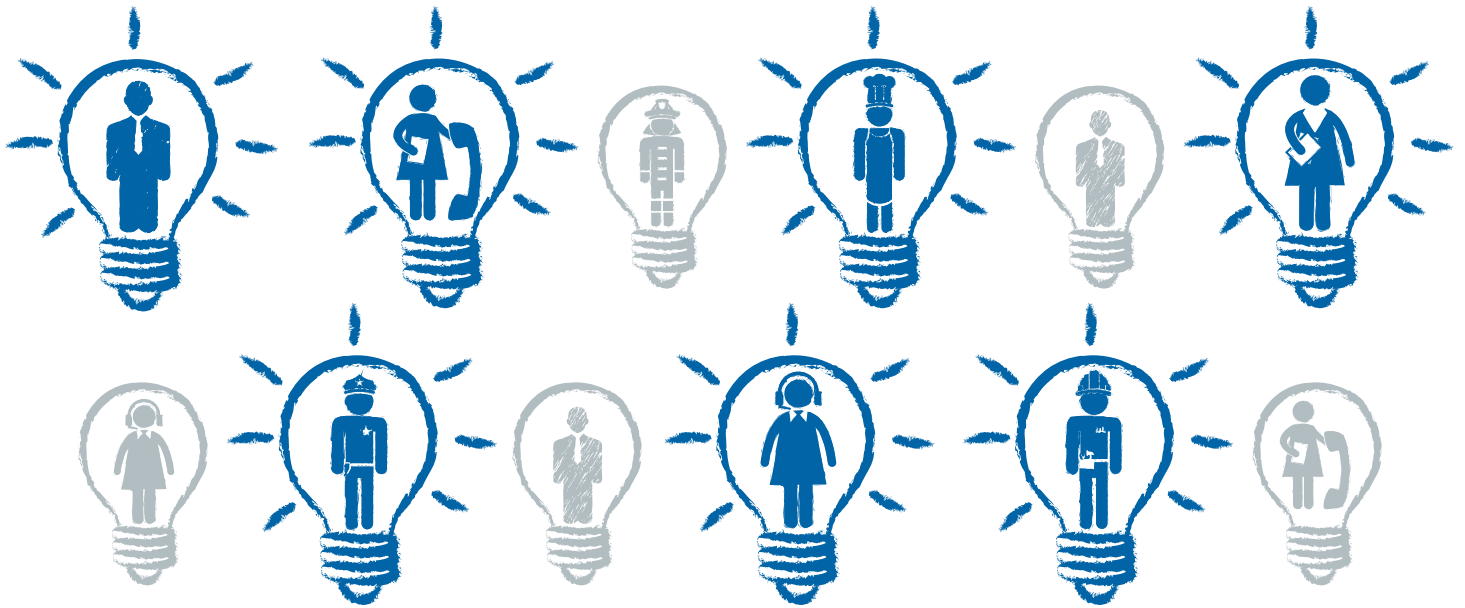


IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 393 | SEPTIEMBRE 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Gestión de activos: un sector en expansión en el radar del regulador

ECONOMÍA INTERNACIONAL

EE. UU.: ¿expansión robusta e inicio de las subidas de tipos?

UNIÓN EUROPEA

¿Cuáles son los pasos imprescindibles para completar la unión económica y monetaria en la eurozona?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El turismo en España: más resistente y competitivo

DOSSIER: POLÍTICAS PARA ACTIVAR EL MERCADO LABORAL

El legado de la crisis y cómo acelerar la creación de empleo

El seguro de desempleo: ¿se puede mantener la red de seguridad al tiempo que se incentiva la búsqueda de trabajo?

¿Cómo se puede mejorar la eficacia de los servicios públicos de empleo?

Políticas activas de empleo: ¿son eficaces la formación y los subsidios al empleo para la reinserción profesional del parado?



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL

Septiembre 2015

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas, etc.):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de agosto de 2015

Jordi GualDirector Ejecutivo de Planificación
Estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Gestión de activos: un sector en expansión en el radar del regulador*10 *ETF: un nuevo producto estrella de los mercados financieros***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *EE. UU.: ¿expansión robusta e inicio de las subidas de tipos?*16 *América Latina: el reto del ajuste fiscal***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Cuáles son los pasos imprescindibles para completar la unión económica y monetaria en la eurozona?*22 *Políticas monetarias expansivas y agregados monetarios***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Salarios y ciclo económico: una aproximación mediante la curva de Phillips*28 *El turismo en España: más resistente y competitivo*29 *El precio de la vivienda: una recuperación por barrios***32 DOSSIER: POLÍTICAS PARA ACTIVAR
EL MERCADO LABORAL**32 *El legado de la crisis y cómo acelerar la creación de empleo*
Oriol Aspachs34 *El seguro de desempleo: ¿se puede mantener la red de seguridad al tiempo que se incentiva la búsqueda de trabajo?*
Àlex Ruiz36 *¿Cómo se puede mejorar la eficacia de los servicios públicos de empleo?*
Josep Mestres Domènech38 *Políticas activas de empleo: ¿son eficaces la formación y los subsidios al empleo para la reinserción profesional del parado?*
Maria Gutiérrez-Domènech

China y el dilema de la política monetaria en EE. UU.

El verano que ahora termina ha estado marcado por las crecientes dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en China y sus aparatosas consecuencias sobre los mercados financieros, en términos del intenso repunte de la volatilidad y de las fuertes caídas en las bolsas. Ante el estallido de su burbuja bursátil, y para afrontar también los riesgos de desaceleración brusca de la economía, el Gobierno chino ha adoptado, entre otras, unas políticas de mayor relajación monetaria, a través tanto de la devaluación del renminbi como de la inyección de liquidez en los mercados: bajada de tipos y reducción del coeficiente de caja.

Estas medidas son una reacción lógica a la situación económica y financiera interna, puesto que los gestores de la política monetaria consideran que tienen margen para relajar las condiciones financieras, dado que la inflación se sitúa por debajo del 2%. Si bien es verdad que el nivel de endeudamiento de los agentes económicos ha subido ya mucho en los últimos tiempos, también es cierto que el Estado chino dispone de amplios recursos, especialmente en reservas internacionales, para hacer frente a posibles crisis financieras. Pero la reacción de las autoridades chinas también debe leerse como la respuesta a un entorno monetario internacional que ha sido crecientemente adverso para China. El país ha permitido una sustancial apreciación del renminbi en los últimos años, aunque, más recientemente, ha mantenido un tipo de cambio bastante estable frente al dólar. En un contexto de creciente disparidad (real y esperada) entre la política monetaria norteamericana y la de otros grandes bloques monetarios (euro, yen y libra esterlina), esta política conducía a una nueva apreciación del renminbi frente a las monedas de muchos de los socios comerciales chinos. Con sus decisiones, el Gobierno también ha querido alterar esta tendencia.

Los interrogantes sobre el crecimiento del gigante asiático, así como las dudas sobre otros países emergentes importantes y la fragilidad exhibida por los mercados financieros, colocan a la Reserva Federal (Fed) en una posición compleja. En sus próximas reuniones tendrá que decidir si inicia la subida de tipos que anunció tentativamente antes del verano. Lo acontecido no contribuye a que cumpla sus planes iniciales. Sin embargo, existen poderosas razones por las cuales la autoridad monetaria estadounidense no debiera postergar mucho más el inicio de la normalización gradual de su política monetaria. Los argumentos de orden interno (crecimiento robusto, desempleo ya muy bajo e inflación estable) son bastante claros y, en última instancia, el mandato de la Fed es responder a la evolución de estas variables.

Pero en esta ocasión debe añadirse un serio argumento de orden externo. El banco central estadounidense ejerce un papel primordial en el sistema monetario internacional y la posición cíclica de la economía norteamericana le permite iniciar una senda de política monetaria contractiva en términos relativos, es decir, en relación con lo que está sucediendo en las otras zonas monetarias importantes. Este cambio de rumbo es relevante y necesario para detener la escalada de expansión global de la liquidez en la que se han enzarzado, desde hace unos años, los principales bancos centrales. Esta *guerra* de políticas monetarias ha tenido efectos en términos de devaluaciones competitivas y ha generado un entorno global de tipos de interés anormalmente bajos. Esta dinámica dificulta la asignación correcta de las inversiones y provoca burbujas especulativas en activos reales y financieros, con un exceso de apalancamiento y toma de riesgos por parte de muchos agentes.

Es verdad que ejercer ese papel de liderazgo tiene un coste para EE. UU., principalmente en términos de la apreciación de su divisa, con el consiguiente impacto en la demanda externa neta. Pero es un coste que la economía norteamericana puede absorber con relativa comodidad, de la misma manera que puede asumir el impacto indirecto procedente de la ralentización del crecimiento en las economías emergentes. Las perspectivas, de todos modos, apuntan a que los acontecimientos del verano pueden alterar los planes de la Fed. Las circunstancias políticas (inicio de la campaña de primarias para la elección presidencial) y la gran presión que supone la evolución a la baja de los mercados de valores juegan a favor de una postergación del inicio de la normalización monetaria.

Si se confirma este escenario, la decisión se presentará en términos de los riesgos asociados a cometer un error en este momento. Y es posible que así sea, que a corto plazo sean peores las consecuencias de equivocarse por subir tipos que por no subirlos. Pero, ¿y las consecuencias a largo plazo? Ahí es posible que precisamente el balance de riesgos se incline por iniciar el alza, una alternativa que (aunque costosa a corto plazo) podría acabar evitando graves situaciones de inestabilidad financiera a largo plazo.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de agosto de 2015

CRONOLOGÍA

AGOSTO 2015

- 11 El Banco Popular de China anuncia un nuevo mecanismo para la determinación del tipo de cambio del yuan, y **este se deprecia un 3,0% respecto al dólar estadounidense en una semana.**
- 19 Se aprueba el **tercer programa de ayuda financiera para Grecia** por un importe de 86.000 millones de euros y sin la participación inicial del FMI. El primer ministro griego, Alexis Tsipras, anuncia la convocatoria de **elecciones anticipadas.**

JULIO 2015

- 5 **Grecia rechaza en referéndum** el plan de acuerdo propuesto por las instituciones europeas.
- 31 El Gobierno español presenta de forma anticipada los **Presupuestos Generales del Estado** para 2016.

JUNIO 2015

- 26 El **Gobierno griego convoca un referéndum** sobre la aceptación de la última oferta de acuerdo de las instituciones europeas para el día 5 de julio.
- 30 Grecia no paga el vencimiento de 1.600 millones de euros de **deuda al Fondo Monetario Internacional.**

MAYO 2015

- 7 Mayoría absoluta de los conservadores en las **elecciones del Reino Unido**, marcada por la promesa de convocar un referéndum sobre la permanencia del país en la Unión Europea.

ABRIL 2015

- 7 El **Tesoro español coloca letras a seis meses a tipo de interés negativo** por primera vez en la historia.

MARZO 2015

- 9 El **Banco Central Europeo inicia las compras de bonos soberanos.** Se establece un límite a la rentabilidad de los bonos adquiridos, que debe ser al menos igual a la ofrecida por la facilidad de depósito, actualmente fijada en el -0,20%.

AGENDA

SEPTIEMBRE 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 3 Consejo de Gobierno del BCE.
- 10 Índice de producción industrial (julio).
- 16 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 Encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (julio).
- 21 Comercio exterior (julio).
- 29 Índice de sentimiento económico de la eurozona (septiembre).
Avance IPC (septiembre).
Ejecución presupuestaria del Estado (agosto).
- 30 Balanza de pagos (julio).
Posición de inversión internacional neta (2T).
Tasa de ahorro de los hogares (2T).

OCTUBRE 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 7 Índice de producción industrial (agosto).
- 15 Cuentas financieras (2T).
Consejo Europeo.
- 16 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (agosto).
- 22 Consejo de Gobierno del BCE.
Comercio exterior (agosto).
Encuesta de población activa (3T).
- 27 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
Ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
- 29 Avance IPC (octubre).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (octubre).
Avance PIB de EE. UU. (3T).
- 30 Avance PIB (3T).
Balanza de pagos (agosto).

Las economías avanzadas mantienen el rumbo

A pesar de las turbulencias financieras, la expansión de las economías avanzadas sigue su curso. En julio y agosto, la situación económica ha tendido a moverse de acuerdo con lo esperado en la mayor parte de los países avanzados, pero no así en los emergentes. Las dudas que afectan al principal de estos últimos, China, son precisamente uno de los factores que subyace a los recientes episodios de volatilidad en los mercados financieros. Así, la publicación de indicadores de actividad que confirman una pérdida de pulso económico más intensa de lo previsto ha conducido a las autoridades chinas a devaluar el yuan. Esta decisión, lejos de tranquilizar a los inversores, ha acrecentado sus dudas sobre el auténtico estado de la economía, lo que, a su vez, ha provocado diferentes episodios de volatilidad que han afectado a las bolsas, las divisas emergentes y las materias primas. Tras dichos episodios, el escenario final ha sido una corrección bastante generalizada de los activos de riesgo. Por ejemplo, en agosto, la bolsa norteamericana cedió un 6,3% y el Eurostoxx 50 europeo, un 9,2%, caídas en todo caso inferiores a las correcciones de la bolsa de Shanghái (-12,5%) o del petróleo (-14,9%). El hecho de que las recesiones de Rusia y Brasil hayan empeorado ha ampliado la desconfianza hacia los emergentes en su conjunto.

Con la atención centrada en la Reserva Federal, EE. UU. crece sin excesivas tensiones de precios. El frente estrictamente macroeconómico se ha movido por coordenadas ya conocidas: después de un 1T atípicamente débil, en el 2T el PIB creció un considerable 0,9% intertrimestral, gracias al dinamismo del consumo y de las exportaciones. Asimismo, los datos de actividad sugieren que el principio del 3T también ha sido expansivo. La recuperación se está consolidando sin que el IPC registre tensiones apreciables (incluso el crecimiento de los salarios está siendo contenido, a pesar del robusto avance de la creación de empleo en los últimos meses). En este contexto, la principal incertidumbre a corto plazo atañe al momento en que la Reserva Federal empezará a subir su tipo de referencia. La volatilidad financiera global es un factor al que la Fed podría ser sensible, si bien la solidez de la recuperación justificaría el inicio de la normalización de tipos. Por lo que se refiere a Japón, a pesar de que el PIB del 2T quedó por debajo de lo esperado debido a la debilidad del consumo y al retroceso exportador por la caída de la demanda china, la revisión al alza del 1T y la evolución de los indicadores más recientes hacen esperar un 2S de mayor crecimiento.

En Europa, el principal foco de incertidumbre, Grecia, se contiene pero no se apaga. En la eurozona, la economía afianza su curso de crecimiento, conforme a lo previsto. En el 2T creció algo menos que en el 1T, pero los indicadores de julio y agosto sugieren que la expansión se consolida. Con el 1S completado, se constata que la recuperación ya alcanza a todos los países de la eurozona (con la salvedad conocida de Grecia), si bien con amplias divergencias en materia de intensidad, puesto que se combinan el vigor de Alemania o España con los ritmos más tibios de Francia o Italia. Por lo que se refiere a Grecia, se ha aprobado el tercer programa de ayuda financiera por un importe de 86.000 millones de euros (equivalentes al 48% del PIB). El programa contiene reformas estructurales exigentes (privatizaciones y reformas fiscal, laboral y de pensiones) y su implementación se someterá a una estrecha vigilancia. La no reestructuración de la deuda (que ha motivado que el FMI no participe en el esquema) no permite despejar las dudas sobre la sostenibilidad de esta última, aunque es probable que más adelante se suavicen los vencimientos. En cualquier caso, creemos que la dinámica económica griega se mantendrá como foco de incertidumbre puntual en el futuro. En este sentido, el próximo hito que se deberá seguir son los resultados de las elecciones anticipadas convocadas para mediados de septiembre.

La demanda interna, motor del crecimiento económico en España. Fruto del buen tono de la demanda interna, y en especial del consumo, el crecimiento se aceleró en el 2T hasta el 1,0% intertrimestral. Este ritmo de avance del PIB se explica en gran medida por el efecto expansivo de distintos factores de apoyo temporal (algunos globales, como el abaratamiento de las materias primas, la depreciación del euro y la expansión monetaria del BCE; otros internos, como la rebaja fiscal). A tenor de los indicadores disponibles, la expansión económica se prolonga sin excesivos cambios en el inicio del 2S con un protagonismo reiterado del consumo privado. Otros aspectos positivos cimentan las buenas perspectivas a corto plazo. La temporada turística está siendo excelente, lo que hace esperar un año histórico en este campo. La creación de empleo sigue siendo sólida y alcanza a todas las ramas de actividad. La aceleración del crédito, especialmente el destinado a las pymes, es notable, al tiempo que la morosidad va disminuyendo de forma progresiva. En este contexto positivo, y amparado en un cuadro macroeconómico favorable, en el proyecto de los Presupuestos Generales del Estado presentado en julio se prevé la continuidad del proceso de reducción del déficit público en 2016 (hasta el 2,8% del PIB).

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2013	2014	2015	2016	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,3	3,3	3,2	3,7	3,1	3,1	3,2	3,3	3,7	3,8
Países desarrollados	0,9	1,6	2,0	2,3	1,7	1,9	2,1	2,3	2,4	2,3
Estados Unidos	1,5	2,4	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,8	3,1	2,8
Eurozona	-0,3	0,9	1,4	1,8	1,0	1,2	1,7	1,8	1,9	1,8
Alemania	0,4	1,6	1,6	1,9	1,1	1,6	2,0	1,8	2,0	2,0
Francia	0,7	0,2	1,1	1,5	0,9	1,0	1,2	1,4	1,2	1,4
Italia	-1,7	-0,4	0,6	1,2	0,1	0,5	0,9	1,1	1,1	1,2
España	-1,2	1,4	3,1	2,6	2,7	3,1	3,4	3,4	3,1	2,6
Japón	1,6	-0,1	1,0	1,2	-0,8	0,7	2,0	2,0	1,2	1,8
Reino Unido	1,7	3,0	2,3	2,1	2,9	2,6	2,2	1,7	1,9	1,8
Países emergentes	6,2	5,9	5,0	5,6	5,1	5,0	5,0	5,0	5,5	5,8
China	7,7	7,4	6,7	6,5	7,0	7,0	6,6	6,4	6,7	6,5
India ²	6,9	7,3	7,1	7,2	7,5	7,0	7,0	7,2	7,2	7,2
Indonesia	5,6	5,0	5,2	5,9	4,7	4,7	5,6	5,7	5,7	5,8
Brasil	2,7	0,1	-1,8	0,4	-1,6	-2,6	-1,8	-1,3	-1,5	0,5
México	1,4	2,1	2,5	3,3	2,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,2
Chile	4,2	1,9	2,3	3,2	2,5	1,9	2,4	2,2	2,0	3,5
Rusia	1,3	0,6	-3,7	-0,2	-2,2	-4,6	-4,2	-3,8	-1,5	-0,2
Turquía	4,2	2,9	3,3	4,0	2,3	3,2	3,6	3,9	3,8	4,0
Polonia	1,7	3,5	3,5	3,7	3,4	3,6	3,5	3,6	3,7	3,6
Sudáfrica	2,3	1,6	2,2	2,7	2,0	2,0	2,4	2,4	2,6	2,7
INFLACIÓN										
Mundial¹	3,7	3,3	3,0	3,5	2,6	3,1	3,1	3,4	3,6	3,6
Países desarrollados	1,4	1,3	0,3	1,7	0,1	0,1	0,2	0,8	1,7	1,5
Estados Unidos	1,5	1,6	0,2	2,0	-0,1	0,0	0,2	0,8	2,1	1,9
Eurozona	1,4	0,4	0,2	1,4	-0,3	0,2	0,2	0,8	1,5	1,2
Alemania	1,6	0,8	0,3	1,5	-0,1	0,4	0,2	0,9	1,6	1,4
Francia	1,0	0,6	0,3	1,4	-0,2	0,3	0,4	0,8	1,5	1,4
Italia	1,3	0,2	0,3	1,4	-0,1	0,1	0,5	0,9	1,5	1,4
España	1,4	-0,2	-0,2	1,3	-1,0	-0,3	-0,2	0,6	1,6	1,1
Japón ³	0,4	2,7	0,9	1,4	2,3	0,5	0,2	0,8	1,5	1,2
Reino Unido	2,6	1,5	0,3	1,6	0,1	0,0	0,2	0,7	1,2	1,6
Países emergentes	4,4	3,8	4,2	4,1	3,0	4,5	4,5	4,7	4,2	0,0
China	2,6	2,0	1,3	1,9	1,2	1,4	1,2	1,4	1,3	2,0
India	10,1	7,2	5,6	6,3	5,3	5,1	4,9	6,9	8,1	7,3
Indonesia	6,4	6,4	6,3	5,2	6,5	7,0	6,7	5,1	4,7	5,3
Brasil	6,2	6,3	8,7	6,2	7,7	8,5	9,4	9,2	7,0	6,2
México	3,8	4,0	3,0	3,3	3,1	2,9	2,9	3,0	3,3	3,5
Chile	2,1	4,4	4,1	3,3	4,4	4,2	4,1	3,9	3,8	3,3
Rusia	6,8	7,8	15,0	6,6	16,2	15,8	15,3	12,5	8,0	7,0
Turquía	7,5	8,9	7,3	6,5	7,5	7,7	7,5	6,6	6,5	6,2
Polonia	1,2	0,2	-0,4	1,7	-1,2	-0,8	-0,2	0,6	1,4	1,5
Sudáfrica	5,8	6,1	4,9	5,8	4,1	4,6	4,7	6,1	6,9	5,7

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en abril de 2014.

