son los principales obstáculos:

- La mencionada dificultad para saber el aumento de la frecuencia de los fenómenos meteorológicos extremos.
- **La estrecha relación entre desarrollo económico y clima**. Un aumento de la temperatura afecta a las economías, por ejemplo, a través del perjuicio económico que causan los sucesos meteorológicos extremos. Pero cambios en el modelo productivo y en el crecimiento económico influyen en el nivel de emisiones de carbono, lo que acaba condicionando la evolución de la temperatura.
- Desconocemos el alcance del **cambio tecnológico** y en qué medida logrará mitigar estos riesgos (por ejemplo, se están investigando nuevas vías, más allá de la reforestación y del aumento de espacios verdes, para reabsorber parte de las emisiones de carbono).
- ¿Cómo **evaluamos las ganancias y pérdidas** económicas de aquí a 100 años? La llamada «tasa de descuento», que intenta medir el grado de solidaridad de las generaciones actuales con las del futuro, es muy difícil de estimar, ya que depende de las preferencias del conjunto de la sociedad, que pueden cambiar a lo largo del tiempo.
- La transición energética generará costes de **transición** para muchos sectores que corren el riesgo de quedarse atrás si no se adaptan a una economía con menores emisiones de gases invernadero. En función de las medidas compensatorias que se implementen y la velocidad de la transición energética, las empresas se verán más o menos afectadas.

¿Significan todos estos escollos que no merece la pena estudiar el posible impacto económico que tendrá de aquí a unos años el cambio climático? Nada más lejos de la realidad. Entender y cuantificar mejor el impacto del cambio climático a partir de un análisis coste-beneficio resulta clave para poder hacerse una idea, por ejemplo, del daño que produce emitir una tonelada adicional de carbono a la atmósfera. Según el prestigioso economista de Chicago Michael Greenstone, este es «el número más importante del que nunca hemos oído hablar» y disponer de una buena estimación ayudaría a que todos internalizáramos mejor las consecuencias de nuestras decisiones.

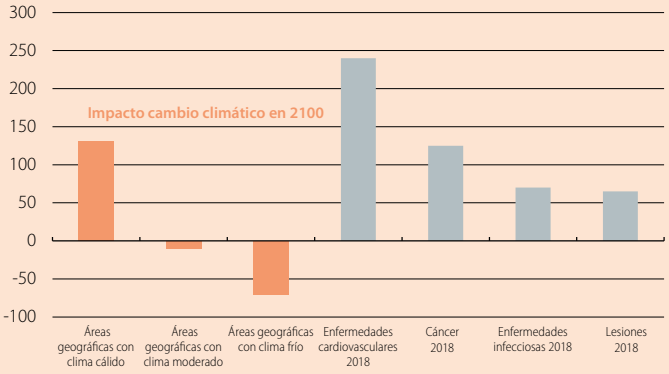
De hecho, en los últimos años los análisis del impacto económico del cambio climático han mejorado de forma notable. En este sentido, destaca el artículo que en 2018 tres profesores de Stanford publicaron en la revista *Nature* y en el que estiman que,[2] en **un escenario donde se continúen aplicando las políticas energéticas vigentes en la actualidad, se producirá una reducción del PIB global de entre el 15% y el 25% en 2100 en relación con un escenario en el que las temperaturas se mantuvieran en los niveles actuales; la reducción se situaría por encima del 25% si no se actuase en absoluto** (escenario *business as usual*).[3] Además, estiman que pasar de un escenario con un aumento de 2 ºC a uno de 1,5 ºC beneficiaría al 90% de la población global en 2100, y permitiría ahorrar más de 18 billones de euros (cifra que corresponde a una cuarta parte del PIB global actual). Una de las críticas que ha recibido dicho estudio es que no tiene en cuenta los costes de transición que implicaría reducir las emisiones. Con todo, basándose en otros estudios, los autores concluyen que estos costes serían de una magnitud muy inferior a los beneficios de limitar el calentamiento global. Además, argumentan que ellos llevan a cabo una estimación conservadora del impacto económico del cambio climático ya que excluyen del análisis el impacto de los fenómenos meteorológicos extremos.