Previsiones

Economía española

	2013	2014	2015	2016	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	3,5	2,4	3,5	3,5	3,5	3,2	3,0	2,5
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,1	1,3	-0,1	0,2	1,0	1,4	2,7	0,8	0,1
Formación bruta de capital fijo	-3,7	3,4	6,0	4,4	6,1	6,1	6,0	5,7	5,3	4,2
Bienes de equipo	5,6	12,3	8,8	5,6	9,6	9,2	8,4	8,0	7,8	5,4
Construcción	-9,2	-1,4	5,0	3,7	5,0	5,1	5,4	4,7	4,0	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,2	3,3	2,3	3,1	3,3	3,3	3,5	3,1	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	4,8	6,0	5,0	6,0	3,4	4,9	5,9	5,9
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,7	5,8	5,3	7,0	7,2	3,5	5,5	6,3	5,2
Producto interior bruto	-1,2	1,4	3,1	2,6	2,7	3,1	3,4	3,4	3,1	2,6
Otras variables										
Empleo	-3,2	1,2	3,0	2,5	2,8	2,9	3,1	3,0	2,9	2,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,4	22,4	20,8	23,8	22,4	21,6	21,7	22,0	20,7
Índice de precios de consumo	1,4	-0,2	-0,2	1,3	-1,0	-0,3	-0,2	0,6	1,6	1,1
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	0,5	1,7	1,0	-0,1	0,1	0,9	0,3	1,8
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	0,8	1,7	1,5	1,0	1,2	1,4	1,7	1,6	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	1,2	2,3	2,1	1,3	1,8	2,0	2,3	2,2	2,2
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-6,8	-5,8	-4,8	-3,3						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,31	0,98	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,92
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,38	1,21	0,26	0,28	0,35	0,64	0,89	1,10
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,87	1,73	0,66	0,73	0,86	1,22	1,47	1,64
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,79	1,82	0,58	0,59	0,73	1,24	1,55	1,73
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,31	3,31	1,97	2,16	2,28	2,81	3,12	3,25
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,00	0,02	0,05	-0,01	-0,02	-0,02	-0,01	0,01
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,19	0,28	0,26	0,17	0,17	0,17	0,19	0,23
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,21	0,02	-0,18	-0,22	-0,23	-0,20	-0,13	-0,03
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,65	1,48	0,35	0,53	0,73	1,00	1,22	1,39
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,33	1,10	1,04	1,13	1,11	1,10	1,08	1,04	1,02
¥/€	129,65	140,42	134,80	129,59	134,30	134,25	136,66	133,99	131,18	128,96
£/€	0,85	0,81	0,72	0,69	0,74	0,72	0,71	0,70	0,70	0,69
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	60,36	69,34	55,19	63,43	59,49	63,32	66,39	68,62
Brent (€/barril)	81,68	74,54	54,78	66,93	49,07	57,64	53,58	58,85	63,69	67,04

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

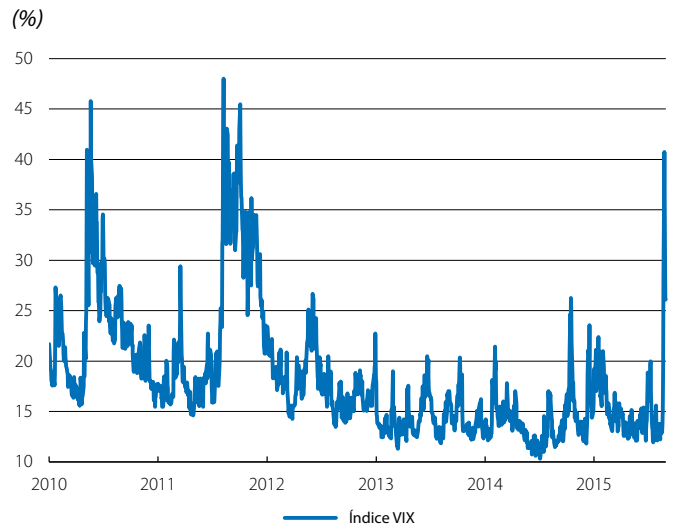
COYUNTURA · Tormentas estivales

El foco de tensiones se desplaza de Grecia a China. El verano está siendo muy agitado en los mercados internacionales. Las turbulencias del tramo final de junio y de los primeros compases de julio por el temor al *grecxit* dieron paso a unas semanas de sosiego inversor. Dos factores principales ayudaron a recuperar la calma. En primer lugar, la consecución, a mediados de julio, de un acuerdo entre el Gobierno griego y las instituciones europeas sobre las múltiples reformas que deberá abordar el país. Esto puso las bases para la aprobación del tercer programa de rescate, que se espera que proporcione un marco estable al menos durante una temporada. En segundo lugar, los sólidos datos de coyuntura económica publicados en EE. UU. y la eurozona (con un papel destacado de España). Sin embargo, las tensiones reaparecieron pronto y con virulencia, esta vez con origen en China. Una serie de datos de crecimiento más débiles de lo esperado, junto con el anuncio de una modesta devaluación del yuan, dispararon el miedo a un grave deterioro de la segunda economía mundial. La bolsa de Shanghái se desplomó y esto provocó fuertes temblores a nivel internacional, en buena medida amplificados por la escasa liquidez habitual en las fechas veraniegas.

Los inversores redirigen la mirada hacia la Reserva Federal con una mezcla de temor y esperanza. La preocupación por las dinámicas de la economía china y sus repercusiones globales ha realzado, más si cabe, la importancia de los planes de normalización monetaria de la Reserva Federal (Fed). Desde hace algunos meses, la perspectiva de subida de tipos en EE. UU. y la consiguiente tendencia a la apreciación del dólar han sido un factor de presión bajista sobre los mercados emergentes (también muy penalizados por las debilidades internas de algunos de ellos) y las cotizaciones de las materias primas (en las que además incide la abundancia de oferta de muchos productos). Los eventos recientes en China añaden aún más complejidad a ese panorama. Muchos inversores consideran que la Fed debería recalibrar sus planes y demorar la subida de tipos. De hecho, ahora el mercado monetario la descuenta para finales de 2015 o principios de 2016, y lo más probable es que así acabe siendo (hace apenas dos meses, se esperaba para septiembre). No obstante, abordar la normalización de manera suave pero decidida es, posiblemente, la mejor contribución que la Fed puede hacer de cara a la estabilidad macroeconómica y financiera global a medio plazo.

El clima de elevada volatilidad en los mercados de activos no es el mejor para que la Fed suba tipos. Esta es la principal consideración que nos lleva a fechar la primera subida de tipos oficiales en diciembre en lugar de septiembre. Es previsible que para entonces los mercados bursátiles y de materias primas hayan dejado atrás la actual fase de variaciones extremas. Valga indicar, como referencia, que entre mediados de julio y agosto el precio del barril de petróleo Brent acumuló descensos del 30% y luego subió un 25% en apenas tres sesiones. Por su parte, el Ibex cayó un 18% y posteriormente rebotó casi un 10%. Además del factor estacional, estos episodios vuelven a poner de manifiesto que la liquidez de mercado ha menguado tras las regulaciones restrictivas de los últimos años sobre entidades antes muy activas como creadoras de mercado.

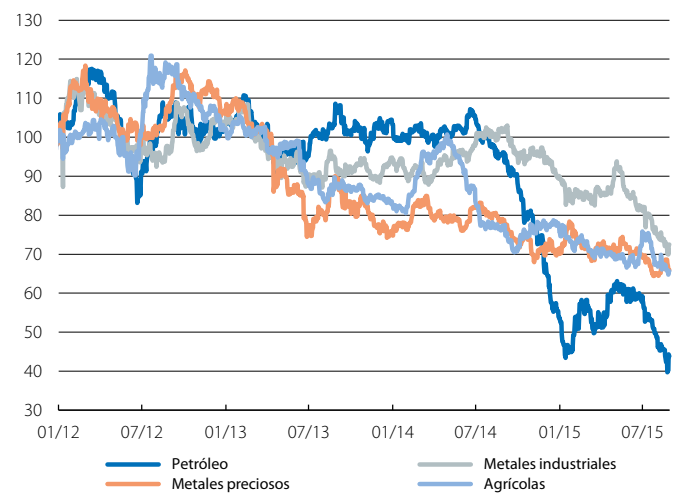
Volatilidad implícita en los mercados financieros



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

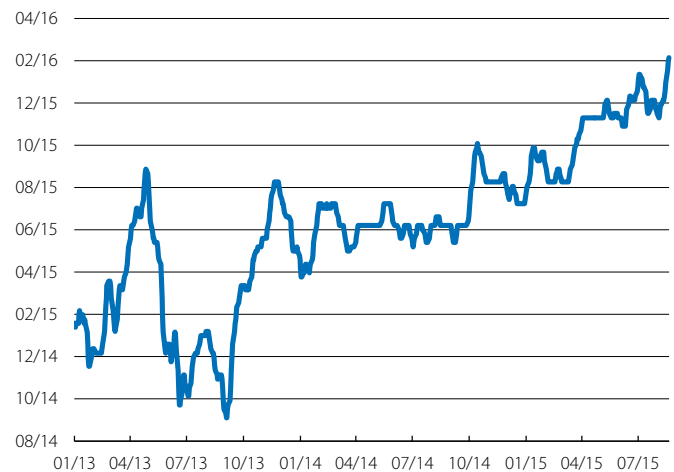
Precio de las materias primas

Índice (100 = enero 2012)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: mes previsto de la primera subida del tipo de interés oficial *



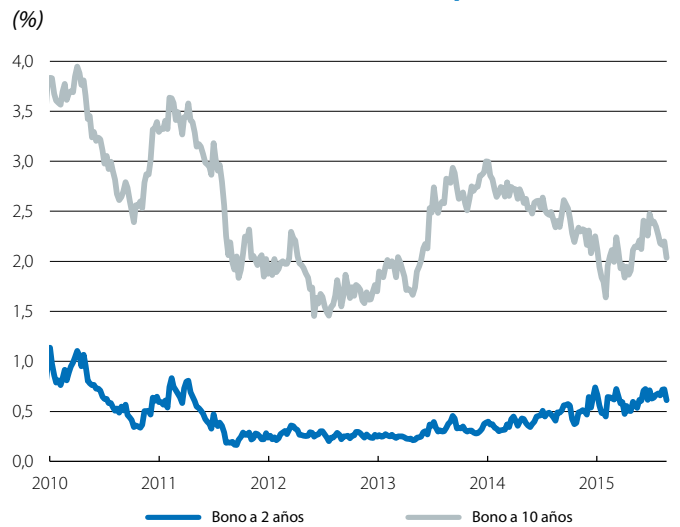
Nota: * Expectativa basada en los futuros sobre el federal funds rate.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

La desaceleración de China no es la antesala de una recesión, y mucho menos global. Más allá de las vicisitudes del corto plazo, interpretamos que los acontecimientos recientes en China forman parte del largo y tortuoso proceso de cambio estructural del modelo económico del país, que, por su naturaleza, entraña una desaceleración. Seguimos confiando en que las autoridades chinas conseguirán su propósito de manera compatible con un aterrizaje suave de la actividad económica. Resultan exageradas las críticas por la aparente incapacidad de atajar el *crash* bursátil, entre otras cosas, porque sus efectos nocivos son modestos (dado el limitado papel de la bolsa en la economía china). Parece minusvalorarse, en cambio, el compromiso con las reformas para ampliar el papel de las fuerzas libres del mercado, incluyendo la determinación del tipo de cambio, que permite avanzar en la internacionalización del yuan y en la progresiva apertura de la cuenta de capitales del país. Con todo, la economía china presenta áreas oscuras, como el elevado apalancamiento en segmentos del sector empresarial y de los Gobiernos locales, o la salud de los balances bancarios, que hacen pensar que el tono de debilidad (y desconfianza) puede prolongarse. El banco central chino (PBOC) recortó los tipos oficiales en agosto y es muy probable que vuelva a hacerlo, además de practicar devaluaciones adicionales de manera controlada. Esto tendrá un impacto bajista sobre la inflación en EE. UU. y la eurozona, modesto pero suficiente para que la Fed y el BCE lo tomen en consideración.

La Fed señala que extremará la gradualidad pero no abortará la normalización monetaria. Antes de las tensiones chinas, en la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 29 de julio, la Fed constató la buena situación y perspectivas de la economía estadounidense, la solidez del mercado laboral y la mejora del mercado inmobiliario. De hecho, el comunicado condicionó la primera subida del tipo rector al observar tan solo ligeras mejoras adicionales en los datos de empleo. El pronóstico respecto a la inflación fue menos contundente, aunque inclinado hacia un escenario de aumento paulatino de la misma, a medida que se disipen los efectos del descenso de la energía. El *shock* chino y la volatilidad de los mercados han modulado el discurso de la Fed, pero sin alterar la esencia. Diversos miembros de la entidad han indicado que la fecha de la primera subida podría aplazarse, pero no mucho. De singular importancia fueron los comentarios del vicepresidente, Stanley Fischer, ya a finales de agosto, en los que abogaba por iniciar la subida de tipos en los próximos meses basándose en una visión optimista de la economía y anticipando que la inflación tenderá al alza en los próximos meses.

La tasa interna de rentabilidad (TIR) del *treasury* a dos años alcanza máximos desde 2011, y la de 10 años descende. Los mensajes de la Fed sobre el inexorable inicio de la subida de tipos oficiales y la fortaleza de los indicadores de actividad se han dejado notar en la parte corta de la curva de deuda soberana. La tasa del bono a dos años se sitúa por encima del 0,7%, su nivel más alto en cuatro años. En contraposición, la TIR del bono a 10 años ha flexionado a la baja hasta el entorno del 2,20%, debido al retroceso de las expectativas de inflación y a la fuerte demanda de activos refugio ante los dos episodios de inestabilidad desatados entre junio y agosto.

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



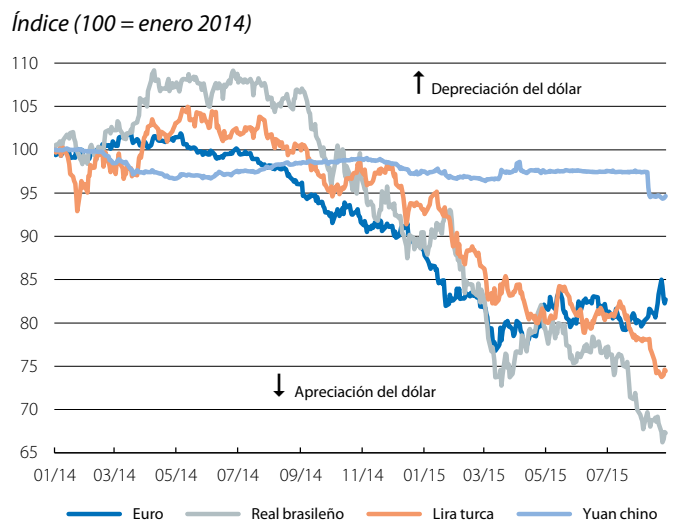
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

China: índice de la bolsa de Shanghai



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Cotización de diferentes divisas frente al dólar



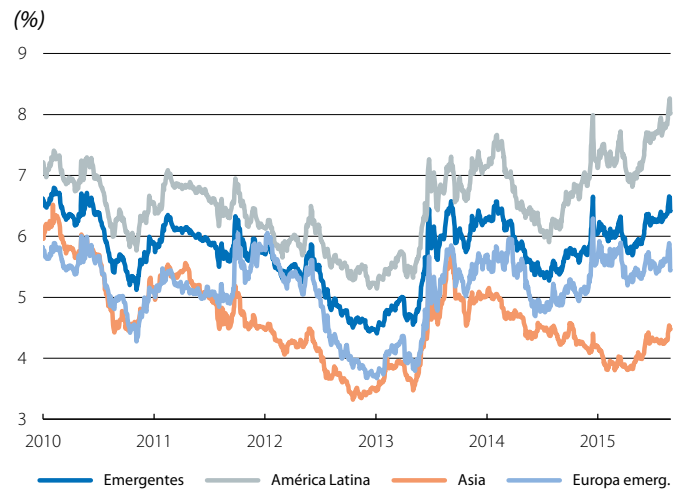
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

El entorno financiero emergente permanecerá bajo presión en los próximos meses. Al débil aspecto del cuadro macroeconómico en buena parte del área emergente se suman los factores de carácter externo mencionados. En concreto, las decisiones de la Fed en materia de tipos de interés, las crecientes dudas en torno al crecimiento en China y, vinculado en gran medida a este último desarrollo, el descenso del precio de las materias primas constituyen importantes retos para los países emergentes. En este contexto, los flujos de salida de capitales persisten, a la par que las divisas y las bolsas han seguido debilitándose (con mayor intensidad tras la devaluación del yuan). Aun así, el deterioro del entorno financiero no ha alcanzado a los mercados de deuda soberana de la región, y los *spreads* han mantenido una estabilidad reseñable. Aunque cabe esperar que el sentimiento inversor se mantenga frágil hacia el bloque emergente y la volatilidad elevada de cara a los próximos trimestres, no anticipamos turbulencias graves y persistentes, a diferencia de lo sucedido en 2013.

Entre tanto, los mercados de deuda soberana de la eurozona evolucionan favorablemente. Tras el desenlace satisfactorio de la cuestión griega, las TIR periféricas reanudaron la senda descendente y borraron con facilidad los repuntes registrados en junio y julio. Un punto de apoyo poderoso han sido los prometedores registros de crecimiento en países como España o Italia. Otro, los mensajes del BCE en favor de dar continuidad, e incluso ampliar, los estímulos monetarios. Sin embargo, es importante no olvidar los riesgos que todavía amenazan a las economías de la periferia europea. En particular los relacionados con los elevados niveles de endeudamiento (internos y externos) y las citas electorales en Grecia, España y Portugal en otoño. Probablemente este último punto limite el margen para estrechamientos adicionales de la prima de riesgo española frente a la italiana o la portuguesa, si bien el tono de fondo de la deuda española seguirá siendo de relativa fortaleza.

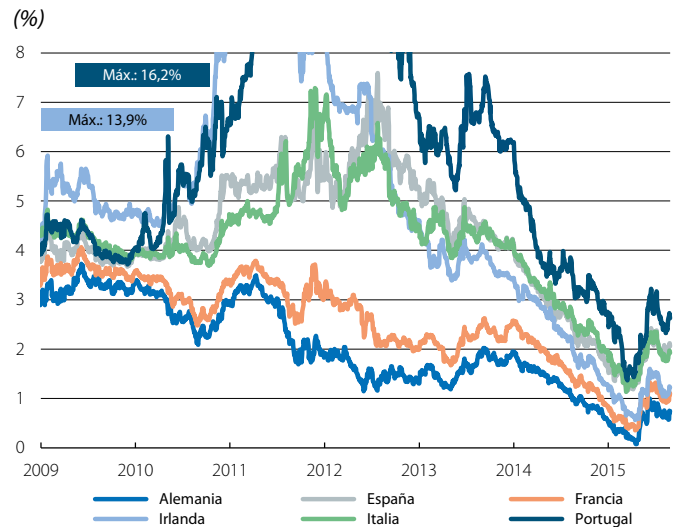
Las bolsas desarrolladas siguen inmersas en una fase de corrección con una volatilidad disparada. El índice VIX de volatilidad implícita de las opciones sobre el S&P 500 ha alcanzado cotas similares a las observadas durante los episodios de crisis en 2010 y 2011. Además del factor chino, la bolsa de EE. UU. está pagando la factura de unos niveles de sobrecompra y exceso de optimismo muy acusados en la primavera. En este sentido, el balance de la campaña de resultados corporativos del 2T en EE. UU. fue más un lastre que un propulsor de las cotizaciones. La tasa de variación interanual de los beneficios de las empresas del S&P 500 fue negativa (-3%) y los datos de ventas siguen sin levantar vuelo. A nivel sectorial, la disparidad fue muy acusada. La cruz la encarna el fuerte deterioro de las cuentas del sector energético a causa del desplome del petróleo. La cara está representada por el sólido desempeño del sector bancario y biotecnológico. En Europa, el perfil ha sido más positivo: el avance de los beneficios se acelera hasta el 15% interanual. Esta circunstancia es atribuible, en buena parte, a las cifras relativas al sector bancario de la región. La consolidación de esta pauta es un factor crucial para apuntalar el escenario positivo que proyectamos para las bolsas europeas y, en particular, para la española, atendiendo al elevado peso que tiene el sector.

Países emergentes: rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años



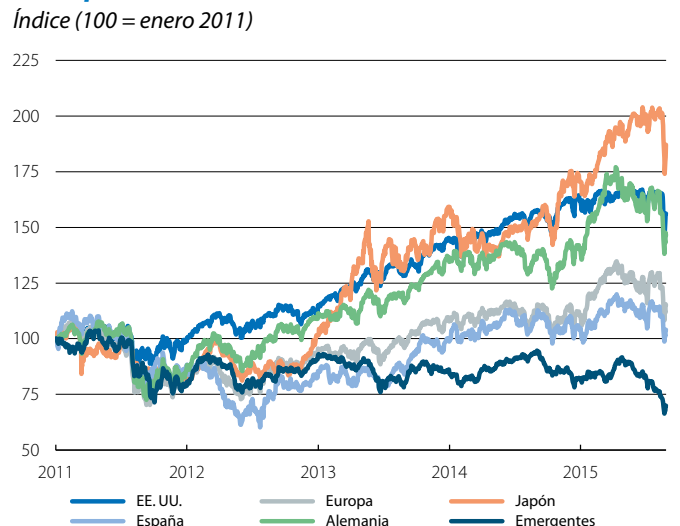
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · Gestión de activos: un sector en expansión en el radar del regulador

El sector global de la gestión de activos ha resultado ganador de las agitaciones financieras de la última década. El volumen total de recursos de terceros gestionados por fondos de inversión, fondos de pensiones y aseguradoras ha experimentado un crecimiento muy fuerte: de 45 billones de dólares en 2004 a 97 en 2013. Se trata de un tamaño formidable, que representa el 130% del PIB mundial y el 50% de los activos financieros globales. Y las previsiones apuntan a que su expansión continuará. Esto plantea diversas cuestiones de gran calado, como la funcionalidad de las infraestructuras de los mercados financieros, la eficiencia en la canalización del ahorro hacia la economía real, la protección del inversor y, cómo no, la estabilidad financiera. Es precisamente en este último ámbito donde está teniendo lugar un intenso debate acerca del carácter sistémico de determinadas entidades y, por ende, sobre las posibles actuaciones de los entes regulatorios.

La posibilidad de incluir a los grandes actores del sector en la lista de instituciones financieras sistémicamente importantes a nivel global (GSIFI, por sus siglas en inglés) está encima de la mesa. Un documento consultivo presentado conjuntamente por el FSB (Financial Stability Board) y la IOSCO (International Organization of Securities Commissions) en enero de 2014 y actualizado en marzo de este año establece una serie de criterios para identificar aquellas compañías gestoras e incluso aquellos fondos de inversión concretos que, por su dimensión o complejidad, constituyen focos potenciales de riesgo sistémico. La propuesta de los reguladores sitúa el umbral en 1 billón de dólares de activos bajo gestión para las primeras, y en 100.000 millones de dólares de patrimonio neto para los segundos. El propósito es aplicarles estándares de regulación y supervisión más estrictos que al resto de entidades (a imagen de lo que ocurre en los sectores bancario y asegurador, donde los 30 bancos y las nueve aseguradoras que ostentan la calificación de GSIFI están sometidos a criterios más exigentes).

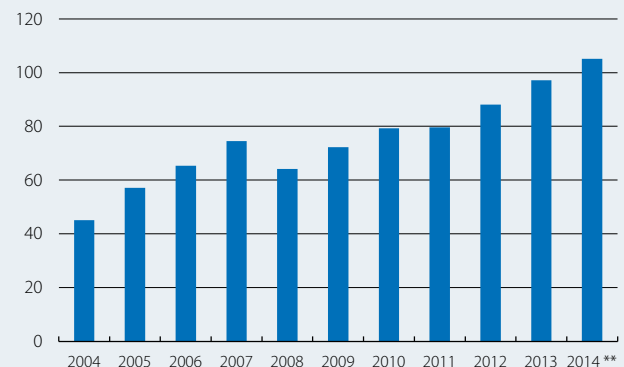
Para el sector bancario, los ejes básicos de la regulación pasan, en gran medida, por fortalecer la posición de capital y liquidez de las entidades. La aplicación, que algunos defienden, de una normativa similar en el ámbito de la gestión de carteras sería, probablemente, poco acertada. A diferencia del negocio bancario, el fundamento del sector de la gestión de activos pivota sobre la relación de agencia que se establece entre el propietario de los recursos (principal) y el gestor profesional de carteras al que delega la gestión (agente). En consecuencia, los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez que subyacen a las inversiones que realiza la entidad gestora recaen, íntegramente, en el inversor (o principal). Por otro lado, los nive-

les de apalancamiento de los fondos son ostensiblemente menores que en los bancos, si bien hay casos excepcionales en segmentos como determinados fondos de capital riesgo y los *hedge funds*.

Si bien el riesgo de insolvencia de las entidades gestoras es remoto, los problemas de incentivos que surgen de la relación de agencia requieren, efectivamente, la atención del regulador y del supervisor. La experiencia ha mostrado que, en ciertas circunstancias, tienden a desembocar en una excesiva asunción de riesgos y comportamientos de rebaño (*herding*) por parte del gestor. Ambos fenómenos pueden generar efectos distorsionadores en la dinámica de los precios de los activos. Las tensiones se acentúan si un gran número de inversores solicitan el reembolso apresurado de sus posiciones (*fire sales*), tanto más si previamente ha tenido lugar un proceso de *search for yield*, como parece que está aconteciendo actualmente (los fondos han aumentado su exposición a instrumentos más rentables pero menos líquidos). En consecuencia, es previsible y deseable que el crecimiento del sector de la gestión de activos en los próximos años deba coexistir con un entorno regulatorio más exigente. La cuestión verdaderamente relevante es que la regulación que esté por venir ponga sus miras en aquellas variables que son susceptibles de contribuir a la propagación del riesgo sistémico, más allá del tamaño de un determinado fondo de inversión o una gestora de activos. La tipología de las inversiones y los esquemas de liquidez de los vehículos de inversión son buenos ejemplos de hacia dónde dirigir el foco.

Activos gestionados a nivel global *

(Billones de dólares)



Notas: * Comprende los activos bajo gestión de fondos de inversión, fondos de pensiones y aseguradoras.

** Previsión.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de TheCityUK e ICI.

FOCUS · ETF: un nuevo producto estrella de los mercados financieros

Los *exchange-traded funds* (ETF) constituyen una de las innovaciones financieras más destacadas de los últimos años. Su expansión ha sido meteórica, y ello ha despertado interrogantes sobre las implicaciones para el sistema financiero global, tanto en términos de eficiencia como de estabilidad. En conjunto, los pros dominan a los contras.

Los ETF son fondos de inversión cuyas participaciones se compran y venden en bolsa del mismo modo que las acciones. Un ETF invierte en cualquier tipo de activo (bonos, acciones, materias primas, inmuebles, etc.) y los participantes pueden comprar y vender sus participaciones en cualquier momento de la sesión bursátil. A esta característica distintiva (que les da su nombre) se une otra (que les ha dado la fama): replican la composición de un índice determinado y, por tanto, el inversor recibe la rentabilidad asociada a ese índice (ya sea de renta variable, renta fija, divisas u otros activos, o combinaciones de ellos).

Una elevada liquidez y una gestión pasiva confluyen para otorgar a los ETF notables atractivos. Primero, la operativa es inmediata: los inversores pueden comprar o vender con efecto inmediato, aunque penalizado fiscalmente, participaciones a través de internet, incluso en bolsas extranjeras, y las cantidades mínimas de inversión suelen ser modestas (entre 0 y 600 euros). Segundo: el bajo coste (la comisión de gestión es inferior a la de los fondos de inversión ordinarios y los *hedge funds*). Tercero, la mayor sencillez del perfil rentabilidad-riesgo: la estrategia de inversión y la selección de activos de cada ETF es bien conocida por el participante, en contraposición a la discrecionalidad del gestor en los fondos ordinarios (de gestión activa) y los *hedge funds*. Cuarto, la flexibilidad y la versatilidad: el catálogo de ETF cubre un amplísimo abanico de activos y estrategias. Los pioneros y más conocidos son los denominados ETF *beta*, que replican un índice cuyas ponderaciones se basan en la capitalización (por ejemplo, el Ibx 35). Los *beta+* ofrecen exposición a la rentabilidad de un índice, amplificada en dirección larga (ETF apalancado) o corta (ETF inverso). Los *smart beta* permiten exposición a estrategias más elaboradas, como la inversión *value*, *growth* o *small caps*, con diversos criterios de ponderación de activos. Por último, los ETF *alpha* ofrecen una gestión pasiva pero con la aspiración de alcanzar rendimientos por encima del mercado, basándose en criterios de selección de activos y gestión de cartera, estén relacionados con la identificación de tendencias generales y ciclos macrofinancieros, o con la selección de acciones concretas (por ejemplo, el *price momentum*).

Gracias a estos elementos, los ETF han cosechado un gran éxito comercial entre inversores tanto minoristas como institucionales. Los más de 1.400 ETF disponibles a nivel mundial suman un volumen de unos tres billones de dó-

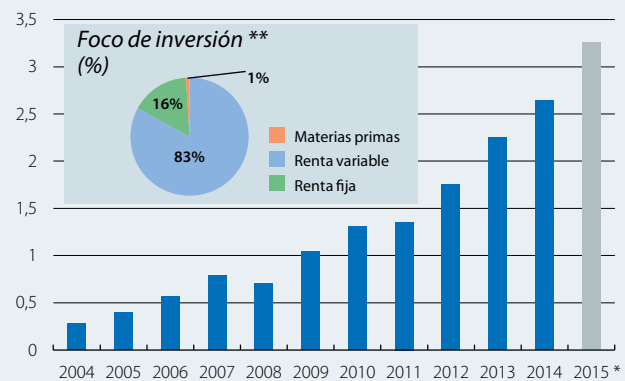
lares, tras crecer un 28% anual en promedio desde 2003. Ya han superado a los *hedge funds*, aunque todavía están lejos de los fondos de inversión ordinarios.

En cuanto a la eficiencia del sistema financiero en su conjunto, los ETF contribuyen de forma favorable: permiten acceder a mercados, activos y estrategias antes remotos o reservados a especialistas, lo que amplía las posibilidades de diversificación de las carteras de todo tipo de inversores (incluyendo a los particulares con bajo volumen), y ajustar el perfil de riesgo a las preferencias de cada uno. Los ETF no deberían suponer un inconveniente para el correcto funcionamiento de los precios de mercado, teniendo en cuenta su flexible oferta y que en última instancia reflejan los precios de los activos subyacentes. Tampoco deberían distorsionar la asignación eficiente de recursos a dichos activos. Además, reducen los costes de intermediación financiera que soporta el inversor.

Sin embargo, el impacto de los ETF sobre la estabilidad financiera tiene claroscuros. Concretamente, su elevada liquidez es un arma de doble filo. En un ETF la liquidez desempeña un papel distinto al caso de las acciones, al depender de los activos que lo componen y de la capacidad del emisor para crear y suprimir participaciones en función de la demanda. Esto hace del ETF un producto muy flexible, cuyo precio está mucho más determinado por los precios de los activos subyacentes que por su propia oferta y demanda. Pero la inquietud gira en torno a lo que puede ocurrir en caso de pánico vendedor: los ETF podrían acelerar y retroalimentar las ventas, especialmente por la figura de los ETF apalancados. Afortunadamente, los reguladores y supervisores internacionales son conscientes de que este riesgo requiere regulación, vigilancia y, en caso necesario, actuación.

ETF: activos globales

(Billones de dólares)



Notas: * 2015, estimado. ** Datos de final de 2013.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Deutsche Bank y el FMI.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	-10,0
Euríbor 3 meses	-0,03	-0,02	-1	-11,1	-19,6
Euríbor 12 meses	0,16	0,17	-1	-16,5	-27,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,23	-0,22	-1	-16,6	-21,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,20	-0,23	3	-10,2	-17,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,80	0,64	16	25,9	-9,0
Deuda pública a 10 años (España)	2,11	1,84	27	49,9	-11,9
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	131	120	11	24,1	-2,8
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,33	0,31	2	7,4	9,6
Líbor 12 meses	0,84	0,83	1	21,1	27,4
Deuda pública a 1 año	0,38	0,31	7	16,7	29,9
Deuda pública a 2 años	0,74	0,66	8	7,6	25,2
Deuda pública a 10 años	2,22	2,18	4	4,9	-12,3

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	62	10	9,1	12,1
Itraxx Financiero Sénior	81	73	8	13,6	20,3
Itraxx Financiero Subordinado	163	151	12	14,2	79,1

Tipos de cambio

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,121	1,098	2,1	-7,3	-14,6
¥/€	135,900	136,080	-0,1	-6,2	-0,6
£/€	0,731	0,703	3,9	-5,9	-7,7
¥/\$	121,230	123,890	-2,1	1,2	16,5

Materias primas

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	406,3	410,4	-1,0	-7,2	-16,0
Brent (\$/barril)	51,3	50,6	1,4	-8,0	-49,4
Oro (\$/onza)	1.134,8	1.095,8	3,6	-4,2	-11,9

Renta variable

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	1.972,2	2.103,8	-6,3	-4,2	-1,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.269,6	3.600,7	-9,2	3,9	3,1
Ibex 35 (España)	10.259,0	11.180,7	-8,2	-0,2	-4,4
Nikkei 225 (Japón)	18.890,5	20.585,2	-8,2	8,2	22,5
MSCI emergentes	818,7	901,7	-9,2	-14,4	-24,7
Nasdaq (EE. UU.)	4.776,5	5.128,3	-6,9	0,9	4,3

Nota: 1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.

COYUNTURA · Continúa la buena marcha estadounidense mientras aumentan las dudas sobre los emergentes

EE. UU. sigue liderando la recuperación global. En julio y agosto la situación económica en casi todos los países avanzados ha evolucionado de acuerdo con lo esperado. No ha sido el caso de la mayoría de emergentes, cuyos datos de actividad más recientes han sido más débiles de lo previsto. En el caso de China, ha aumentado la incertidumbre sobre la velocidad de desaceleración de su economía, aunque seguimos creyendo que está al alcance del Ejecutivo pilotar un *soft landing*. Por otro lado, la grave recesión de Rusia y Brasil, en un contexto político complicado, ha ampliado la desconfianza hacia los emergentes en su conjunto.

ESTADOS UNIDOS

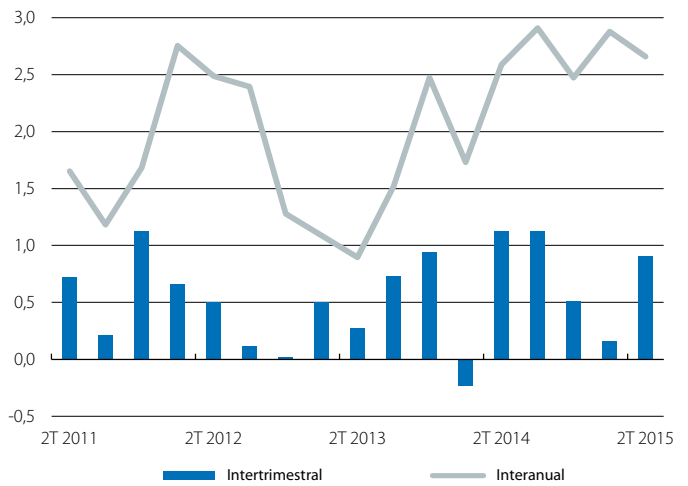
El avance de la economía norteamericana se aceleró en el 2T 2015. El PIB de EE. UU. creció un significativo 0,9% intertrimestral en el 2T 2015, un 2,7% en términos interanuales, tras ser revisado considerablemente al alza. Asimismo, también destacó la revisión al alza del crecimiento del 1T (del 0,0% intertrimestral al +0,2%). Por componentes de demanda, despuntan la contribución positiva del consumo privado, cuyo crecimiento aceleró respecto al 1T, y las exportaciones, que avanzaron con vigor después de las disrupciones causadas por la huelga portuaria en la costa oeste durante los primeros meses del año. La debilidad relativa de la inversión en equipo se explica por un efecto resaca del elevado gasto en equipo efectuado durante los primeros nueve meses de 2014. Los indicadores de sentimiento empresarial también apuntan a que tal debilidad será transitoria.

La revisión del PIB de los últimos tres años arroja un crecimiento tendencial ligeramente menor. Junto con los datos de crecimiento del 2T 2015, el Bureau of Economic Analysis presentó la habitual revisión de la serie del PIB de los últimos tres años. El cambio ha supuesto una revisión a la baja del avance anual promedio del PIB entre 2012 y 2014, del 2,3% al 2,0%, consecuencia, en buena parte, de las menores tasas de crecimiento del consumo privado. Por otro lado, la revisión no solventó del todo los problemas de estacionalidad que se atribuyen a la serie elaborada por la institución gubernamental. Así, si bien se ha reducido la diferencia entre el avance del PIB de los 1T en promedio y el del resto de trimestres (de los 1,2 puntos a los 0,7 puntos actuales), esta sigue siendo significativa.

Los indicadores de actividad recientes constatan la continuidad de la recuperación en el 3T. El índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board repuntó en agosto y superó la referencia de los 100 puntos, gracias a la mejora de las expectativas y a la percepción de un mercado laboral más

EE. UU.: PIB

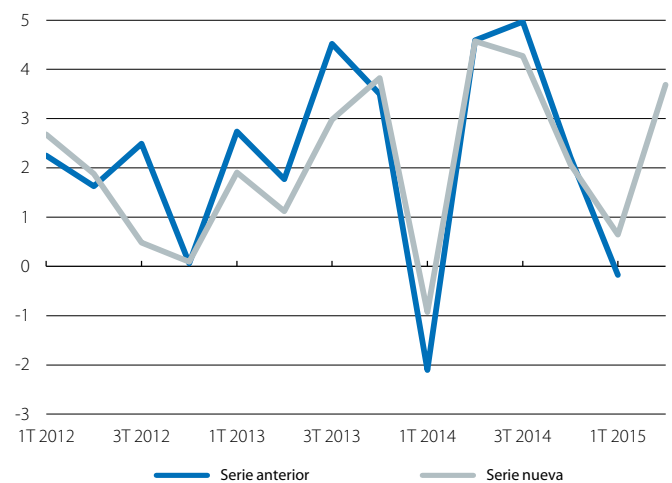
Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

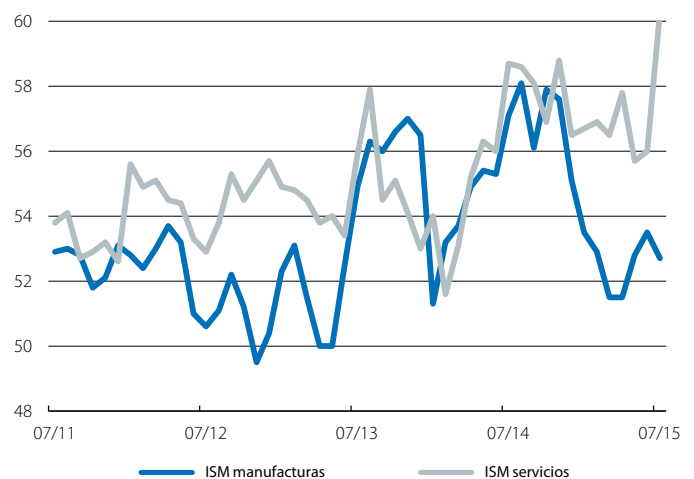
EE. UU.: revisión del PIB

Crecimiento intertrimestral anualizado (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BEA.

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial (Nivel)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del ISM.

fuerte. Si bien las ventas minoristas de julio tuvieron un crecimiento moderado, la revisión al alza del mes anterior también deja la valoración del indicador en el lado positivo. Por su parte, los índices de sentimiento empresarial (ISM), tanto de manufacturas como de servicios, continúan en la zona expansiva y perfilan buenas perspectivas para la inversión. El ISM de manufacturas sufrió un ligero retroceso y quedó en el nivel de los 52,7 puntos, que se corresponden con crecimientos del PIB cercanos al 3%. Dando una nota mucho más robusta, el ISM de servicios, los cuales representan el 85% del empleo privado, escaló hasta los 60,3 puntos, nivel que coincide con crecimientos de la economía superiores al 5%. Por último, el sector inmobiliario siguió su recuperación sostenida, con datos positivos en cuanto a las viviendas iniciadas y a las ventas de inmuebles. La flaqueza de junio del índice de precios Case-Shiller de viviendas usadas hay que tomarla como un episodio transitorio.

El empleo vuelve a registrar un buen mes, aunque las mejoras salariales se hacen esperar. En julio se crearon 215.000 puestos de trabajo netos, un registro indicativo de un mercado fuerte. Asimismo, la tasa de paro se mantuvo estable en un bajo 5,3% y la tasa amplia de desempleo (denominada U6), que incluye el subempleo (personas que trabajan a tiempo parcial de manera involuntaria por razones económicas), bajó una décima, hasta el 10,4%. La creación sólida de empleo y la afianzada recuperación económica de EE. UU. estarían a favor de iniciar las subidas de tipos de interés. Sin embargo, la inestabilidad financiera, la caída del precio de las materias primas, la apreciación del dólar y la ausencia de presiones inflacionistas (los avances salariales se sitúan en un contenido 2,1% interanual) invitan a la paciencia. Por todo ello, lo más probable es que la primera subida se retrase hasta finales de 2015.