1. Los efectos ya se han empezado a notar: sin ir más lejos, la ola de calor que se saldó con 70.000 víctimas en Europa en 2003 se atribuye al cambio climático según Trenberth, K., Fasullo, J. y Shepherd T. (2015). «Attribution of climate extreme events». Nature Climate Change 5.8: 725-730.
2. Véase Burke, M., Davis, M. y Diffenbaugh, N. (2018). «Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets». Nature.
3. Para calcular estas cifras, utilizan una tasa de descuento (3%) ni demasiado alta ni demasiado baja.

Además, querríamos enfatizar que el impacto del cambio climático afecta a todas las dimensiones de la vida, no solamente a la económica. Es particularmente llamativo el estudio sobre mortalidad liderado por Greenstone en 2018,[4] según el cual **en un escenario *business as usual* el cambio climático sería el responsable de 85 muertes por cada 100.000 habitantes en 2100** (hoy en día, todos los tipos de cáncer causan 125 muertes por cada 100.000 habitantes), una cifra que han estimado teniendo en cuenta los costes de adaptación de los humanos a las nuevas temperaturas y su nivel económico para afrontarlas. Es también interesante observar que el impacto sería negativo en áreas con temperaturas altas, y positivo en zonas con temperaturas bajas,[5] tal y como se aprecia en el gráfico. Finalmente, el Banco Mundial estima que, si no tomamos medidas, en **2050 los efectos del cambio climático pueden forzar a más de 140 millones de personas a emigrar**, especialmente desde los países más pobres.[6]

Impacto del cambio climático sobre la mortalidad

(Muertes por cada 100.000 personas)



Nota: *Se asume que no se tomarán medidas para frenar el cambio climático. El impacto tiene en cuenta los cambios en la adaptación de la población al aumento de temperatura.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Greenstone, M.* et al. *(2018). «Valuing the Global Mortality Consequences of Climate Change Accounting for Adaptation Costs and Benefits». Working Paper n.º 2018-51. Becker Friedman Institute. Universidad de Chicago.*

Los frenos a actuar contra el cambio climático: ¿qué está fallando?

Si el problema es tan grave, ¿por qué no se han tomado las decisiones adecuadas todavía? En esta sección, describimos algunos de los factores que dificultan que la lucha contra el cambio climático avance de forma más decidida:

- **Falta de información**

  En primer lugar, para que los hogares, las empresas y el sector público puedan tomar las decisiones más acertadas deben disponer de la información más completa posible. Solo así podrán evaluar correctamente los costes y beneficios de sus decisiones.

  En los inicios de la revolución industrial poco o nada se conocía sobre el impacto de los gases de efecto invernadero (GEI en adelante). En la actualidad, aunque la investigación científica sobre las causas del cambio climático y sus consecuencias sobre la naturaleza y la actividad humana ha avanzado sustancialmente, todavía hay una parte importante de la población que no es consciente de las consecuencias de las decisiones que toma. La labor pedagógica de los orígenes del cambio climático, y sus potenciales consecuencias, sigue siendo imprescindible.

- **Dificultades para incorporar las externalidades**[7]

  La emisión de GEI que se genera cuando una empresa produce o un ciudadano consume conlleva unos costes para el conjunto de la sociedad que dicha persona o empresa no suele tener en cuenta. Esto es lo que, en jerga económica, se llama una externalidad negativa.

  Por el contrario, la inversión en tecnologías y energías sostenibles genera externalidades positivas. Esto es, más allá del retorno económico directo que proporciona la propia inversión, se generan unos beneficios para el conjunto de la sociedad (como, por ejemplo, respirar un aire más limpio) que los inversores no siempre tienen en cuenta, puesto que no reciben ninguna recompensa económica por ello.

  Por estos motivos, **es deseable aplicar mecanismos que faciliten que todos, individuos y empresas, tengamos en cuenta los efectos indirectos sobre el clima de las decisiones que tomamos**.

- **El problema del polizón** (*free-rider* en inglés)

  «¿Por qué debo contaminar menos cuando, si ya lo hace el resto de los agentes, yo me puedo beneficiar?». Si todos razonamos de esta manera, no se reducirán las emisiones de GEI.

- **Cortoplacismo**

  Aun teniendo en cuenta toda la información disponible, y siendo conscientes de los costes de algunas decisiones, los hogares, empresas y reguladores a veces toman decisiones que tienen un efecto perjudicial sobre el clima a medio y largo plazo ya que actúan pensando solo a corto plazo.