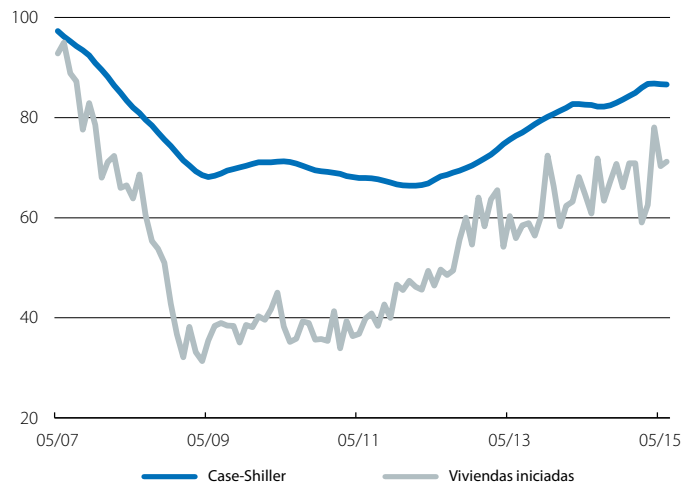
La inflación se mantiene moderada, siguiendo la estela de los salarios. Así, el IPC general de julio desaceleró respecto a mayo y junio, en términos intermensuales, y perfila un panorama de avance de los precios muy moderado que, además, es probable que continúe ante la reciente caída del precio del petróleo. En la misma línea, el índice subyacente, que excluye alimentos y energía, también ralentizó su avance y registró un contenido incremento intermensual (0,1%). En términos interanuales, los avances se situaron en el 0,1% para el índice general y en el 1,8% para el subyacente.

JAPÓN

La actividad económica retrocede en el 2T 2015. El PIB de Japón retrocedió un 0,4% intertrimestral en el 2T 2015 (+0,7% interanual), un registro más flojo del previsto en nuestro escenario central. La debilidad del consumo privado, mayor de lo que sugerían los últimos indicadores, y el retroceso de las exportaciones, que acusan un tendencia bajista de la demanda de China (que representa el 18% del total de las exportaciones) fueron los factores más negativos. Con todo, la ligera revisión alcista del PIB del 1T 2015 mejora el balance final. Asimismo, esperamos una segunda mitad de año con crecimientos más robustos que la primera.

EE. UU.: construcción y precio de la vivienda

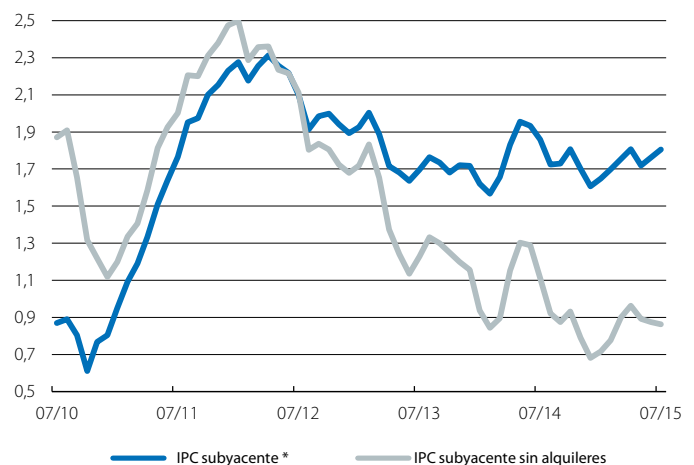
Índice (100 = abril de 2006)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del US Census y de Standard & Poor's.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)

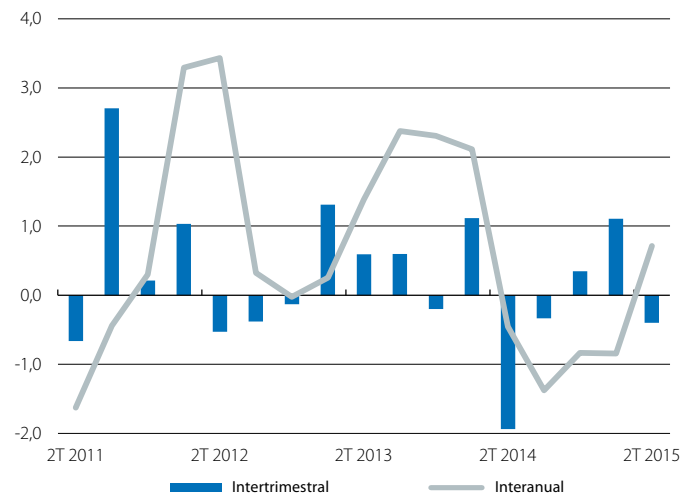


Nota: * Subyacente: índice general sin energía ni alimentos.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y Comunicaciones.

La mejora del sentimiento empresarial y la inflación contenida apoyarán la economía nipona. Los buenos resultados del índice de sentimiento empresarial Tankan para las grandes empresas, tanto en servicios como en manufacturas, permiten esperar una mejora del gasto inversor. Asimismo, el estancamiento de los precios, debido en gran parte a las bajadas del petróleo, debería favorecer el consumo privado, pues es una ayuda a los hogares que compensa la ausencia de subidas salariales.

EMERGENTES

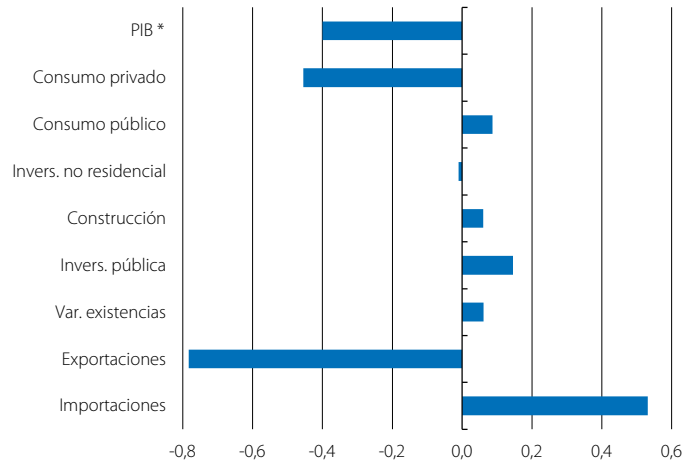
China centra la atención durante el verano. La fuerte caída bursátil (cerca al 40%) y la debilidad de los indicadores más recientes de actividad (PMI y producción industrial) motivaron la actuación de las autoridades del país. Destacan la devaluación del renminbi (de un 3% con respecto al dólar), el nuevo recorte en el tipo de interés de referencia (hasta el 4,60%, el quinto desde noviembre) y la reducción del coeficiente de caja. Parece que estas medidas, lejos de tranquilizar a los inversores, han acrecentado las dudas sobre el auténtico estado de salud de la economía asiática. En este sentido, nuestro escenario central sigue contemplando un aterrizaje suave de la economía, aunque los riesgos a la baja se han dilatado significativamente.

Brasil y Rusia empeoran, sumidos en la inestabilidad política. El creciente recelo hacia las economías emergentes se ha visto avivado también por el deterioro de estos dos grandes países. El PIB de Brasil cayó un 2,6% interanual en el 2T 2015, muy por debajo de lo que se esperaba. A este descenso se suman unas graves tensiones inflacionistas (9,6% interanual en julio) y un déficit por cuenta corriente elevado (4,5% del PIB en el 1T). Ante tal coyuntura, no queda espacio para políticas expansivas y empeora la ya precaria situación de la presidenta Dilma Rousseff. Por su parte, la economía rusa retrocedió un 4,6% en el 2T 2015, también por debajo de las expectativas. La crisis del rublo, el conflicto de Ucrania y los bajos precios del petróleo, que perjudican especialmente a Rusia, hacen prever un 2015 y un 2016 difíciles.

La India es la excepción a las dudas emergentes. El país creció un 7,0% en el 2T 2015, un registro que, aunque algo por debajo del avance del 1T y de las previsiones del consenso, se sitúa en línea con nuestro escenario central. En este contexto de avances significativos, los precios siguen bajo control: la inflación se situó en el 3,8% en julio, muy por debajo del 7,2% de 2014. Tras las elecciones de mayo de 2014, la India goza de estabilidad política y de un claro mandato reformista. Aun así, es fundamental abordar los importantes cuellos de botella del país en un entorno de elevado endeudamiento empresarial y público.

Japón: componentes del PIB

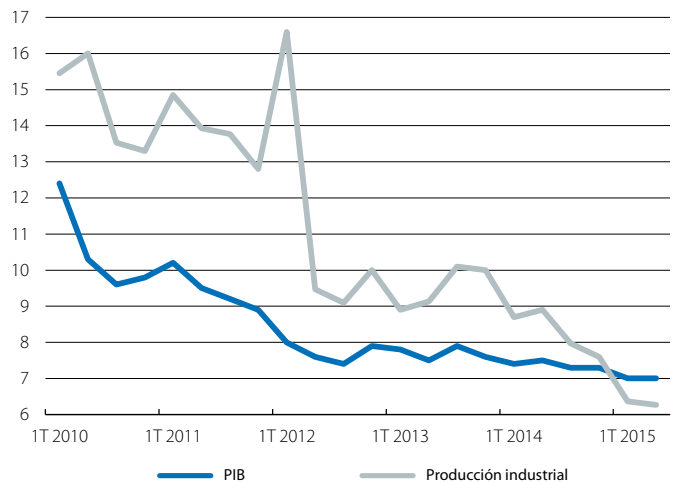
Contribución al crecimiento del 2T 2015 (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y Comunicaciones.

China: PIB y producción industrial

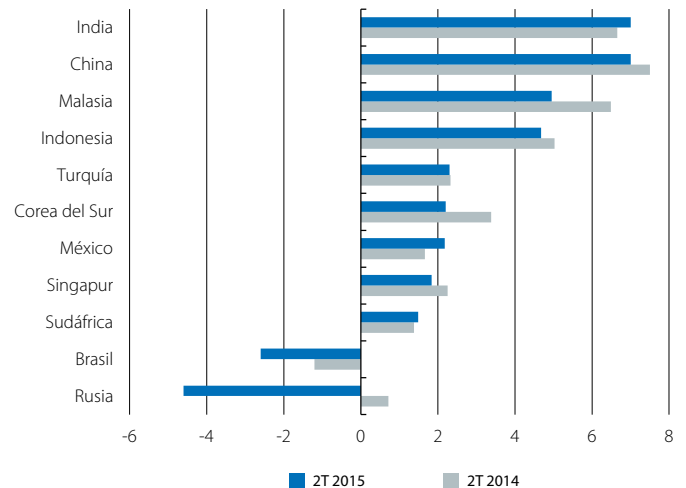
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china.

Emergentes: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · EE. UU.: ¿expansión robusta e inicio de las subidas de tipos?

La mejora del mercado laboral estadounidense y el significativo crecimiento de su economía han avivado el debate sobre la idoneidad de que la Reserva Federal (Fed) inicie las subidas de tipos de interés, y sobre cuál debe ser el ritmo adecuado para llevarlas a cabo. La cuestión no es baladí, ya que, si el PIB de EE. UU. se encuentra cerca de retomar su senda potencial, la posibilidad de que la Fed posponga en demasía el comienzo de las subidas podría dar lugar a presiones inflacionistas, burbujas en el precio de determinados activos y, en última instancia, excesivos niveles de endeudamiento.

Medir si la economía estadounidense se aproxima a su PIB potencial, o si está cerca de cerrar su brecha de producción (*output gap*) después de años de *gap* negativo, es un elemento crucial para evaluar el rumbo que debe tomar la Fed.¹ Sin embargo, parece que el margen de error en la estimación de esta variable teórica ha aumentado considerablemente en los últimos años, lo que dificulta la tarea. A modo de ejemplo, el tipo de interés nominal que se deriva de una regla de Taylor clásica varía de manera sustancial (2 p. p. de diferencia) según se utilice la estimación del PIB potencial estadounidense elaborada por el FMI en su informe de perspectivas globales (WEO) de abril de 2014 o el de abril de 2015. Así, según la estimación de abril de 2014, la política ultraacomodatícia actual está más que justificada, lo contrario de lo que sucede si se utiliza la de abril de 2015.

Ante la pérdida de efectividad de las medidas más clásicas para determinar la brecha de producción, se ha recurrido a medidas más directas, aunque parciales, como los indicadores de actividad del mercado laboral. La discusión sobre la conveniencia de iniciar la subida de tipos habría sido insólita vista desde la perspectiva de hace apenas tres años, teniendo en cuenta que la tasa de paro actual es del 5,3%, una cifra muy por debajo del objetivo orientativo del 6,5% que se había marcado la Fed para el comienzo de las subidas. Un objetivo que se desestimó, ya en marzo de 2014, por estar la tasa de entonces rozando el registro del 6,5% y la inflación subyacente significativamente por debajo del 2% marcado por la institución.

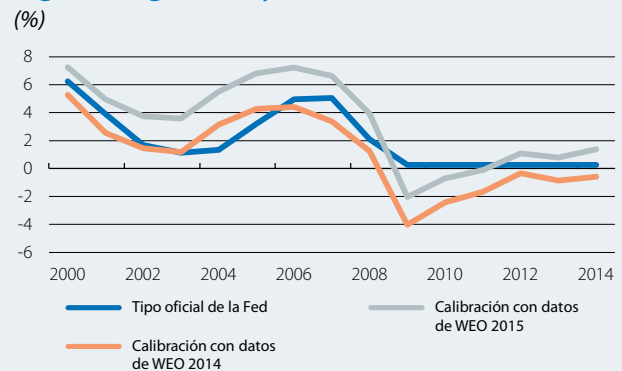
En la actualidad, con una tasa de inflación todavía baja y un avance salarial moderado, la postura que se inclina por posponer las subidas tiene muchos adeptos. Concretamente, la tasa de crecimiento de los salarios se sitúa en torno al 2% interanual, lejos de lo que Janet Yellen, presidenta de la Fed, considera la zona de «normalidad» (entre el 3% y el 4%). Asimismo, la mejora del mercado laboral es menos acentuada cuando uno se fija, en vez de en la tasa de paro simple, en medidas más amplias de desempleo que tienen en cuenta a los desanimados o a los que trabajan a tiempo parcial de forma involuntaria.

1. El PIB potencial es una variable teórica que se define como el nivel de producción compatible con una inflación subyacente estable en torno a su nivel objetivo. Para más información sobre este concepto, véase el Dossier del IM05/2013 («El PIB potencial, un concepto clave pero difuso»).

Sin embargo, el fuerte repunte que ha experimentado el número de vacantes de trabajo en los últimos trimestres y la creciente dificultad en cubrirlos indican que la tasa de paro simple es una medida cada vez más fiable para conocer la vitalidad del mercado laboral. Así, el 5,3% de la tasa de paro de julio apuntaría a que no se debería demorar la subida de tipos. En la misma línea, los salarios, aunque contenidos en términos interanuales, empiezan a mostrar signos de aceleración: desde inicios de año han aumentado un 2,7% en términos anualizados.

En definitiva, aunque todavía hay dudas sobre a qué distancia exacta se sitúa la economía estadounidense de su nivel de PIB potencial, numerosos indicadores de actividad sugieren que ya se está lo suficientemente cerca. La volatilidad financiera global, la caída del precio de las materias primas y la apreciación del dólar son factores a los que la Fed podría ser sensible, pero la solidez de la recuperación justificaría el inicio de la normalización de tipos.

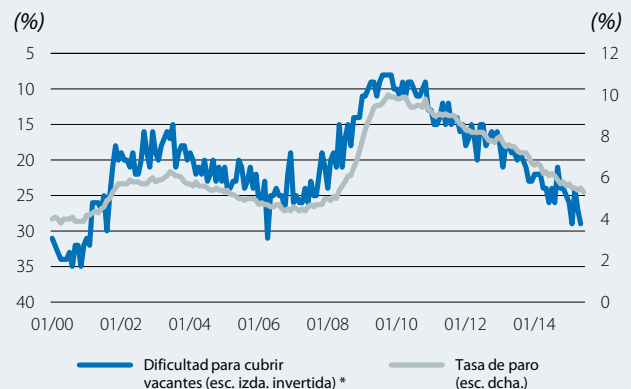
Estimación del tipo de referencia de la Fed según la regla de Taylor *



Nota: * Regla de Taylor usada: $\text{tipo nominal} = 1,25 + 1,5 \times \text{inflación} + \text{output gap}$, donde los precios para calcular la inflación son los correspondientes al gasto de consumo personal subyacente.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI y de Thomson Reuters Datastream.

Tasa de paro e índice de dificultad para cubrir las vacantes laborales



Nota: * Porcentaje de empresas pequeñas con uno o más puestos de trabajo difíciles de cubrir durante el mes en cuestión.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y del NFIB.

FOCUS · América Latina: el reto del ajuste fiscal

América Latina afronta unas perspectivas económicas caracterizadas por el bajo crecimiento: según el FMI, el crecimiento promedio de 2015-2016 será del 0,9%, frente al 3,7% anual promedio del periodo 2005-2014. Esta evolución deriva del encadenamiento de dos *shocks* negativos: el abaratamiento de las materias primas y un entorno de financiación internacional menos propicio para la región. Pero, además, las perspectivas a medio plazo tampoco son excesivamente favorables: el crecimiento promedio anual esperado para 2015-2020 es del 2,3%. Aparte de poner encima de la mesa la necesidad de definir una agenda de reformas estructurales que relance el crecimiento potencial de la región, estas perspectivas siembran interrogantes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este Focus centramos la atención en este último aspecto.

De entrada, cabe destacar que el punto de partida de las finanzas públicas latinoamericanas no es positivo. Si, en 2009, un año crítico marcado por la recesión, el déficit público escaló al 3,8% del PIB y la deuda pública aumentó hasta el 48,7%, en 2014 las cifras se encontraban, respectivamente, en el 4,9% y el 51,6%. Estos registros se sitúan en niveles históricamente elevados y, además, se han dado en un contexto de crecimiento bastante dinámico (con la salvedad de 2014, año ya de desaceleración). Tampoco invita al optimismo el hecho de que se distribuyan de forma un tanto alarmante entre los países de la región: es precisamente el país central, Brasil, con un déficit del 6,2% y una deuda del 65,2%, una de las economías que ocupa el extremo más peligroso.¹

El factor principal que explica este deterioro es la evolución de los gastos (excluyendo los intereses). En el conjunto de la región, según datos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), entre 2008 y 2014, dichos gastos aumentaron en un montante equivalente a cerca del 5% del PIB, mientras que los ingresos solo lo hicieron en una cifra equivalente al 1,5% del PIB. Como se observa en el gráfico, esta evolución alista de los gastos se debe fundamentalmente a un notable aumento en materia de sueldos y de salarios, y de transferencias corrientes y subsidios, mientras que el esfuerzo inversor solo se incrementó de manera significativa en unos pocos países.

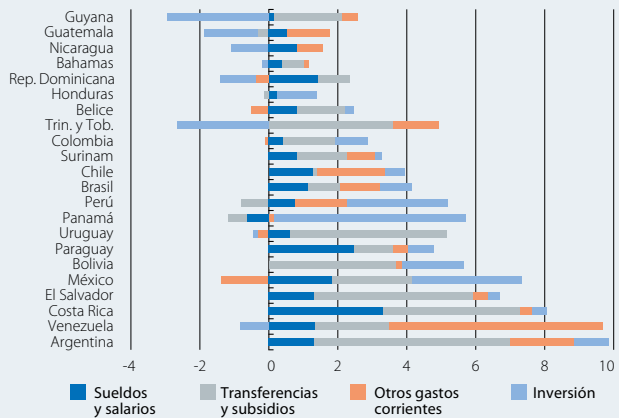
En definitiva, tanto la situación actual de las finanzas públicas como las perspectivas de crecimiento justifican que América Latina se plantee la necesidad de llevar a cabo un ajuste fiscal importante. Dos preguntas inmediatas son: ¿de qué intensidad y con qué características? Por lo que se refiere a la primera cuestión, el BID concluye que el país

promedio de América Latina debería realizar un ajuste fiscal del 1,9% del PIB entre 2015 y 2018 para estabilizar su deuda pública en los niveles actuales. Ahora bien, para los países con una deuda superior al 40% del PIB, el ajuste promedio asciende al 2,5% del PIB. Esta cifra, aunque parezca relativamente asumible, hay que entenderla como un mínimo, ya que, de hecho, muchos países deberían aspirar a reducir su deuda pública para devolverla a niveles más confortables.

Por lo que se refiere a las características del ajuste, el propio BID sugiere una estrategia que proteja los avances sociales de las últimas décadas y mejore la sostenibilidad de las finanzas públicas. El hilo conductor de este tipo de ajuste es aumentar las bases fiscales (una necesidad especialmente acuciante en los países con un mayor grado de economía informal), priorizar la inversión pública, reducir los gastos ineficientes y concentrar el gasto social en los segmentos más necesitados. Así, por ejemplo, si en América Central el gasto social se destinara a la población que se sitúa en el 40% más bajo de la distribución de la renta, se estima que se generarían ahorros fiscales equivalentes al 0,5% del PIB.

En conclusión, el reto de las finanzas públicas latinoamericanas es considerable. Más allá de la dinámica estrictamente presupuestaria, conviene no perder de vista que la región ha cambiado de forma estructural durante la última década y media. Un elemento particularmente novedoso es la aparición de una nueva clase media que está transformando las reglas del juego: al tiempo que sigue demandando un grado adecuado de redistribución es también más consciente de la importancia de la estabilidad fiscal para garantizar la prosperidad del futuro.² El desafío está servido.

Cambio en el gasto público (excluyendo intereses) entre 2007 y 2014 (% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BID.

1. Los umbrales de deuda pública excesiva en el caso de los emergentes son más exigentes que en los países desarrollados, en parte debido a la mayor importancia del endeudamiento en divisa extranjera.

2. Según datos de Pew Research Center, entre 2001 y 2011, 63 millones de personas alcanzaron el segmento de rentas medias en América Latina, cifra superior al 10% de la población total de la región.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
Actividad								
PIB real	1,5	2,4	2,9	2,5	2,9	2,7	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,5	4,8	4,8	3,7	3,8	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	90,9	92,7	101,3	96,2	91,0	101,5
Producción industrial	1,9	3,7	4,2	4,5	3,5	1,6	1,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	56,9	56,9	52,6	52,6	52,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	1.029	1.055	978	1.155	1.206	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	170	173	178	179	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	59,0	59,2	59,3	59,3	59,3	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,5	1,6	1,8	1,2	-0,1	0,0	0,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	...

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

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

JAPÓN

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15
Actividad							
PIB real	1,6	-0,1	-1,4	-0,8	-0,8	0,7	-
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	40,5	38,9	40,7	41,5	40,3
Producción industrial	-0,6	2,1	-0,3	-1,4	-2,2	-0,5	0,2
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	13,0	12,0	12,0	15,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,5	3,5	3,3	3,3
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,4	-2,6	-2,9	-2,6	-1,8	-1,4	-1,2
Precios							
Precios de consumo	0,4	2,7	3,4	2,5	2,3	0,5	0,3
Precios de consumo subyacente	-0,2	1,8	2,3	2,1	2,1	0,4	0,6

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

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

CHINA

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15
Actividad							
PIB real	7,7	7,4	7,3	7,3	7,0	7,0	-
Ventas al por menor	13,1	10,3	14,0	11,7	10,5	10,2	10,5
Producción industrial	9,7	8,3	8,0	7,6	6,4	6,3	6,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	51,3	50,4	49,9	50,2	50,0
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	258	382	322	382	488	541	537
Exportaciones	7,8	6,1	13,0	8,6	4,6	-2,2	-8,3
Importaciones	7,3	0,5	1,0	-1,7	-17,6	-13,5	-8,1
Precios							
Precios de consumo	2,6	2,0	2,0	1,5	1,2	1,4	1,6
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	5,60	5,35	4,85	4,85
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2

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

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

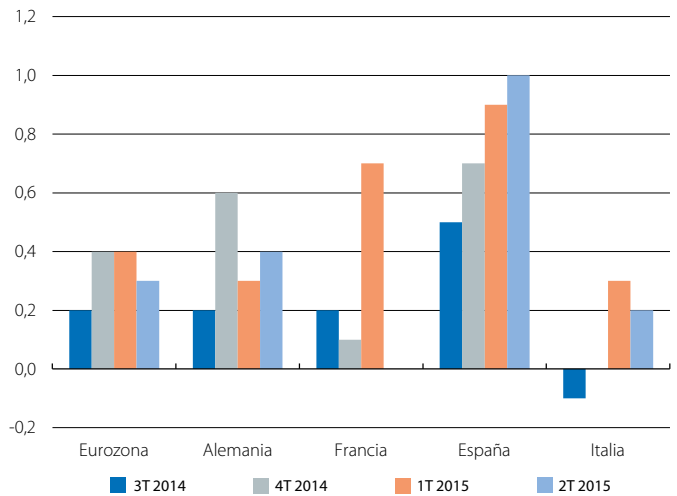
COYUNTURA · Una recuperación afianzada, pero lenta y desigual

El crecimiento de la eurozona se consolida en el 2T, aunque con lentitud. Los signos de recuperación persisten en todos los países de la eurozona (con la excepción de Grecia). El PIB de la región creció un 0,3% intertrimestral en el 2T 2015, una décima por debajo del dato del trimestre anterior, pero a un ritmo superior que el de los dos años precedentes. Por países, contrasta el vigor de la economía alemana (+0,4% intertrimestral) con el estancamiento de la gala (+0,0% intertrimestral). En el caso de Francia, preocupa que la demanda interna, uno de los pilares tradicionales de su economía, haya contribuido de manera negativa al crecimiento (-0,3 p. p.). Italia continúa un proceso gradual de recuperación, con un crecimiento intertrimestral del 0,2% en el 2T. España, por su parte, sigue liderando el crecimiento entre las grandes economías europeas, con un registro del 1,0% intertrimestral.

Se aprueba el tercer programa de ayuda financiera a Grecia. Tras meses de elevada incertidumbre por las difíciles negociaciones entre Grecia y las instituciones, se llegó a un acuerdo para llevar a cabo un tercer programa de rescate: está previsto que la ayuda financiera alcance los 86.000 millones de euros (alrededor del 48% del PIB griego). El programa contiene reformas estructurales exigentes (privatizaciones y reformas fiscal, laboral y de pensiones) y su implementación se someterá a una estrecha vigilancia. Las primeras medidas que se aprobaron en el Parlamento griego no tuvieron el apoyo de una parte significativa de los diputados de Syriza, lo que forzó al primer ministro a anunciar la convocatoria de elecciones anticipadas para mediados de septiembre. El acuerdo no incluye la reestructuración de la deuda (lo que ha motivado que el FMI no participe en el esquema) y no permite despejar las dudas sobre la sostenibilidad de esta última, aunque es probable que más adelante se suavicen los vencimientos. Una parte importante de los fondos del programa (25.000 millones de euros) se destinará a recapitalizar la banca, muy dañada tras los controles de capitales. Ya se observan síntomas de que la salida de depósitos de hogares y de empresas, que se agudizó a medida que se estancaban las negociaciones, se ha frenado. Aunque se disipa el riesgo de que Grecia salga de la eurozona, la crisis ha evidenciado la necesidad de seguir fortaleciendo el gobierno económico de la región si se quiere evitar que un país miembro vuelva a encontrarse en una situación similar.

El FMI alerta del bajo potencial de crecimiento de la eurozona si no se llevan a cabo reformas de calado. La institución internacional constata la mejora económica de la región, pero recomienda una combinación de distintas políticas económicas para apuntalar su crecimiento. A corto plazo, el FMI apuesta por estimular la demanda interna manteniendo las políticas monetarias actuales e impulsando políticas fiscales expansivas en aquellos países cuyas finanzas públicas se lo pueden permitir. Para el sector bancario, recomienda reparar los balances de las entidades,

PIB Variación intertrimestral (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

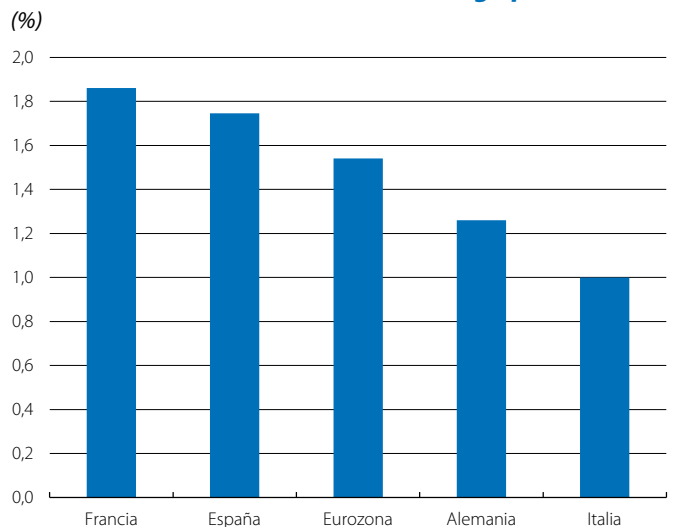
Grecia: depósitos de hogares y de empresas

(Miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Previsión del crecimiento del PIB a largo plazo (2020)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

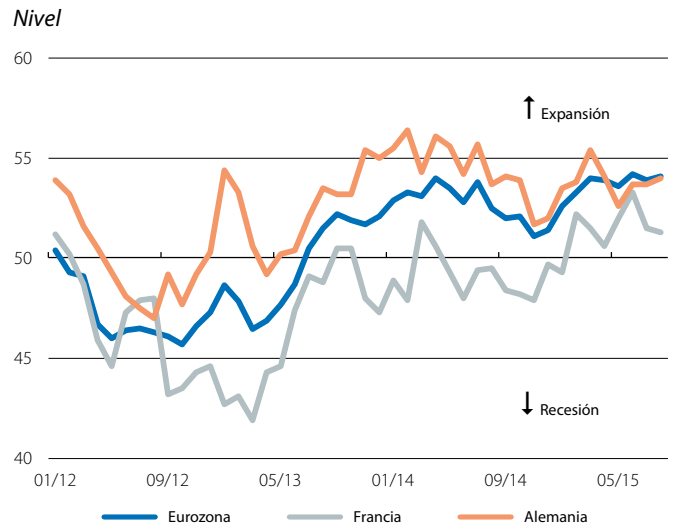
reduciendo el porcentaje de créditos dudosos y mejorando su supervisión, así como completar la unión bancaria. A medio y a largo plazo, la institución prevé que el crecimiento de la eurozona será limitado (alrededor del 1,5% en 2020). En especial, preocupan la escasa capacidad de crecimiento de la demanda y, sobre todo, de la productividad. Esta circunstancia hace que la eurozona sea más vulnerable a *shocks* externos. Para contrarrestarlo, es clave implementar reformas estructurales que permitan aumentar la productividad y reforzar la gobernanza económica de la región (para más detalle, véase el Focus «¿Cuáles son los pasos imprescindibles para completar la unión económica y monetaria en la eurozona?»).

La actividad económica continúa en zona expansiva en el 3T. El índice PMI compuesto y el índice de sentimiento económico para la eurozona anotaron en el 3T registros superiores a los de la primera mitad del año, lo que apunta a un crecimiento sostenido durante este trimestre. Sin embargo, todo indica que la divergencia entre las dos mayores economías de la región se mantiene. En Alemania, el índice PMI compuesto mejoró en agosto (y ya se sitúa en los 54,0 puntos), mientras que en Francia empeoró por segundo mes consecutivo, aunque sigue todavía en zona expansiva (51,3 puntos). La valoración general para el índice PMI compuesto del resto de países de la eurozona, que continúa, e incluso acelera en agosto, la tendencia ascendente observada en los últimos meses, es claramente positiva.

El consumo sigue recuperándose, pero lentamente. El ritmo de avance de las ventas minoristas fue del 1,2% interanual en junio, algo menor que en los meses anteriores. De todas formas, el promedio para el conjunto del 2T ha sido similar al del 1T. El descenso del índice de confianza del consumidor en julio y agosto indica que no aumentó la contribución al crecimiento del consumo privado. No obstante, esperamos que recupere la tendencia positiva en los próximos meses. Por un lado, la gradual recuperación del mercado laboral irá apoyando el consumo privado (la tasa de paro se situó en julio en el 10,9%, dos décimas menos que en el mes anterior). Por otro lado, el reciente descenso del precio del petróleo incrementará el poder adquisitivo de la población, lo que se traducirá, en parte, en un aumento del consumo de los hogares.

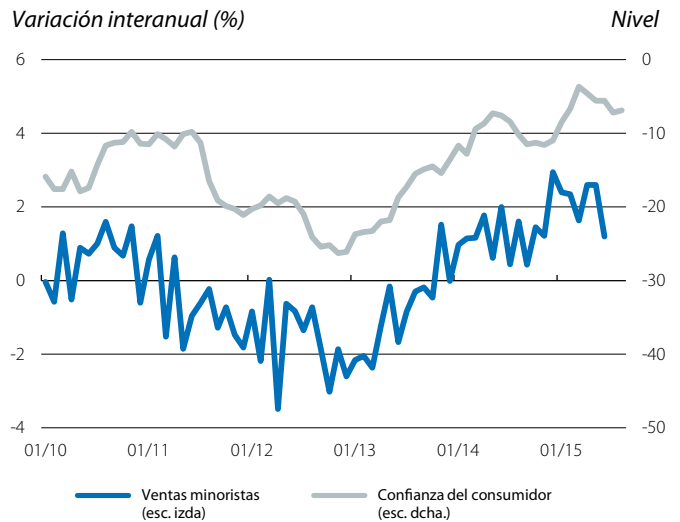
La inflación continúa estable, a pesar del descenso del precio del petróleo. La variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona se situó en el 0,2% interanual en agosto, el mismo dato que se registró en los dos meses precedentes. En gran medida, la fuerte recaída del precio del petróleo se compensó con el aumento del precio de los alimentos frescos. En la misma línea, la inflación subyacente se mantuvo estable en agosto, en el 0,9%. Se trata del mismo registro que el del mes de julio, pero se sitúa en niveles superiores a los de la primera mitad del año, lo que refleja la paulatina recuperación de la eurozona. Las presiones inflacionistas en la región seguirán siendo moderadas en los próximos meses a causa del descenso del precio del petróleo, pero la inflación subyacente irá subiendo paulatinamente.

Indicador de actividad PMI compuesto



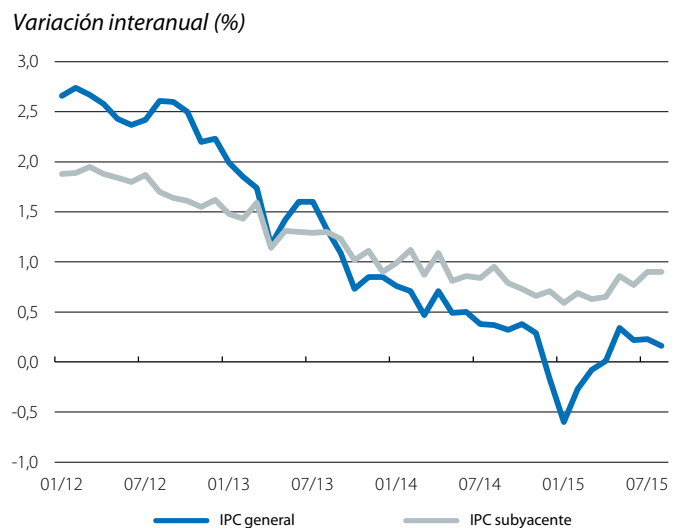
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: IPC armonizado



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Aumenta la contribución del sector exterior a la recuperación.

Las exportaciones de bienes crecieron un 11,2% interanual en el mes de junio, impulsadas por la devaluación del euro. Además, los indicadores de la Comisión Europea de expectativas del volumen de exportaciones para los próximos tres meses y de nuevos pedidos para exportar muestran unas perspectivas favorables para el sector exportador a corto plazo. A pesar de la desaceleración de las principales economías emergentes, todo apunta a que la demanda externa seguirá contribuyendo de forma decisiva al crecimiento de la eurozona a corto y a medio plazo.

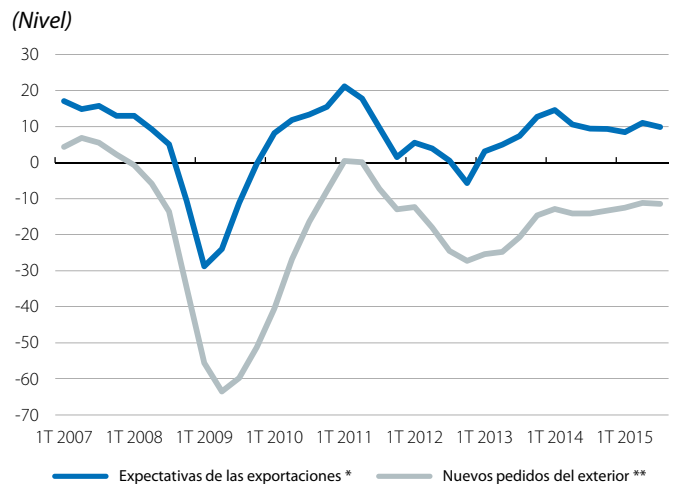
Alemania continúa siendo el motor económico de la eurozona.

El crecimiento del PIB alemán se situó en el 0,4% intertrimestral en el 2T (1,6% interanual), un registro similar a la media de los dos trimestres anteriores. El principal estímulo del avance fue el sector exterior, cuya contribución al crecimiento fue de 0,8 p. p., beneficiado por la devaluación del euro y la recuperación paulatina de los principales socios comerciales del país. En cambio, el avance de la demanda interna fue más débil de lo esperado, con una contribución al crecimiento de solo 0,1 p. p. Sorprendieron, por su debilidad, tanto la inversión, que presentó una tasa de crecimiento negativa (en particular la construcción), como el consumo de los hogares. Sin embargo, la evolución de ambos factores queda matizada cuando se tiene en cuenta una visión más amplia de la situación. Es importante tener presente que el consumo de los hogares creció con fuerza en los dos trimestres precedentes. Además, la buena situación del mercado laboral y el crecimiento de los salarios, del 2,2% en junio, sugieren que los factores de fondo que sostienen la dinámica positiva del consumo son sólidos. Respecto a la inversión, lo más probable es que se trate también de una desaceleración puntual. Así lo sugiere el aumento de la utilización de la capacidad productiva que ha tenido lugar durante los últimos trimestres. La buena evolución del índice IFO de clima económico alemán también apunta a que las perspectivas de la inversión en particular y del conjunto de la economía en general son favorables a corto y medio plazo.

La Europa emergente mantiene el ritmo de crecimiento.

En el 2T, los países de Europa central y oriental registraron un crecimiento notable. Polonia, la principal economía de la región, avanzó un 0,9% intertrimestral, una cifra similar a las que se registraron en la República Checa y Eslovaquia. Hungría y Bulgaria también mostraron un ritmo de avance sólido y Rumanía, tras un 1T excepcionalmente fuerte, moderó su ritmo de avance en el trimestre siguiente. En términos interanuales, el crecimiento de los países de la región se sitúa en la mayoría de casos en la zona del 3%-4%, equivalente a su crecimiento tendencial a largo plazo. Esta positiva evolución de fondo se debe principalmente a que la región está capitalizando de forma adecuada la consolidación del crecimiento de la eurozona y, en particular, el buen momento de uno de sus mercados centrales, el alemán. Asimismo, cabe destacar que, en un momento en el que las economías emergentes han sufrido en conjunto un repunte de la incertidumbre financiera, los países de la Europa emergente apenas se han visto afectados por este factor, precisamente gracias a que su estrecha vinculación con la eurozona los ha diferenciado de otras economías emergentes más vinculadas al ciclo económico global.

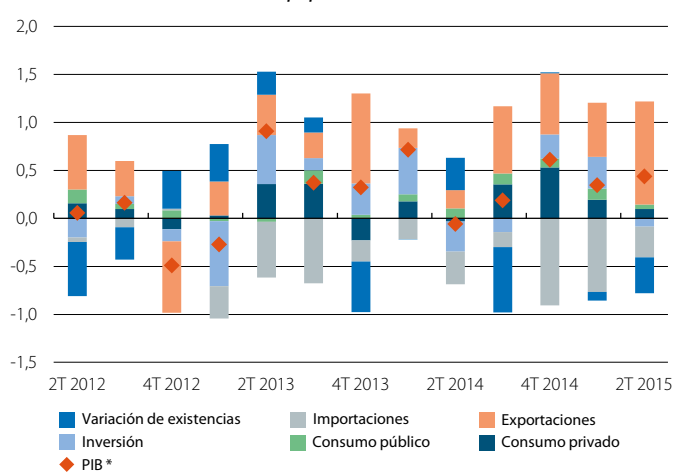
Eurozona: sector exterior



Notas: * Indicador que forma parte del índice de sentimiento económico y recoge las expectativas del volumen de exportaciones en los próximos tres meses. ** 3T 2015 (promedio de julio y agosto).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Alemania: crecimiento intertrimestral del PIB

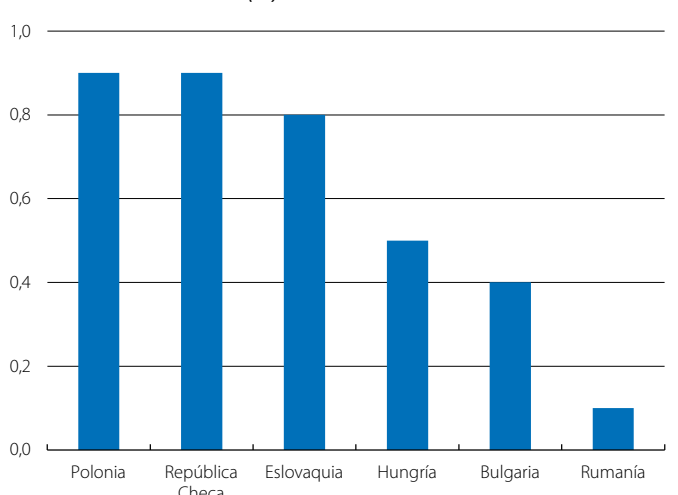
Contribución al crecimiento (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral (%).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis.

Europa emergente: PIB del 2T 2015

Variación intertrimestral (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

FOCUS · ¿Cuáles son los pasos imprescindibles para completar la unión económica y monetaria en la eurozona?