En definitiva, el cambio climático causado por la actividad humana es un desafío crucial para nuestra especie que nos afecta en multitud de ámbitos. No hay excusas para no afrontarlo con la seriedad y decisión que merece. **No podemos dejar escapar ni un segundo**.

Javier Garcia-Arenas y Ricard Murillo Gili

4. Véase Greenstone, M. *et al.* (2018). «Valuing the global mortality consequences of climate change accounting for adaptation costs and benefits». Becker Friedman Institute Working Paper n.º 2018-51. Universidad de Chicago.
5. Se trata del efecto promedio, es decir, sin tener en cuenta la posibilidad de que se materialicen eventos de cola.
6. Banco Mundial (2018). «Groundswell: preparing for internal climate migration».
7. En general, las externalidades son consecuencias que impone una actividad económica en el resto de la sociedad y que no están bien reflejadas en su precio.

¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo

En los últimos años se ha hecho evidente la necesidad de actuar con celeridad frente al cambio climático, hasta el punto de referirnos a este fenómeno como «emergencia climática».[1] ¿Cómo podemos afrontar esta situación? En este artículo proponemos medidas para mitigar sus efectos o, al menos, intentarlo. Se trata de un reto colectivo que deberá embarcar a reguladores, empresas y hogares.

Reguladores

La regulación juega un papel clave en la lucha contra el cambio climático. Así, es necesario que las medidas que tome el regulador se implementen cuanto antes y que emanen de un marco claro y estable. Cuanto más tarden en aplicarse, más costosa será la adaptación para las empresas y los hogares.

Una de las propuestas que genera más consenso entre los economistas es **la introducción de mecanismos que hagan más costosas las emisiones de gases de efecto invernadero** (GEI en adelante),[2] toda vez que modifica en la línea deseada los incentivos de las empresas cuando invierten y producen, y de los hogares cuando consumen. Idealmente, con estos mecanismos se debería reflejar adecuadamente el coste de emitir GEI para el medio ambiente, y los ingresos que se generarían podrían utilizarse para compensar a los consumidores por la subida de los precios de los bienes intensivos en carbono, invertir en nuevas infraestructuras bajas en emisiones o apoyar innovaciones tecnológicas.

No obstante, conocer el precio adecuado de las emisiones no es trivial. Algunas estimaciones sugieren que, para alcanzar el Acuerdo de París de 2015, debería situarse entre los 36 y los 72 euros por tonelada de CO_2 en 2020, y entre los 45 y 90 en 2030, cifra que varía en cada economía en función de sus características.[3] Asimismo, el FMI estima que, con un precio del CO_2 que alcance gradualmente los 68 euros por tonelada en 2030 en los países del G-20, se podría limitar el calentamiento global por debajo de los 2 ºC.[4] Sin embargo, según los datos del Banco Mundial, **actualmente solo el 20% de las emisiones de GEI están gravadas, por lo que el precio promedio global de emitir una tonelada de CO_2 es de solamente 1,8 euros.**

Unión Europea: precio del carbono en el mercado de emisiones

(Euros por tonelada métrica de CO_2)

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de European Energy Exchange.*

Existen dos mecanismos para encarecer las emisiones de GEI:

- **Mercado de emisiones**. En este sistema, el regulador fija un límite máximo a la cantidad total de toneladas de CO_2 que se pueden emitir por año y región y, dentro del límite establecido, las empresas reciben o compran derechos de emisión con los que pueden comerciar entre sí en función de sus necesidades. El límite máximo disminuye cada año, lo que incentiva a las empresas a emitir menos CO_2 e invertir en tecnologías más sostenibles desde el punto de vista medioambiental. Actualmente, el mayor mercado de emisiones del mundo se encuentra en la UE: el European Trading System (ETS) fue uno de los primeros mercados de emisiones y regula el 45% de las emisiones de GEI de la región. En este sistema, algunos derechos de emisión se distribuyen de forma gratuita (un porcentaje que disminuye año a año) y, como se aprecia en el gráfico, el precio final que ajusta la oferta con la demanda ha sido relativamente volátil.
- **Impuesto sobre las emisiones**. El regulador fija un precio a la emisión de GEI que aumenta progresivamente (en lugar de una cantidad que disminuye, como en el mercado de emisiones). De este modo, con una progresividad a futuro ya anunciada desde el primer momento, las empresas pueden planificar adecuadamente cómo invertir más eficientemente en nuevas tecnologías.