La crisis griega ha puesto de relieve, repetidamente desde 2010, las debilidades de la arquitectura institucional de la eurozona y las dificultades para crear una unión económica y monetaria (UEM) fuerte. Para superarlas, los presidentes de la Comisión Europea, del Eurogrupo, del Consejo Europeo y del BCE elaboraron un informe¹ en 2012 que sirvió para la pronta implementación de los mecanismos de supervisión y coordinación de las políticas económicas y presupuestarias de los distintos países de la eurozona. Ahora, en el llamado «Informe de los cinco presidentes»,² a la lista inicial de mandatarios se ha añadido el del Parlamento Europeo, con el fin de impulsar la hoja de ruta que profundiza en los aspectos que quedaron pendientes. En particular, la iniciativa persigue que la eurozona pase de un sistema de reglas y recomendaciones a un sistema con instituciones comunes con una mayor soberanía compartida.

El informe supone un importante avance al plantear, ya en la primera fase, prevista entre julio de 2015 y junio de 2017, llevar a cabo acciones que permitan una mayor integración económica y financiera, sin necesidad de modificar los tratados europeos. Entre ellas, destaca la creación de unas autoridades de competitividad nacionales independientes que deberán evaluar si los salarios evolucionan de acuerdo con la productividad. Asimismo, se fortalecerá el sistema de gobernanza actual mediante una mayor coordinación de las políticas económicas en un Semestre Europeo revisado. La primera parte de esta fase (programada de noviembre a febrero de cada año) estará más dedicada a la eurozona en su conjunto y fijará las prioridades de la región. La segunda parte (de marzo a julio) se centrará en los países de manera individual y se plasmará en recomendaciones más concretas para aumentar sus respectivos crecimientos potenciales. En esta primera fase, una parte importante de los cambios institucionales incluirá completar la unión bancaria con un fondo de garantía de depósitos común y un fondo de resolución único, y se pondrá en marcha, asimismo, la unión del mercado de capitales.

El reto, no obstante, es conseguir que en la segunda etapa, a partir de julio de 2017, se complete la estructura institucional de la UEM para lograr una convergencia duradera. Para ello será fundamental la publicación de un libro blanco en la primavera de 2017, en el que se concretarán las medidas necesarias para completar la UEM, incluyendo cambios legislativos. Por un lado, en esta fase se formalizará el proceso de convergencia económica con un conjunto de *benchmarks* decididos de manera conjunta entre los

1. *Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria*, informe del Consejo Europeo y del Consejo de la Unión Europea, publicado el 5 de diciembre de 2012.

2. *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, informe de Jean-Claude Juncker (Comisión Europea), en colaboración con Donald Tusk (Consejo Europeo), Jeroen Dijsselbloem (Eurogrupo), Mario Draghi (BCE) y Martin Schulz (Parlamento Europeo), publicado el 22 de junio de 2015.

países (sobre el mercado laboral, la competitividad, etc.), a los que se conferiría una naturaleza legal. Por otro, se avanzará hacia la unión fiscal a través de la creación de una función de estabilización macroeconómica común que permita hacer frente a fuertes *shocks* macroeconómicos con mayores garantías y lograr que la UEM sea más resistente. Al mismo tiempo, se pretende dar mayor legitimidad democrática al proceso de decisión en la eurozona, otorgando más protagonismo al Parlamento Europeo y a los Parlamentos nacionales en el Semestre Europeo, y mediante una mayor institucionalización de la eurozona, con un Tesoro único que tome más decisiones conjuntas en materia fiscal o una presidencia permanente del Eurogrupo.

La propuesta es un paso adelante en la construcción de la UEM en tanto que identifica las etapas que se deben realizar: define un punto de partida suficientemente amplio como para que todos los países se sientan identificados con el proyecto y, al mismo tiempo, mantiene en el horizonte un objetivo ambicioso. Sin embargo, el extenso calendario de implementación (nada menos que hasta 2025) es un tanto lento, dada la urgencia de la misión. Profundizar rápidamente en las propuestas es indispensable para avanzar hacia una UEM con un sistema de instituciones comunes que mejoren la política económica y presupuestaria del conjunto de países de la eurozona. Es imprescindible que las propuestas de los cinco presidentes reciban el impulso político de los líderes de los países de la eurozona, puesto que la construcción de una UEM completa exige un respaldo fuerte de todos los Estados miembros que en ella participan.

Calendario de implementación propuesto en el «Informe de los cinco presidentes»



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

FOCUS · Políticas monetarias expansivas y agregados monetarios

Desde el inicio de la crisis de deuda soberana europea, en 2011, el BCE ha implementado una política monetaria ultraexpansiva. En ese contexto, la liquidez inyectada en el sistema financiero ha alterado la estrecha relación que históricamente ha existido entre la evolución de los agregados monetarios y el crédito al sector privado. Mientras que el aumento del balance del BCE derivó en un incremento de la oferta monetaria (el M3 creció un 5% interanual en junio), el crédito bancario al sector privado se redujo notablemente y solo alcanzó crecimientos positivos el pasado mes de mayo. En este Focus analizamos los factores que explican la divergencia entre la evolución del dinero y del crédito durante la implementación de los programas expansivos.

Los agregados monetarios son una de las variables económicas que se encuentran bajo estricta vigilancia por parte de los bancos centrales, ya que informan sobre la cantidad de dinero en circulación en una economía y, por tanto, sobre las posibles presiones en los precios. Existen varios agregados monetarios, en función de la liquidez y el plazo de los instrumentos incluidos. El más amplio que publica el BCE es el M3, que incluye la moneda física en circulación y los depósitos bancarios más líquidos, desde cuentas corrientes comunes hasta cuentas de ahorro con vencimientos menores a dos años.

Históricamente, la evolución del crédito al sector privado y de la oferta monetaria ha sido muy similar, lo que parece razonable dado que son, respectivamente, las dos mayores partidas del activo y del pasivo en el balance de las instituciones financieras. Sin embargo, desde el inicio de la implementación de las medidas expansivas no convencionales, esta relación se debilitó. Puesto que los balances siempre cuadran, para explicar el aumento de la oferta monetaria (pasivo) sin que haya crecido el crédito bancario al sector privado (activo), debemos explorar el comportamiento del resto de partidas del balance de los bancos. En concreto, se observan dos dinámicas. La primera consiste en un cambio en la proporción de financiación al sector público respecto al sector privado en los balances de las instituciones financieras. Es decir, el aumento de la oferta monetaria, en vez de ir acompañado por un aumento del crédito al sector privado, se ha usado sobre todo para financiar al sector público, ya sea directamente, a través de la compra de bonos soberanos por parte del BCE, ya sea indirectamente, mediante la liquidez de las subastas LTRO que muchos bancos han utilizado para invertir en deuda pública. Además, durante las etapas de mayor incertidumbre, los bancos tuvieron que aumentar la proporción de activos líquidos en sus balances, tales como las reservas en el banco central, y, por tanto, disponían de menos recursos para la concesión de crédito.

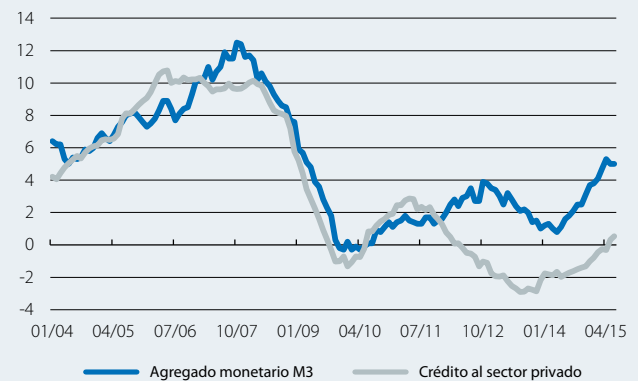
El segundo factor consiste en un efecto sustitución producido entre pasivos con distintos vencimientos. Es decir, la reducción de los tipos de interés de los pasivos a largo plazo tras la puesta en marcha del QE ha incentivado la recomposición de las carteras hacia productos a más corto

plazo. Así, se ha observado una reducción de los pasivos a más largo plazo, excluidos del M3, que, en parte, han sido reemplazados por pasivos de menor vencimiento, que sí se incluyen en el agregado monetario.

En definitiva, los factores que explican la divergencia entre los agregados monetarios y el crédito al sector privado son temporales. Es de esperar que, a medida que la recuperación económica vaya cogiendo fuerza y que el proceso de desapalancamiento del sector privado se complete, el crédito vuelva a crecer. Asimismo es de esperar que el sector público, que ha aumentado su nivel de endeudamiento para amortiguar el impacto de la recesión, sanee sus cuentas en los próximos años, lo cual debería reducir sus necesidades de financiación. En este contexto, los tipos de interés a más largo plazo también se deberían ir normalizando, más pronto que tarde. Unas dinámicas que ya empiezan a observarse y que son un síntoma más de que la situación económica de la eurozona, aunque lentamente, va volviendo a la normalidad.

Crédito al sector privado* y agregado monetario amplio (M3)

Variación interanual (%)



Nota: * Incluye crédito a empresas no financieras y a hogares.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Crédito a la Administración pública y pasivos financieros a largo plazo

Variación interanual (%)



Nota: * Incluyen depósitos con vencimiento mayor a 2 años, depósitos reembolsables con vencimiento mayor a 3 meses, títulos de deuda de las instituciones financieras con vencimiento mayor a 2 años, y capital y reservas de las instituciones financieras.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,3	0,8	1,9	2,1	2,1	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	0,6	0,3	1,6	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-18,7	-10,1	-10,0	-11,3	-6,3	-5,3	-7,2	-6,9
Sentimiento económico	93,8	101,6	101,2	100,8	102,6	103,7	104,0	104,2
PMI manufacturas	49,6	51,8	50,9	50,5	51,4	52,2	52,4	52,4
PMI servicios	49,3	52,5	53,2	51,7	53,5	54,1	54,0	54,3
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,7	0,9	0,8	...	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,5	11,4	11,2	11,1	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,4	10,5	10,3	10,2	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,7	12,7	12,4	12,5	...	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,4	24,1	23,7	23,1	22,6	...	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	04/15	05/15	06/15	07/15
Saldo corriente: eurozona	1,9	2,1	2,1	2,1	2,5	2,7	2,5	2,6	2,7	...
Alemania	6,4	7,4	7,2	7,4	7,6	8,0	7,8	7,8	8,0	...
Francia	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,6	-0,2	-0,6	-0,4	-0,2	...
Italia	0,9	1,9	1,6	1,9	2,0	2,3	2,1	2,2	2,3	...
España	1,4	0,8	0,7	0,8	1,0	1,2	1,0	1,2	1,2	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,2	101,8	101,2	99,0	93,0	91,1	89,6	91,5	92,3	91,3

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	04/15	05/15	06/15	07/15
Financiación del sector privado										
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,3	-2,2	-2,0	-1,3	-0,4	0,1	0,0	0,2	0,2	0,9
Crédito a hogares ^{1,2}	0,3	0,5	0,5	0,7	1,0	1,5	1,3	1,5	1,7	1,9
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,6	2,4	2,2	2,0	2,0	2,1	2,0	...
Depósitos										
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,9	7,2	9,7	11,7	11,0	11,8	12,3	12,7
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-1,7	-2,1	-3,1	-3,9	-3,3	-4,1	-4,3	-4,6
Instrumentos negociables	-14,8	-7,2	-5,8	1,3	3,8	5,6	11,6	4,7	0,5	3,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	...

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

COYUNTURA · El ritmo de avance del PIB se acelera y su composición es más equilibrada

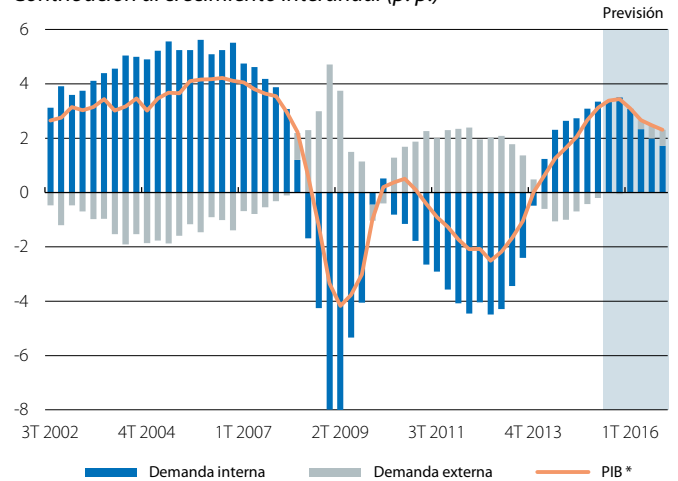
La demanda interna impulsa el crecimiento y se reduce la contribución negativa de la demanda externa. En el 2T 2015, el ritmo de crecimiento de la economía española se aceleró de nuevo. En concreto, el PIB avanzó un 1,0% intertrimestral (un 3,1% interanual), alcanzando unos registros similares a los de antes de la crisis, en 2007. El desglose por componentes muestra que el patrón de crecimiento es más equilibrado que en los trimestres precedentes. El avance del PIB sigue apoyándose en la demanda interna, que contribuyó en 3,3 p. p. al crecimiento interanual (3,1 p. p. en el 1T). Los componentes que despuntaron con más intensidad fueron el consumo privado y la inversión en equipo. En cambio, el consumo público y la inversión en construcción no residencial se moderaron tras el repunte del 1T. Por otro lado, la demanda externa tuvo una contribución menos negativa al crecimiento interanual del PIB (de -0,2 p. p. frente a los -0,4 p. p. del 1T), como resultado de la buena evolución de las exportaciones y del incremento contenido de las importaciones. De cara a 2016, prevemos que esta tendencia se afiance, gracias a la recuperación de la eurozona y a la devaluación del euro, lo que permitirá que la demanda externa vuelva a contribuir positivamente al crecimiento del PIB.

El FMI alerta del bajo potencial de crecimiento a largo plazo de la economía española. A pesar del buen momento cíclico de la economía española, no hay que olvidar que gran parte del impulso obedece al impacto positivo de factores de apoyo temporales (el bajo precio del petróleo, la depreciación del euro y la rebaja fiscal). En los próximos trimestres, es previsible que su efecto se diluya paulatinamente, dando lugar a una suave desaceleración del PIB. En este sentido, la principal preocupación que se desprende del informe anual del FMI sobre la economía española corresponde a su velocidad de crecimiento potencial, que el organismo sitúa en el 1,3% en 2020, a causa del bajo crecimiento de la productividad, la limitada inversión y la modesta contribución del factor trabajo (por factores demográficos y el elevado paro estructural). Para impulsar el crecimiento potencial de la economía y la generación de empleo, el FMI recomienda ahondar en la reforma laboral (por ejemplo, vincular los salarios a la productividad de la empresa y mejorar la formación de los desempleados), tomar medidas para incrementar el tamaño medio de las empresas (por ejemplo, incentivar la competencia y eliminar las diferencias de regulación a nivel regional o local), promover la internacionalización empresarial, facilitar el desendeudamiento privado y continuar con el proceso de consolidación fiscal.

El consumo privado se postula como el principal motor de crecimiento. Tal y como venían señalando los indicadores adelantados del 2T, el consumo privado creció con fuerza (un 1,0% intertrimestral), una tendencia que se extiende al 3T, a tenor de los buenos registros de las ventas minoristas en julio. Varios factores explican este tirón del consumo, unos de índole más tem-

PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

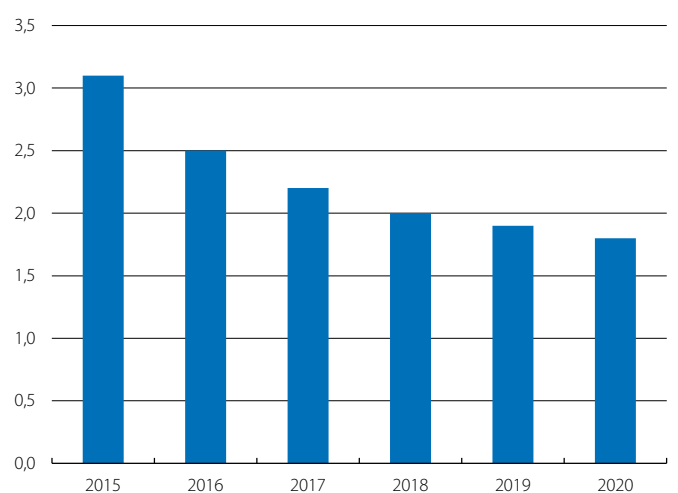


Nota: * Variación interanual.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Previsión de crecimiento del PIB del FMI

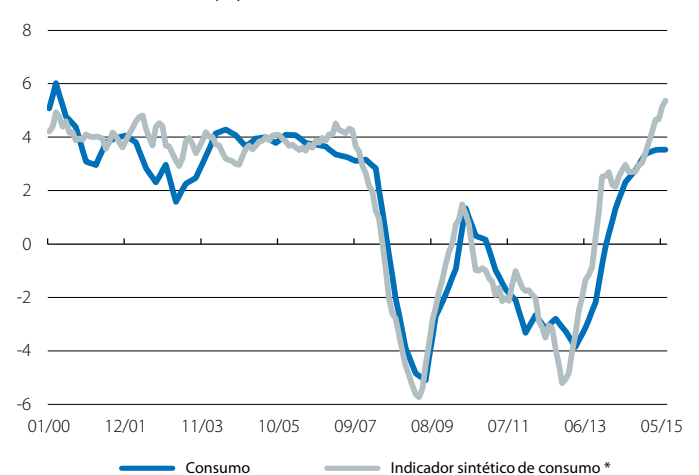
Variación anual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

Indicadores de consumo privado

Variación interanual (%)



Nota: * Variación interanual de la media móvil de tres meses.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Economía.

poral, como la reducción de la factura energética a raíz de la caída del precio del petróleo o la rebaja fiscal, y otros de carácter más estructural, entre los cuales destaca la mejora del mercado laboral y de las condiciones de financiación. En este último respecto, la nueva concesión de crédito al consumo aumentó un 39,5% interanual en julio (dato acumulado de 12 meses) y los tipos de interés del nuevo crédito siguieron reduciéndose y convergiendo hacia los niveles del resto de países de la eurozona.

La inversión en equipo repunta y la inversión en construcción sigue su senda de recuperación moderada. La vitalidad de la inversión en equipo en el 2T (3,2% intertrimestral) sorprende positivamente y otorga solidez a la recuperación, dado que este tipo de inversión está ligada a la actividad productiva empresarial. En cambio, como ya se anticipaba, el ritmo de avance de la inversión en construcción se redujo ligeramente (un 1,4% intertrimestral) a causa de la ralentización de la inversión no residencial, más ligada a la licitación pública. En cambio, la velocidad de crecimiento de la inversión en construcción residencial se aceleró, aunque permanece en niveles muy bajos debido a que el stock de viviendas vacías por vender es todavía muy elevado.

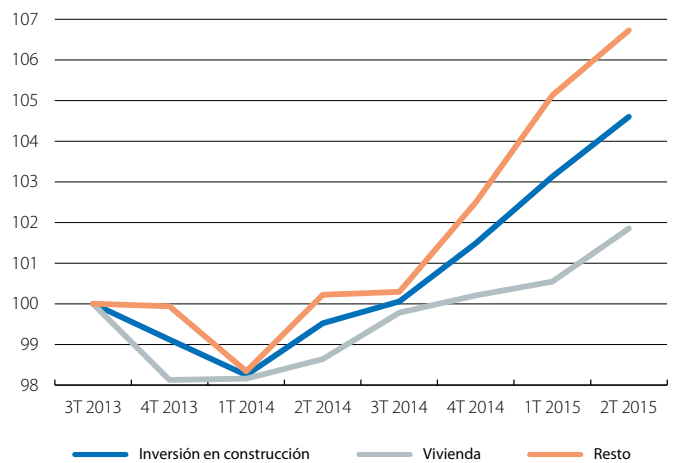
La creación de empleo fue robusta en el 2T, con un registro de 411.800 personas según la EPA, un dato similar al del 2T 2014 y mucho mejor que el de los años de crisis. Como resultado, la tasa de variación interanual de la ocupación se mantuvo fuerte (en el 3,0%) y la tasa de paro se redujo en 1,4 p. p., hasta el 22,4%, a pesar del crecimiento de la población activa. La mejora de la ocupación fue generalizada en todas las ramas de actividad y se concentró en el sector privado. Esta tendencia también se observa en los datos de afiliados a la Seguridad Social del mes de julio.

El ritmo de avance de la remuneración total de los asalariados se moderó en el 2T al deshacerse el efecto de la devolución del 25% de la paga extra a los funcionarios en el 1T. En concreto, la remuneración por asalariado retrocedió un 0,6% intertrimestral en el 2T, tras registrar un avance del 0,9% intertrimestral en el 1T. Con todo, la remuneración total de los asalariados (masa salarial) creció un 0,4% en el trimestre gracias al incremento del número de asalariados (un 1,0% intertrimestral). Se prevé que el Gobierno devuelva un 25% adicional de la paga extra antes de fin de año, y el 50% restante en 2016.

El déficit comercial aumentó en junio, a pesar de la mejora del saldo energético. Aunque el comportamiento de las exportaciones de bienes fue muy positivo en el 2T (5,4% interanual), el ritmo de avance de las importaciones en términos nominales se aceleró hasta el 5,7% interanual, de modo que el déficit comercial (según el acumulado de 12 meses) se incrementó hasta los 24.070 millones de euros, una cifra que habría sido superior de no haber sido por la caída del precio del petróleo. En los próximos meses, el hecho de que el precio del petróleo haya vuelto a bajar favorecerá que la mejora del saldo energético siga contribuyendo a la buena marcha del sector exterior. Además, los datos récord de turistas internacionales en lo que va de año hacen prever que 2015 se cerrará por encima de los casi 65 millones del año pasado. Francia y los países asiáticos son los que más aportan a la mejora turística internacional, en clara contraposición con Rusia. Véase el Focus «El turismo en España: más resistente y competitivo» en este mismo informe.

Inversión en construcción: vivienda y resto

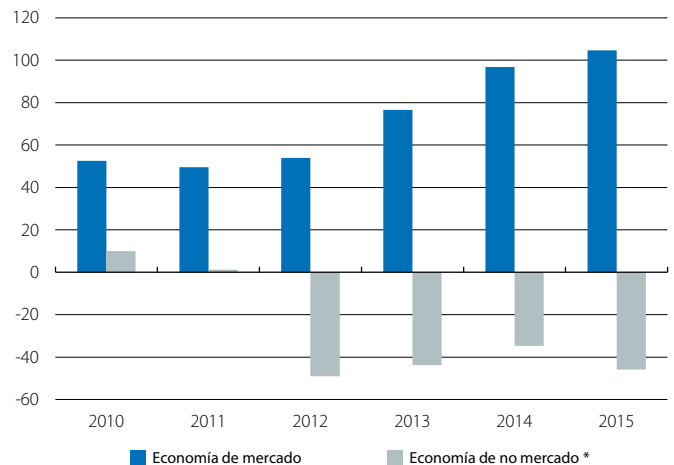
Índice (100 = 3T 2013)



Nota: Datos reales. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Afiliados a la Seguridad Social

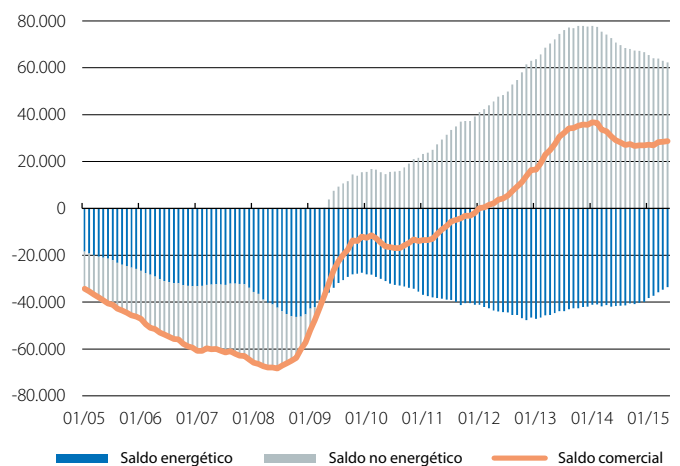
Variación en julio (miles de personas)



Nota: * Incluye Administración pública, educación, sanidad y actividades sociales y artísticas. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del MEySS.

Saldo energético y no energético

(Millones de euros)



Nota: Datos acumulados de 12 meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

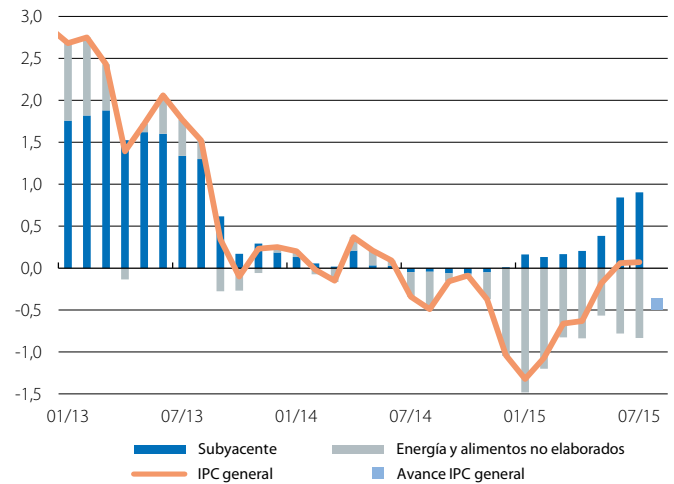
La inflación vuelve a terreno negativo en agosto después de solamente dos meses en positivo. El IPC registró una variación interanual del -0,4% en agosto, lo que supone una reducción de cinco décimas respecto a la inflación del mes anterior (0,1%). Aunque todavía no se conoce el desglose por componentes, este retroceso se explica íntegramente por el precio de la energía. A corto plazo, la incertidumbre que rodea la evolución del crudo seguirá siendo clave en la dinámica del IPC general. Por otro lado, se mantiene la tendencia al alza de los componentes más estables de la inflación, acorde con el fuerte impulso de la demanda interna. Así, la inflación subyacente subió del 0,6% al 0,8% en julio.

El Gobierno presenta de forma anticipada los Presupuestos Generales del Estado de 2016. La reducción prevista del déficit de la Administración central (de siete décimas, hasta el 2,2% del PIB) se apoya en un cuadro macroeconómico favorable, que contempla un crecimiento del PIB del 3,0% en 2016. En este sentido, la Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) emitió un informe en el que evaluaba el cuadro macroeconómico del Gobierno y concluía que el escenario económico es plausible y que presenta riesgos equilibrados, aunque señala las posibles dificultades para ejecutar la rigurosa política de contención del gasto público que se desprende de las previsiones de consumo público realizadas por el Gobierno. Los presupuestos prevén un aumento de los ingresos tributarios del 4,0% y una reducción del gasto del 4,4%, consecuencia del descenso del pago de intereses y de prestaciones por desempleo que se derivarán de la mejora cíclica de la economía. En este sentido, los presupuestos no contemplan medidas adicionales de consolidación fiscal. Asimismo, se prevé una subida del 0,25% de las pensiones y un notable aumento del gasto en personal, tras años de contención, como reflejan la subida del 1,0% de la retribución de los empleados públicos, la devolución del 50% de la paga extra de 2012, la recuperación de los días libres y el aumento de la tasa de reposición de las plantillas.

La recuperación de la actividad también se está beneficiando del impulso del crédito, un empuje que perciben especialmente las pymes. La buena evolución de la nueva concesión a sociedades no financieras de créditos de menos de un millón de euros, los que por lo general solicitan las pymes, se incrementó un 13,6% interanual en julio (dato acumulado de 12 meses), lo cual invita al optimismo. La encuesta de préstamos bancarios del mes de julio también revela que los bancos experimentaron un notable aumento de la demanda proveniente de este segmento en el 2T y que esperan que se incremente todavía más en el 3T. Además, los tipos de interés de esta modalidad de préstamos llevan más de un año disminuyendo de forma considerable y ya se aproximan a los niveles del resto de países de la eurozona, un signo irrefutable de que la fragmentación financiera se está reduciendo como consecuencia tanto de las políticas implementadas por el BCE como del saneamiento llevado a cabo por el sector bancario español. Respecto a este último aspecto, cabe señalar que la tasa de morosidad sigue descendiendo y que se situó en el 11,0% en junio, gracias al notable retroceso de crédito dudoso (-19,8% interanual, hasta los 149.308 millones de euros).

IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Objetivos de déficit público

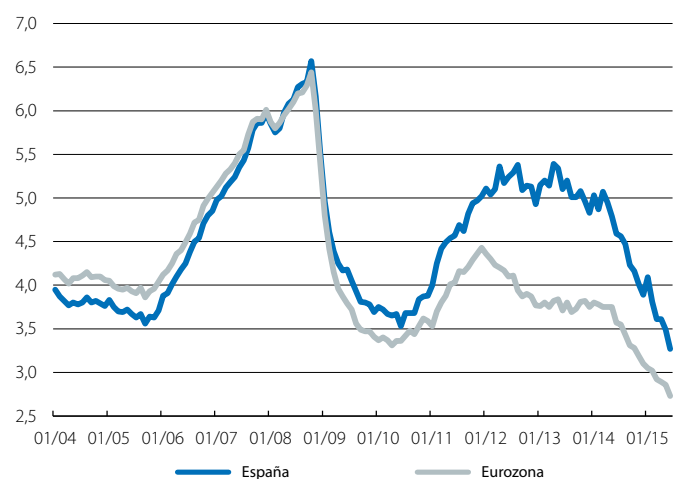
(% del PIB)

	Objetivos					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Administración central	-4,2	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1	-0,2
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-0,7	-0,3	-0,1	0
Corporaciones locales	0,5	0,5	0	0	0	0
Seguridad Social	-1,1	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Total AA. PP.	-6,3	-5,7	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3
<i>Ayudas a la banca</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Total AA. PP. (con banca)	-6,8	-5,8	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

Tipo de interés de los nuevos créditos a pymes *

(%)



Nota: * Créditos de hasta 1 millón de euros.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

FOCUS · Salarios y ciclo económico: una aproximación mediante la curva de Phillips

La evolución de los salarios ha vuelto al centro del debate económico ahora que la recuperación española está ganando intensidad. La razón principal es que, si bien es cierto que la mejora del mercado de trabajo se va afianzando mes a mes, también lo es que la tasa de paro sigue siendo muy elevada. En este Focus analizamos la relación histórica entre salarios¹ y desempleo (conocida como la curva de Phillips)² en la economía española para entrever cómo es de esperar que evolucionen los salarios en los próximos trimestres.

En 2007, el año anterior al inicio de la recesión económica y después de una década muy expansiva, los salarios aumentaron un 4,7% en términos nominales (un 1,9% en términos reales) y la tasa de paro se mantuvo en cotas relativamente bajas (del 8,2% en promedio). A partir de 2008, empezó un periodo de ajuste brusco del mercado laboral, caracterizado por una elevada destrucción de empleo. Al mismo tiempo, los incrementos salariales iniciaron una senda descendente (véase el primer gráfico). En concreto, por cada punto porcentual de aumento de la tasa de paro, el crecimiento de los salarios se redujo en 0,45 p. p. (0,35 p. p. en términos reales). Esta sensibilidad es comparable, aunque algo inferior, a la que se produjo durante la recesión de 1992-1993, de -0,65 p. p. en términos nominales (-0,37 p. p. en términos reales), lo que evidencia que los salarios en España, como en otras economías avanzadas, crecen menos durante las recesiones.

Este comportamiento no es igual de intenso en las recuperaciones. En particular, al inicio de una etapa expansiva, cuando el desempleo aún es elevado, los salarios responden menos a la mejora de la economía. En general, los salarios empiezan a repuntar cuando la tasa de paro se sitúa por debajo de su nivel estructural.³ Si prestamos atención a la salida de la recesión de 1993, reparamos en que los incrementos salariales nominales se mantuvieron estancados alrededor del 3% en el periodo 1994-2000, lo que supone un incremento inferior a la inflación, del 3,2% en promedio en ese mismo periodo. Entonces el ritmo de crecimiento de los salarios no se incrementó hasta que la tasa de paro se situó por debajo del 12%, aproximadamente.⁴

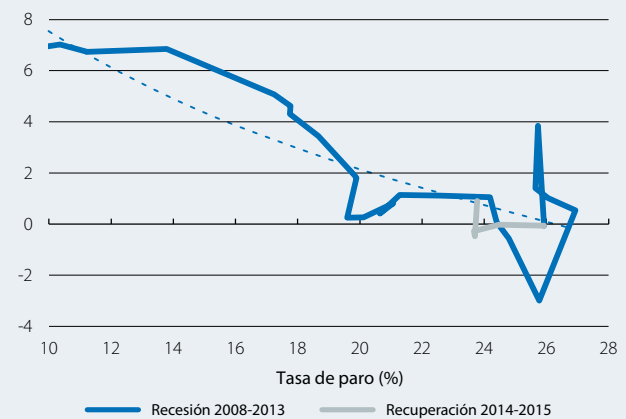
En la actual recuperación económica, a pesar de que la tasa de creación de empleo se situó en un notable 3,0% interanual en el 2T 2015 según la EPA, la tasa de paro sigue sien-

do muy elevada (del 22,4%). En este contexto, y mientras la tasa de paro no se reduzca de forma significativa, es de esperar que los incrementos salariales para el conjunto de la economía sean limitados, tal y como predice la curva de Phillips al inicio de una etapa expansiva. Sin embargo, un análisis sectorial revela que no todos los sectores de actividad se encuentran en la misma posición cíclica. De este modo, es de prever que los salarios repunten antes en aquellos sectores que disponen de un margen más ajustado para aumentar la producción con los recursos laborales disponibles.

En conclusión, los salarios son un factor clave para la competitividad empresarial y, por este motivo, debería vigilarse de cerca su evolución a fin de no poner en peligro las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años. Para evitar este riesgo, tal y como recomienda el FMI en su informe anual sobre la economía española, sería aconsejable una mayor vinculación de los salarios a las condiciones específicas de cada sector de actividad o empresa.

Curva de Phillips entre 2008 y el 1T 2015

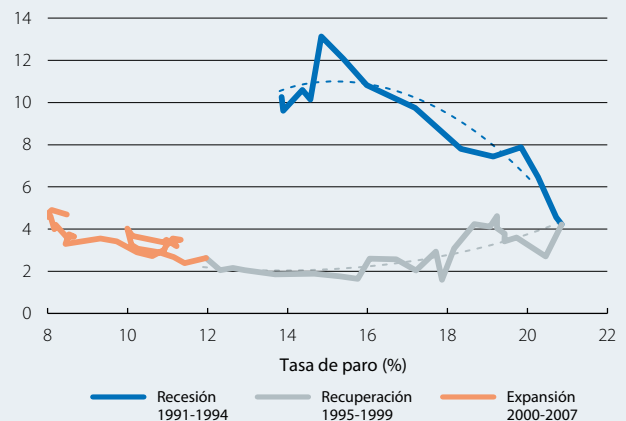
Salarios nominales (variación interanual, %)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Curva de Phillips entre 1991 y 2007

Salarios nominales (variación interanual, %)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

1. Los salarios se definen como la remuneración por asalariado a tiempo completo de contabilidad nacional.
2. El trabajo original del economista neozelandés William H. Phillips (1958) encontró una relación negativa entre el crecimiento de los salarios y la tasa de desempleo en el Reino Unido.
3. La tasa de paro estructural es aquella que corresponde a una economía cuya producción alcanza su producción potencial y, como tal, no es directamente observable.
4. En el periodo 2001-2007, los salarios nominales aumentaron un 3,7% y la tasa de paro se situó en el 10,5% en promedio.

FOCUS · El turismo en España: más resistente y competitivo

España está camino de batir una nueva marca histórica en el número de turistas internacionales que recibe al año, superando con creces los casi 65 millones con los que cerró 2014. El país se ha establecido como uno de los destinos turísticos favoritos del mundo: el año pasado ocupó la tercera posición en afluencia de visitantes extranjeros, por detrás de Francia y de EE. UU., y la segunda en ingresos, superado solo por EE. UU.

La buena marcha del sector turístico a nivel mundial durante los años de crisis ha supuesto un apoyo significativo para aquellos países que, como España, comparten un importante peso del sector.¹ Según un reciente informe sobre competitividad turística elaborado por el Foro Económico Mundial, las cifras de pasajeros aéreos, ocupación hotelera y visitantes internacionales han recuperado rápidamente las tendencias previas a la crisis global.² El sector turístico español, además, se ha beneficiado de la difícil situación que atraviesan algunos países del norte de África y Oriente Próximo.

Concretamente, el sector turístico ha sido uno de los pocos que no solo no ha destruido empleo, sino que lo ha creado. Así, entre junio de 2006 y junio de 2015, el número de trabajadores del sector aumentó un 15% (pasaron de 1,9 a 2,2 millones), unas magnitudes que contrastan con la caída superior al 8% que sufrió el total de ocupados a nivel nacional. Y si bien es cierto que la calidad del empleo que se crea en la industria turística suele ser inferior al promedio nacional, tal y como apuntan la inferioridad de los salarios (un 16% por debajo del promedio) y la mayor temporalidad de los puestos de trabajo (de un 33% frente al 23% nacional), ligada a la todavía alta estacionalidad del turismo que recibe el país, su capacidad de resistencia ante los embates de la crisis es un elemento que juega a su favor.

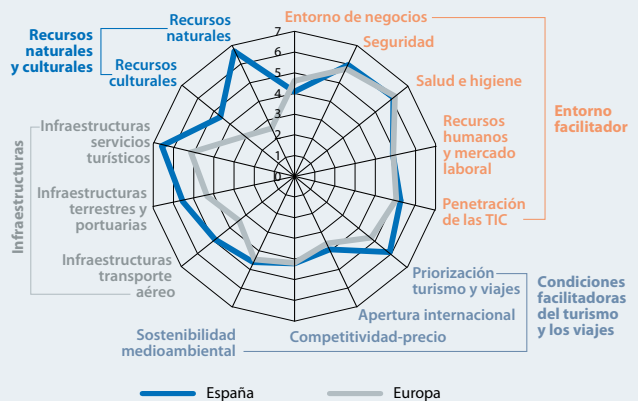
Sin duda, la buena marcha del sector turístico español tiene mucho que ver con su grado de competitividad. En la actualidad, España se sitúa a la cabeza del *ranking* de competitividad turística y de viajes, según el informe bienal que también elabora el Foro Económico Mundial. Dicho *ranking* se basa en los factores y las políticas que favorecen el desarrollo y el éxito del sector turístico de cada país, y se estructura en cuatro índices que, a su vez, abarcan distintos pilares (14 en total). Entre ellos, España destaca en los recursos culturales y naturales, así como en la mayoría de infraestructuras relacionadas con el sector

1. En España, el sector turístico representa en torno al 11% del PIB y al 12% en términos de empleo, ligeramente por encima del promedio mundial (10% del PIB y 9% del empleo).
 2. World Economic Forum, *Travel and Tourism Competitiveness Report* (2015).

turístico. Por el contrario, se sitúa por debajo del promedio de Europa en el entorno de los negocios. Un bastión que, además, no ha tenido visos de poder conquistarse en los últimos años:³ mientras que España se situaba en 2008 en la posición 56, en el informe de 2015 cayó hasta la posición 100 de un total de 141.⁴ De la misma manera, la relación competitividad-precio del sector, pese a encontrarse en la media europea, no ha mejorado en estos años con respecto al total de países analizados. Un fenómeno que puede sorprender, habida cuenta de la contención salarial y de los moderados avances de los precios españoles en este tiempo. Aunque el retroceso en este pilar se explica por la incorporación en el informe de países altamente competitivos en cuanto a precios se refiere, y no tanto a un estancamiento de España en este ámbito, señala la necesidad de seguir una política que mantenga la competitividad del sector.

Así pues, la relevancia del sector turístico en la economía española, su resistencia y su enorme potencial, más allá incluso de su atractivo en términos de historia, cultura y parajes naturales, invitan a reflexionar y a actuar sobre las vías de mejora de la competitividad del sector. Potenciar una oferta turística menos estacional fomentando, por ejemplo, la esfera de los negocios o la gastronómica, podría dar un impulso a la industria turística al mismo tiempo que ayudaría a reducir la elevada temporalidad del mercado laboral.

Índice de competitividad turística



Nota: El índice toma valores del 1 al 7, que corresponden al peor y al mejor registro, respectivamente.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Foro Económico Mundial (Travel and Tourism Competitiveness Report, 2015).

3. Desde 2007, año en que empezó a elaborarse el índice de competitividad turística y de viajes.
 4. Aunque en 2015 ha habido un cambio metodológico en la elaboración de los pilares y el número de países ha incrementado, la caída de casi 50 posiciones por parte de España señala un ámbito en el que se debe mejorar.

FOCUS · El precio de la vivienda: una recuperación por barrios

La mayor tracción de la economía española, junto con el fin del ajuste del precio de la vivienda, está dibujando un panorama inmobiliario más halagüeño. A nivel nacional, los datos de tasación indican que los precios prácticamente se estabilizaron en el 1T 2015 (con una variación del -0,1% interanual) y que incluso empezaron a crecer en términos reales. Sin embargo, a nivel de submercado se observan grandes diferencias. A continuación analizamos los principales determinantes de esta dispersión.

La fuerte heterogeneidad de la evolución de los precios queda patente cuando se observan las distintas dinámicas por provincias. En aquellas en las que se encuentran las grandes ciudades (como Barcelona o Madrid) y los principales focos turísticos (como las islas Baleares o las Canarias) ya se están experimentando avances positivos en los precios. En cambio, en otras regiones los precios todavía siguen contrayéndose fuertemente. En concreto, en el 1T 2015, 18 provincias experimentaron caídas en el precio de la vivienda superiores al 2% interanual, mientras que 13 provincias registraron avances superiores al 2%.