Sin embargo, fijar un precio a las emisiones conlleva algunos retos que el regulador debe tomar en consideración:

- **Filtración de carbono** (*carbon leakage*). El reto climático es global y no entiende de fronteras. En caso de que no exista coordinación internacional y las emisiones de carbono sean más costosas en unos países que en otros se reducirá la efectividad de las medidas tomadas, ya que las empresas podrían llegar a relocalizar sus centros productivos si el impacto en su competitividad fuera demasiado elevado. Por este motivo, en ausencia de coordinación internacional, diversos economistas han planteado que sería positivo establecer aranceles a las importaciones de productos intensivos en carbono (para competir en igualdad de condiciones en el mercado doméstico) y subvencionar a las empresas exportadoras (para que puedan competir en los mercados internacionales).[5]
- **Reacción política** (*political backlash*). Al encarecer los productos intensivos en carbono, algunos colectivos vulnerables (como los hogares con rentas bajas o el sector del transporte) pueden verse más perjudicados que el resto de la sociedad y llegar a

1. Véanse los dos primeros artículos de este mismo Dossier, donde se detallan las causas y consecuencias del cambio climático.
2. Aunque todos los GEI contribuyen al cambio climático, la subida de la temperatura causada por el hombre se explica sobre todo por las emisiones de CO_2. Véase IPCC (2013). «Climate Change 2013: The Physical Science Basis».
3. Véase Stiglitz, J. E., Stern, N. *et al.* (2017). «Report of the high-level commission on carbon prices».
4. FMI (2019). «Fiscal Monitor: How to Mitigate Climate Change».
5. Esta medida se encuentra en un escrito que firmaron en 2019, entre otros, 27 premios Nobel y 4 expresidentes de la Reserva Federal de EE. UU. Council, C. L. (2019). «Economists' Statement on Carbon Dividends». Wall Street Journal.

oponerse con firmeza a estas políticas, tal como ocurrió con el movimiento de los chalecos amarillos en Francia.[6] Concretamente, según las estimaciones del FMI, un precio al carbono de 68 euros encarecería el consumo energético alrededor de un 45% y el de gasolina, un 15%.[7] De ahí la necesidad de que la transición energética sea justa y lo más inclusiva posible. A este potencial problema se han propuesto dos soluciones:

- Compensar directamente a los colectivos más perjudicados por la entrada en vigor de esta política a través de los ingresos recaudados con el precio a las emisiones.
- Devolver los ingresos recaudados a todos los ciudadanos de la región por igual en concepto de un subsidio de un monto fijo (*lump-sum rebate*).[8]

Según el Banco Mundial,[9] actualmente existen en el mundo 57 iniciativas que encarecen la emisión de carbono (ya sea mediante un mercado de emisiones, ya sea mediante un impuesto). Entre ellas **destaca el impuesto al carbono de Suecia**, con un precio de 115 euros por tonelada y que cubre el 40% de emisiones suecas de CO_2 (habida cuenta de que están exentas las emisiones ya incluidas en el ETS de la UE). Esta medida se instauró en 1995 y ha contribuido a reducir las emisiones de CO_2 en un 25% desde entonces.[10]

Con todo, el precio a las emisiones ni es la única solución ni es suficiente para mitigar los efectos del cambio climático. **Para que sea eficaz, debe ir acompañado de otras medidas que ofrezcan alternativas sostenibles tanto a los consumidores como a las empresas** (mejoras de la eficiencia energética de las infraestructuras, mejoras en la movilidad urbana e interurbana o ayudas a la investigación en nuevas tecnologías, entre otros).

Empresas

El reto climático atañe a toda la sociedad y es crucial que el papel que adopte el sector privado sea también muy activo. Así, **es esencial que las empresas contraigan un compromiso en pro de la sostenibilidad del planeta**, lo que requiere que integren en su misión los intereses de todos aquellos grupos que contribuyen a la creación de valor empresarial: clientes, accionistas, empleados y el conjunto de la sociedad.

En esta línea, cada vez va cobrando más importancia un amplio abanico de indicadores que van más allá de los beneficios económicos, como los ODS (objetivos de desarrollo sostenible), 17 objetivos aprobados por Naciones Unidas para erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad para todos. Para analizar en qué ámbitos concretos las empresas pueden contribuir a la sostenibilidad del planeta, es muy útil la información que provee el Observatorio de los ODS que evalúa el grado de cumplimiento de los ODS en las empresas españolas. En lo referente a temas medioambientales, el segundo informe del Observatorio[11] analiza el progreso de las empresas cotizadas españolas en 2017 en ámbitos como el uso de energías renovables, consumo de agua, gestión de residuos, información y nivel de emisiones y políticas medioambientales. El informe constata una mejora con respecto al informe del año anterior pero asegura que todavía queda mucho trecho por recorrer: en 2017, un 34% reportaban el uso de energías renovables en sus memorias (26% en 2016) y un 35% declaró haber reducido las emisiones de GEI (20% en 2016).

Asimismo, conviene enfatizar que **este compromiso por la sostenibilidad no está en absoluto reñido con el propio beneficio económico de las empresas:** aquellas que se comprometan con tomar medidas en línea con los ODS se pueden beneficiar, a corto plazo, de una mayor fidelidad de los clientes, un mayor compromiso de sus empleados y menores costes de capital.[12] En cambio, existe un riesgo reputacional para las empresas que sean percibidas como parte del problema y que no estén actuando con decisión para frenar el cambio climático. Y, a medio y largo plazo, aquellas que no hayan sido capaces de adaptarse o de innovar en esta dirección podrían afrontar serias dificultades ante el nuevo entorno regulatorio o ante el rechazo de unos consumidores cada vez más concienciados.

Hogares

Los hogares son clave para que se aceleren estos cambios en el entorno regulatorio y empresarial. Si los ciudadanos no exigen una regulación más estricta sobre las emisiones de GEI, será más difícil que los gobernantes establezcan un precio adecuado que las grave para cumplir (como mínimo) el Acuerdo de París. Y sin un cambio en las preferencias de los consumidores sobre los productos intensivos en carbono, las compañías que los producen no tendrán tantos incentivos en innovar en tecnologías verdes.

Para que este cambio en las preferencias de los individuos ocurra, se tienen que superar los frenos a la lucha contra el cambio climático expuestos en este Dossier. Por ejemplo, si no conocemos el daño que nuestras acciones producen al medio ambiente, no podremos tomar las decisiones correctas. Además, a menudo, podemos pensar que las acciones individuales contra el cambio climático son insuficientes, lo que los economistas llamamos «el problema del polizón». En cierta medida lo son, pues, por ejemplo, el hecho de que una persona utilice electrodomésticos de bajo consumo no sirve de mucho si el resto del mundo utiliza electrodomésticos mucho más contaminantes. Sin embargo, **las acciones que uno toma tienen la capacidad de influir en las de nuestro entorno y pueden acabar creando círculos virtuosos**.

En suma, debemos tener en cuenta que **en la lucha contra el cambio climático habrá ganadores y perdedores**, a los que se deberá compensar. Pero también hay que tener presente que **si no se combate, ni tan siquiera habrá ganadores**. Porque la emergencia climática es precisamente esto, una emergencia, estamos obligados a actuar cuanto antes y de la forma más justa y ambiciosa posible.

Ricard Murillo Gili

6. Véase el artículo «Inestabilidad política en el contexto europeo: Francia en el ojo del huracán» del IM04/2019.
7. *Vid* nota 4.
8. *Vid* nota 5.
9. https://carbonpricingdashboard.worldbank.org/
10. Véase Gaspar, V. *et al.* (2019). «Fiscal Policies to Curb Climate Change». IMFBlog.
11. Véase Castiñeira, À. *et al.* (2019). «La contribución de las empresas españolas a los objetivos de desarrollo sostenible. Segundo Informe». ESADE y "la Caixa".
12. FMI (2019). «Global Financial Stability Report: Lower For Longer». Capítulo 6: *Sustainable Finance: Looking Farther.*

Cambio climático, transición verde y sector financiero

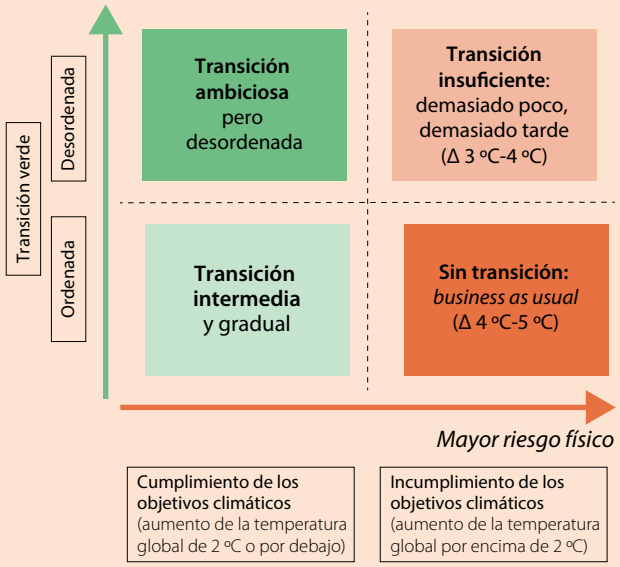
El cambio climático y la transición hacia una economía baja en emisiones de carbono también involucran al sistema financiero. Primero, **por su papel como intermediario entre el ahorro y la inversión**, ya que el sector financiero puede facilitar la canalización de fondos hacia actividades que contribuyan a la transición verde.[1] Y, segundo, **por los riesgos financieros que el cambio climático y las actuaciones para mitigarlo traen consigo**. En este artículo, nos centramos en analizar las implicaciones para el sector financiero del cambio climático y de la transición hacia una economía descarbonizada.

Las economías se enfrentan a dos tipos de riesgos asociados al cambio climático:

- **Riesgos físicos**, que provienen de los efectos directos del cambio climático, como **aumentos en la frecuencia e intensidad de eventos meteorológicos extremos y cambios en el equilibrio de los ecosistemas**. Estos riesgos pueden manifestarse de forma abrupta (en forma de eventos concretos, como inundaciones o tormentas) o de forma gradual (cambios en los patrones meteorológicos). Asimismo, estos riesgos pueden conllevar aumentos considerables de los gastos para afrontarlos y daños físicos sobre la capacidad productiva de las empresas (como disrupciones en su cadena de suministros) y los activos de los hogares. En este sentido, **prácticamente todos los sectores de la economía se enfrentan a los riesgos físicos**.
- **Riesgos de transición**, vinculados a la **transformación hacia una economía descarbonizada**. Los riesgos de transición derivan de los **cambios regulatorios** (como límites estrictos a las emisiones de carbono y otros gases de efecto invernadero)[2] y **tecnológicos**[3] (por ejemplo, sistemas de transporte completamente eléctricos) necesarios para alcanzar el objetivo de descarbonización. Además, la transición verde puede comportar también **cambios por el lado de la demanda**, derivados de la evolución de las preferencias y el comportamiento de los consumidores, más sensibles a las cuestiones medioambientales. Todo ello generará nuevas oportunidades, pero también puede afectar al desempeño de diversos sectores económicos y a la valoración de mercado de una amplia gama de activos, con las consiguientes implicaciones financieras.[4]
- **Los riesgos físicos y los asociados a la transición verde están interrelacionados**. El impacto físico del cambio climático depende, en gran parte, de las acciones correctivas que tomen a corto plazo gobiernos, inversores, empresas y consumidores. En particular, si la acción correctiva es ambiciosa y temprana, los riesgos de transición pueden ser mayores, pero los físicos serán menores. Por el contrario, una acción correctiva tardía y débil (menores riesgos de transición) haría aumentar los riesgos físicos asociados al cambio climático. También son posibles escenarios en los que ambos riesgos sean elevados, por ejemplo, si la acción correctiva es abrupta y se produce tarde, cuando algunos de los riesgos físicos ya son difíciles de evitar.[5] Así, en función de la velocidad e intensidad de las acciones encaminadas a mitigar los efectos del cambio climático, nos situamos en distintos escenarios climáticos (véase el gráfico).

Escenarios y riesgos climáticos

Mayor riesgo de transición



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Network for Greening the Financial System.*

Para el sector financiero, el impacto de los **riesgos asociados al cambio climático puede materializarse a través de los riesgos tradicionales a los que se enfrenta el sector**. En particular, **los riesgos físicos y de transición pueden tener impacto a nivel crediticio, reputacional, operacional y de mercado**.[6] Por ejemplo, eventos climáticos extremos pueden causar daños significativos en activos y reducir la capacidad de pago de los prestatarios. Para el sector bancario, esto puede traducirse en un aumento de la probabilidad de impago y una pérdida de valor de las garantías que respaldan un préstamo. Asimismo, el riesgo crediticio también puede derivar de exposiciones a empresas con modelos de negocio no alineados con la transición hacia una economía descarbonizada. Otro ejemplo serían los daños en inmuebles propios causados por eventos climáticos extremos, que tendrían la consideración de riesgo operacional.

1. Véase el artículo «La financiación que piensa en verde» del IM04/2019.
2. En este sentido, el Acuerdo de París de 2015 representa un riesgo de transición impulsado por cambios normativos. En particular, los países signatarios acordaron limitar el calentamiento global por debajo de 2 ºC mediante una reducción drástica de las emisiones de efecto invernadero. Para ello se requerirán, entre otros, medidas regulatorias y grandes cambios en las políticas industriales y energéticas.
3. El riesgo tecnológico se asocia tanto a la velocidad y escala de las nuevas tecnologías como al grado de transformación y disrupción de los sectores ante estas nuevas tecnologías.
4. European Systemic Risk Board. «Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk». Reports of the Advisory Scientific Committee, n.º 6.
5. Véase Clara I. González y Soledad Núñez, 2019. «Mercados, entidades financieras y bancos centrales ante el cambio climático: retos y oportunidades», Working Papers 019-06, FEDEA.
6. Riesgo resultado del comportamiento de una clase de activos o un mercado. Algunos ejemplos incluyen revaluaciones sustanciales y abruptas del precio de los activos, que dejen a algunos activos en desuso.

En este contexto, la necesidad de evaluar e integrar los riesgos climáticos dentro del conjunto de riesgos que pueden afectar al sector financiero es compartida tanto por las entidades que forman parte del sector, como por reguladores y supervisores. No obstante, no es una tarea fácil, puesto que los riesgos climáticos presentan una serie de características que dificultan su **identificación, medición y valoración**:

- En primer lugar, **los riesgos físicos asociados al cambio climático son difíciles de percibir**. Concretamente, son de **ocurrencia y magnitud imprevisibles, tienen un amplio alcance** (son relevantes para múltiples sectores, líneas de negocio y zonas geográficas) y **el horizonte temporal en el que pueden materializarse** es largo, desconocido y, en buena parte, **superior a los horizontes de decisión tradicionales** de los distintos agentes económicos. En cambio, los efectos del cambio climático dependen de las acciones que se tomen hoy; y es precisamente este desajuste temporal entre acción e impacto (la llamada «tragedia del horizonte») lo que dificulta la percepción de los riesgos climáticos.[7]

- En segundo lugar, los **riesgos de transición son doblemente inciertos**. Por un lado, la trayectoria hacia una economía descarbonizada es en sí misma desconocida. En este sentido, puede que el cambio se haga rápidamente pero de forma poco coordinada y costosa (en cuyo caso los riesgos de transición serían especialmente elevados),[8] que se haga de forma gradual y ordenada (en cuyo caso los riesgos de transición serían bajos) o que la transición realizada sea insuficiente (en cuyo caso se dispararían los riesgos físicos). Por otro lado, dentro de cada trayectoria, los términos y condiciones para descarbonizar la economía son también inciertos.

- En tercer lugar, **es difícil medir el impacto para el sector financiero de los riesgos físicos y de transición**. En parte, esta dificultad se debe a la **falta de información corporativa** (de carácter público) **sobre el impacto financiero de los riesgos climáticos y su consideración a nivel estratégico**. Por ejemplo, no existe una **taxonomía estandarizada** que separe claramente las actividades verdes[9] de las que no lo son, y aclare cuán verde es cada actividad. Tampoco existen actualmente **unos estándares comunes de divulgación de información financiera relacionada con el clima**. Ello es relevante porque dificulta la transparencia, el establecimiento de marcos de referencia claros y la evaluación de cuestiones como qué compañías pueden aprovechar mejor las oportunidades que trae consigo una economía descarbonizada o qué empresas están más preparadas para afrontar los riesgos climáticos. Asimismo, esta falta de información puede llevar a una valoración incorrecta de algunos activos y a una asignación ineficiente del capital. En este contexto, son muy bienvenidas las iniciativas para establecer estándares comunes. Entre estas, destacan las recomendaciones del grupo de trabajo Task Force for Climate-related Financial Disclosures (TCFD), una iniciativa del Financial Stability Board para la divulgación corporativa de riesgos financieros asociados con el cambio climático. Con todo, hasta ahora, **las iniciativas sobre divulgación de riesgos climáticos han tenido un alcance limitado o han sido de carácter voluntario**.[10]

- Por último, **la falta de metodologías apropiadas dificulta la valoración de los riesgos climáticos** y su incorporación en los modelos internos de riesgo. El análisis de riesgos requiere del diseño de escenarios, del análisis del impacto económico y de la valoración de los riesgos financieros en cada escenario. La evaluación de los riesgos climáticos, además, requiere de un horizonte de previsión y análisis mucho más largo que el estándar.[11] Asimismo, estimar el impacto que tendrá el cambio climático sobre la economía en general, y sobre el sector financiero en particular, es una tarea compleja, más aún cuando los datos históricos tienen poca capacidad predictiva. Por ejemplo, el riesgo de transición verde no se ha observado antes, lo que dificulta su estimación con las herramientas actuales. Del mismo modo, tampoco se dispone de suficientes datos ni conocimiento científico como para valorar el impacto físico que puede tener un aumento de la temperatura global muy por encima de lo que se ha observado históricamente.[12] Finalmente, el análisis de escenarios es una práctica relativamente nueva y compleja, y muchos de los escenarios climáticos (como los elaborados por el IPCC)[13] están diseñados para aplicarse en la elaboración de políticas y en la investigación científica, y no tanto en los análisis corporativos y financieros.

En definitiva, **el cambio climático es un reto global** (tanto en sus causas como en sus consecuencias), **que exige soluciones globales y un elevado grado de coordinación** entre todos los agentes y sectores económicos. En este contexto, una **transición temprana, gradual, ordenada y justa hacia una economía descarbonizada** es clave para reducir el potencial impacto de los riesgos climáticos sobre la economía en general, y sobre el sector financiero en particular. En este sentido, también es importante que el sector financiero disponga de las herramientas, metodologías y estándares necesarios para poder valorar y gestionar adecuadamente los riesgos financieros asociados al cambio climático. De este modo, el sector podrá contribuir de forma efectiva a impulsar el cambio.

Roser Ferrer

7. Bank of England (2015). Discurso de Mark Carney. *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability.*
8. Por ejemplo, un reconocimiento tardío de la importancia de controlar las emisiones podría resultar en una implementación abrupta de restricciones y regulaciones sobre el uso de fuentes de energía intensivas en combustibles fósiles (modo *catch up*).
9. En este sentido, destaca en positivo el trabajo de la Comisión Europea para apoyar una futura legislación sobre taxonomía sostenible a nivel europeo.
10. Bank of England (2019). Discurso de Mark Carney. *TCFD: strengthening the foundations of sustainable finance.*
11. Globalmente, los marcos regulatorios financieros tienden a centrarse en los riesgos sobre la estabilidad financiera a 2-3 años, por lo que no están diseñados para capturar riesgos poco convencionales a largo plazo.
12. Véase también el artículo «El reto climático: el futuro del planeta en juego» de este mismo Dossier.
13. Intergovernmental Panel on Climate Change.

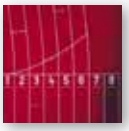
A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research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

Te recomendamos:

Dinero y criptomonedas en la nueva economía digital

Analizamos cómo las tecnologías digitales están revolucionando el dinero, los métodos de pago y la política monetaria, y profundizamos sobre el Proyecto Libra presentado por Facebook.

Tomando el pulso a la competitividad de la economía española: parte I



¿Cómo ha evolucionado la productividad de la economía española en los últimos años? ¿Cómo compara con los principales socios europeos? ¿Qué explica las diferencias?

Alemania: ¿por qué la locomotora europea está perdiendo gas?

Alemania se ha desacelerado notablemente y su actividad incluso se ha contraído en algún trimestre. ¿Qué hay detrás del enfriamiento de su economía? ¿Qué cabe esperar en adelante?

El potencial del Reino Unido para España tras el *brexit*

Analizamos en qué medida será más difícil para las empresas españolas establecer relaciones con el Reino Unido tras el *brexit*.

Informe sectorial agroalimentario

Presentamos el primer informe sectorial dedicado al sector agroalimentario español, en el que repasamos la situación y las perspectivas del sector y analizamos el papel del mercado exterior y su estructura productiva.

Informe sectorial turismo

Situación y perspectivas del sector turístico español en el segundo semestre de 2019, con un análisis basado en los principales indicadores y el *big data*.

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618