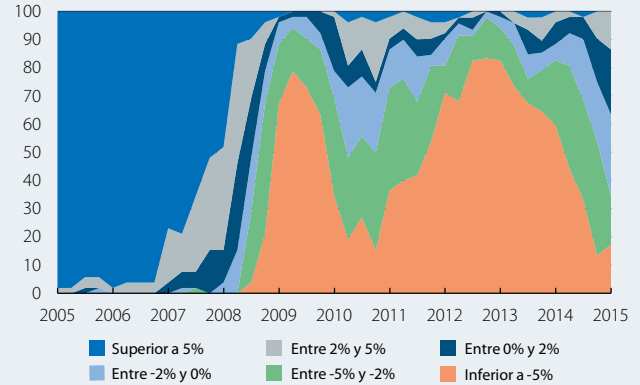
Las diferencias en la evolución del precio de la vivienda por provincias ponen de manifiesto que las distintas regiones se encuentran en distintos puntos del ciclo inmobiliario. Así, mientras que el sector ya se sitúa en el inicio de una etapa expansiva en las grandes ciudades y en la costa mediterránea y las islas, con crecimientos positivos tanto en los precios como en las compraventas, el resto de regiones españolas permanecen más rezagadas, inmersas aún en una etapa de estabilización del sector.

Las distintas velocidades que presenta la recuperación del mercado inmobiliario se explican por factores tanto de demanda como de oferta. Entre los primeros destaca la demanda extranjera, que ha incidido en la evolución de los precios en las regiones más turísticas. Por el lado de la oferta, el exceso de stock de viviendas vacías por vender juega un papel importante para explicar las diferentes dinámicas de los precios entre regiones. Como se observa en el último gráfico, en las regiones donde el exceso de oferta es mayor, los precios de la vivienda siguen contrayéndose con fuerza. Por ejemplo, en el 1T 2015, las provincias con un exceso de stock tan elevado que necesitaban más de cinco años de compraventas para vaciarlo, sufrieron caídas en los precios del 2% interanual en promedio, mientras que las provincias con escasez de stock (por debajo del nivel de equilibrio), experimentaron un avance del 0,1% interanual en promedio.

Actualmente, el stock a nivel agregado es todavía muy elevado, lo que sigue condicionando la evolución de los precios del sector inmobiliario. Sin embargo, la recuperación va por barrios y ya se observa un mayor dinamismo en aquellas zonas donde el stock se encuentra muy cerca de su nivel de equilibrio.

Dispersión del crecimiento del precio de la vivienda* por provincias

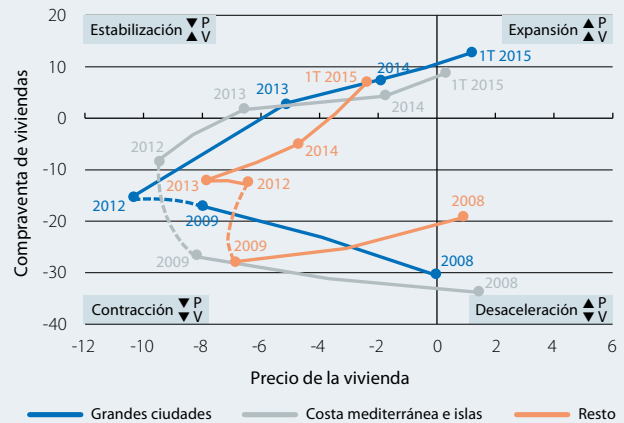
(% del total de provincias)



Nota: * Variación interanual del precio de la vivienda libre en términos nominales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.

Reloj inmobiliario por regiones

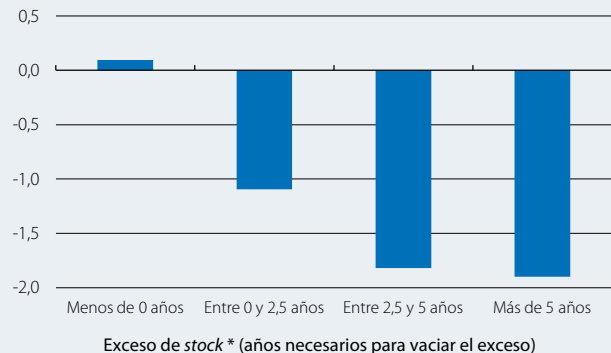
Variación interanual (%)



Nota: Se excluye el periodo 2010-2011 a causa del efecto provocado por los incentivos fiscales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Fomento.

Stock de viviendas nuevas por vender y precio de la vivienda en el 1T 2015

Precio de la vivienda (variación interanual, %)



Nota: * El exceso de stock de viviendas nuevas por vender se calcula como el stock actual menos el stock de equilibrio dividido por las compraventas de vivienda nueva.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Fomento.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
Industria								
Consumo de electricidad	-2,1	-0,1	0,4	-1,6	1,2	-0,3	5,4	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	0,6	0,3	1,5	3,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-5,7	-5,3	-3,2	0,9	-0,9	1,6
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,1	53,7	54,4	54,8	53,6	...
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-2,1	4,0	12,1	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,6	-5,1	0,3	8,9	10,2	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	5,8	7,2	7,5	5,4	5,2	3,7	6,3	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	56,7	54,3	56,7	58,3	59,7	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	0,4	2,8	2,5	2,8	3,7	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	17,0	21,7	31,4	13,6	23,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-7,9	-9,6	-0,6	1,6	0,0	-1,3

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Instituto Nacional de Estadística, Markit y la Comisión Europea.

Indicadores de empleo

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15	07/15
Afiliados a la Seguridad Social¹									
Sectores de actividad									
Industria	-4,3	0,1	0,6	0,9	1,5	2,0	2,3	2,3	2,4
Construcción	-12,1	-1,6	-0,5	1,6	4,6	5,6	6,0	5,3	4,9
Servicios	-2,0	2,2	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8	3,6	3,6
Situación profesional									
Asalariados	-3,8	1,4	1,9	2,3	3,0	3,8	3,9	3,7	3,7
No asalariados	-0,6	2,2	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9
TOTAL	-3,2	1,6	2,0	2,3	2,9	3,5	3,6	3,4	3,4
Población ocupada²	-2,8	1,2	1,6	2,5	3,0	-	3,0	-	-
Contratos registrados³									
Indefinidos	-14,2	18,8	21,5	23,0	24,1	0,7	7,5	15,1	8,6
Temporales	6,4	13,1	11,1	7,7	12,2	12,2	7,9	13,5	9,2
TOTAL	4,0	13,4	11,8	8,8	13,2	11,1	7,9	13,6	9,1
Paro registrado³									
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-5,5	-6,9	-9,8	-8,2	-9,1	-10,5	-14,3
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,9	-5,7	-6,1	-7,4	-7,7	-7,1	-7,9
TOTAL	2,7	-5,6	-5,9	-5,8	-6,5	-7,5	-7,8	-7,4	-8,5

Notas: 1. Datos medios mensuales. 2. Estimación EPA. 3. Datos del Servicio Público de Empleo Estatal.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística y el Servicio Público de Empleo Estatal.

Precios

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
General	1,4	-0,1	-0,3	-0,5	-1,0	-0,3	0,1	-0,4
Subyacente	1,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	0,8	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	-4,1	0,8	0,3	1,9	1,7	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-0,2	-4,3	-9,7	-6,4	-5,8	...

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	-2,0	4,8	4,3	4,4	6,5	1,9	7,8
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	3,7	7,3	5,0	2,5	6,3	1,3	9,8
Saldo corriente	15,1	8,4	8,1	7,0	8,4	10,3	10,8	12,3	12,5
Bienes y servicios	35,7	26,9	29,1	27,5	26,9	28,3	28,4	28,7	28,0
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-18,5	-21,1	-20,5	-18,5	-18,0	-17,6	-16,5	-15,5
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,0	12,9	14,5	12,8	12,9	14,0	14,7	16,4	16,7

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.

Sector público

Porcentaje del PIB, acumulado en el año, salvo indicación expresa

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15	07/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,8	-5,8	-3,6	-5,8	-0,7	-	...	-	-
Estado ¹	-4,8	-3,8	-3,1	-3,8	-0,9	-1,1	-2,1	-2,2	-2,5
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,0	-1,7	-0,2	-0,3	-0,5	...	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,3	0,5	0,1	-	...	-	-
Seguridad Social	-1,1	-1,1	0,0	-1,1	0,3	0,3	0,3	...	...
Deuda pública (% PIB)	92,1	97,7	96,8	97,7	98,0	-	...	-	-

Nota: 1. Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria y no incluye otros organismos de la Administración central.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15	Saldo 06/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-8,2	-4,9	-4,4	-4,6	-4,9	-4,4	-4,8	-4,4	1.678,4
Empresas no financieras	-10,6	-4,8	-4,0	-4,7	-5,6	-4,8	-5,5	-5,0	936,5
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,0	-4,6	-4,1	-3,9	-3,9	-3,7	741,8
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	5,9	6,7	5,0	4,4	3,8	4,0	1.053,0
TOTAL	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	-1,4	-1,2	-1,7	-1,4	2.731,4
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	2,1	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-0,5	-1,5	-1,7	1.164,2
A la vista	4,2	10,8	13,6	14,8	17,9	21,7	18,4	18,2	365,6
De ahorro	-0,1	5,8	6,9	6,8	10,5	12,0	11,9	12,9	241,8
A plazo	1,7	-7,6	-9,4	-11,3	-13,5	-14,6	-15,4	-16,5	534,6
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,3	5,2	8,9	11,2	12,0	8,2	22,2
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-6,8	-6,8	-11,4	-13,0	-8,7	-13,0	112,3
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,7	-2,2	-2,3	-1,7	-2,2	-2,8	1.276,4
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,0	12,5	12,1	11,9	11,4	11,0	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	59,1	58,1	58,5	58,8	59,6	60,0	-

Notas: 1. Miles de millones de euros. 2. Residentes en España. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP. 5. Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. 6. Dato fin de periodo.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

POLÍTICAS PARA ACTIVAR EL MERCADO LABORAL

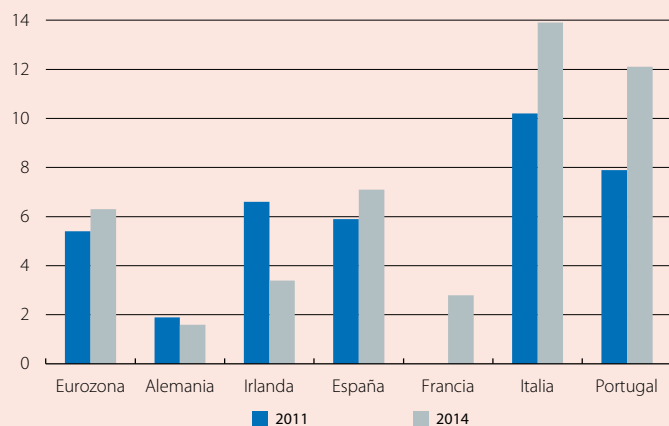
El legado de la crisis y cómo acelerar la creación de empleo

A pesar de que el proceso de recuperación ya hace meses que está en marcha, en la mayoría de países desarrollados la situación del mercado laboral sigue siendo fuente de preocupación. El número de parados se mantiene en cotas muy elevadas, lo que genera la sensación de que la recuperación no está alcanzando al conjunto de la población, mina la moral de aquellos que se encuentran desempleados desde hace tiempo e induce a percibir las herramientas al alcance de los gestores de política económica como escasas e ineficaces. En el presente Dossier analizamos la magnitud del reto que supone la lucha contra el desempleo y, en especial, algunas de las políticas para hacerle frente.

Dejando de lado sus diferencias, el desafío al que se enfrentan la mayoría de países avanzados es, indiscutiblemente, mayúsculo. La tasa de paro en Europa sigue alrededor del 11%, un registro que no se había rebasado desde los años 1990, década en la que empieza la serie histórica. Sobresalen los casos de España y Grecia, ambos con una tasa de paro superior al 20%. Pero en países como Francia e Italia, la tasa de paro es también históricamente elevada según sus estándares y, lo que es más alarmante, apenas se ha reducido durante los últimos trimestres.

Población desanimada *

(% del total de personas inactivas)



Nota: * Personas inactivas que preferirían trabajar pero que no buscan empleo porque creen que no lo encontrarán.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

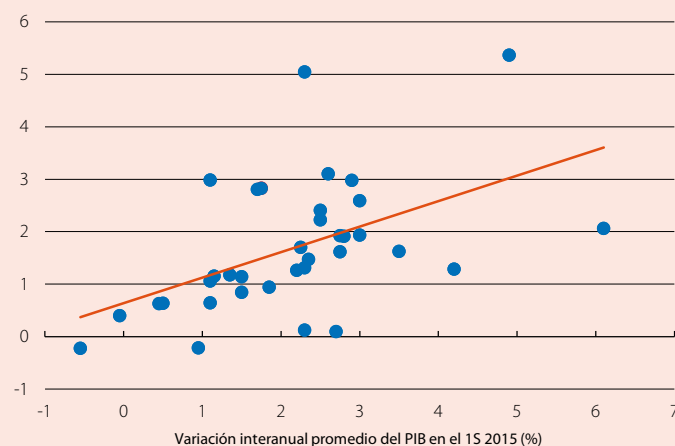
Además, hay que tener en cuenta que la tasa de paro no refleja de manera íntegra el impacto de la recesión sobre el mercado laboral. Muchas personas, tras un largo periodo de tiempo buscando trabajo, se han desanimado y han desistido. Concretamente, en el conjunto de la eurozona, el 6,3% de la población inactiva declaraba que, a pesar de que desearía trabajar, ya no buscaba empleo. En Italia la ratio alcanzaba el 13,9%. Incluso en EE. UU., país en el que la tasa de paro se sitúa en el 5,3%, cerca del nivel anterior a la crisis, referencias más amplias sobre el desempleo ponen en duda el alcance de la recuperación para el grueso de la población. Por ejemplo, la llamada tasa de paro U6, que incluye el subempleo (empleados que trabajan a tiempo parcial de manera involuntaria por razones económicas), todavía se encuentra en el 10,4%.

El contexto económico y social, por tanto, obliga a actuar. La principal política para luchar contra el desempleo es, naturalmente, el crecimiento de la actividad económica. El mercado laboral suele reaccionar con cierto retraso a los cambios de ciclo económico, y esta fase expansiva no ha sido la excepción. Cuando la actividad empezó a repuntar, al mercado laboral le costó arrancar, de ahí que expresiones como *jobless recovery* («recuperación sin empleo») tuvieran cierta fortuna. Sin embargo, con el paso del tiempo, en los países en los que el crecimiento ha cogido algo de impulso, como EE. UU., Reino Unido, Alemania, España o Irlanda, el incremento de la ocupación ha acabado respondiendo. En consecuencia, todas aquellas reformas que persigan una mejora de la capacidad de crecimiento pueden y deben ser consideradas, también, medidas de reactivación del mercado laboral. Este tipo de acciones son especialmente necesarias en países como Francia e Italia, cuya recuperación está siendo muy modesta, tanto en el plano económico como en el del mercado laboral, y cuyo crecimiento potencial a medio y a largo plazo ofrece serias dudas.

A pesar del impacto positivo de la recuperación de la actividad económica sobre la creación de empleo, el elevado volumen

Crecimiento económico y creación de empleo *

Variación interanual promedio del empleo en el 1S 2015 (%)



Nota: * Datos para los países de la OCDE.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

de parados obliga a preguntarse qué medidas adicionales se pueden tomar para reactivar el mercado de trabajo. Al fin y al cabo, no solo se trata de crear empleo para luchar contra las consecuencias sociales que supone que un número tan elevado de personas permanezca en el paro durante tanto tiempo. La urgencia de la situación responde también a la realidad de que los conocimientos y las habilidades de las personas que están en el paro se van deteriorando si no encuentran trabajo de forma relativamente rápida, por lo que cada vez les resulta más difícil reinsertarse en el mercado laboral. El riesgo es el que se incurre, por tanto, es que una parte considerable del paro actual se convierta en estructural. De materializarse, supondría una reducción de la capacidad de crecimiento a largo plazo para el conjunto de la economía. De hecho, las estimaciones disponibles al respecto apuntan a que el aumento de la tasa de paro estructural ha sido excepcional durante los últimos años en muchos países avanzados. Sin embargo, existen serias dudas sobre la fiabilidad de estas estimaciones.

Sea lo que fuere, uno de los principales focos de inquietud es el elevado paro de larga duración. Una persona que pierde el empleo permanece en el paro 10,8 meses en promedio en el conjunto de los países de la OCDE; en países como Italia e Irlanda esta cifra asciende a los 16 meses. Como se ha advertido anteriormente, las repercusiones de esta situación son graves. El ejemplo más manifiesto, y preocupante, es que la probabilidad de encontrar un empleo se reduce con el paso del tiempo: en la eurozona, es del 8% para aquellos que llevan entre uno y tres meses en el paro, pero se reduce al 6% para aquellos que llevan más de 12 meses. En España, según estimaciones de De la Rica y Anghel (2014), una persona que lleve en el paro menos de dos años tiene un 50% más de probabilidades de encontrar un trabajo que una persona que lleve más de dos años parada, *ceteris paribus*.¹ Además, después de un periodo de desempleo, el salario que se suele percibir es inferior al del último trabajo, diferencia que se amplía en función del tiempo que se haya permanecido en el paro.²

Teniendo en cuenta el contexto, no es de extrañar que las políticas activas y pasivas de empleo se hayan colocado en el centro del debate, puesto que su correcta implementación puede ser de gran ayuda para mejorar la creación de ocupación. Del análisis de los tres artículos siguientes del Dossier, dedicados a los aspectos clave que determinan el éxito de dichas políticas, se desprenden tres grandes conclusiones. Primero, una buena coordinación entre las políticas activas y pasivas es imprescindible para que sean efectivas. Por ejemplo, un buen diseño de las primeras puede facilitar que el receptor de un subsidio de desempleo utilice todos los recursos a su alcance de forma eficaz en la búsqueda de empleo. Segundo, es preciso que las oficinas de empleo operen de manera eficiente. Así, el funcionamiento de las agencias de colocación mejora sustancialmente cuando identifican de manera rápida y eficaz las características de cada parado, y cuando son capaces de proponer soluciones adecuadas en cada caso. En este sentido, las nuevas tecnologías, como el *big data*, suponen una oportunidad para mejorar la eficacia de las agencias públicas de colocación, ya que permiten identificar el perfil de la persona en situación de paro, y ofrecer una respuesta a medida, de forma prácticamente instantánea. Finalmente, las políticas activas son esenciales para minimizar la descapitalización de la persona que se encuentra en el paro. La formación, póngase por caso, puede ser un importante instrumento para mejorar la empleabilidad de las personas en situación de paro cuando se provee de forma adecuada, especialmente para aquellos colectivos más vulnerables. Un buen esquema de provisión de la formación es fundamental para asegurar su calidad.

En definitiva, el reto económico y social al que se enfrentan los países desarrollados es de primer orden. La recuperación económica, que poco a poco se va afianzando, está ayudando a que la situación del mercado laboral vaya mejorando. Pero no hay cabida para la pasividad. El volumen de parados sigue siendo muy elevado, y su situación se hace más delicada cada día que pasa. La mejora de las políticas activas y pasivas es uno de los frentes en los que se puede actuar para acelerar la activación del mercado laboral. La coyuntura apremia, no hay tiempo que perder.

Oriol Aspachs

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Véase De la Rica, S. Anghel, B. (2014), «Los parados de larga duración en España en la crisis actual», Documento de trabajo 185/2014, Laboratorio de Alternativas.

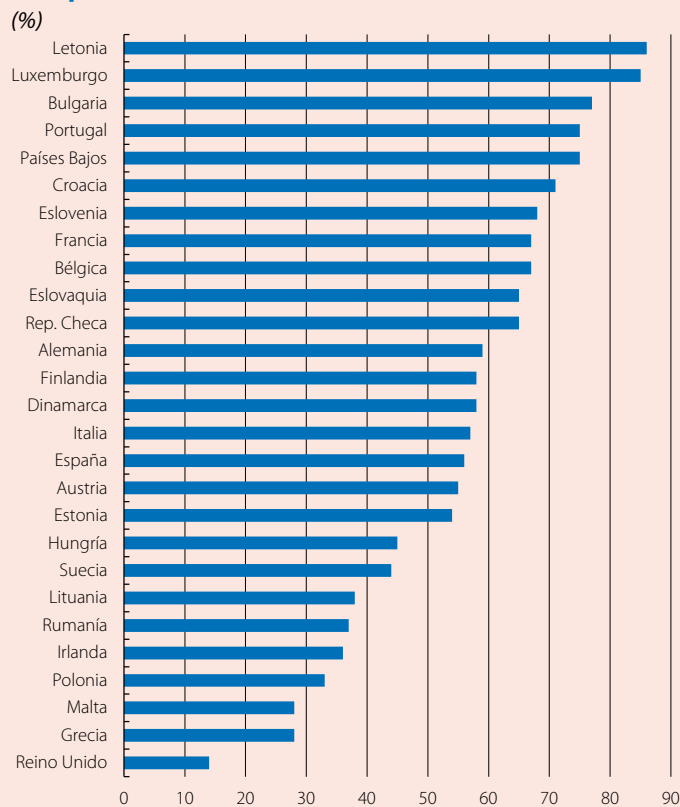
2. Véase *OECD Employment Outlook 2010*, «Institutional and Policy determinants of Labour Market Flows».

El seguro de desempleo: ¿se puede mantener la red de seguridad al tiempo que se incentiva la búsqueda de trabajo?

En 2008-2009, EE. UU., como la mayoría de las economías, se encontraba inmerso en la peor crisis desde la Gran Depresión. Como resultado, la tasa de paro pasó del 5% de 2007 al 10% de 2010. En este contexto, el Congreso norteamericano decidió ampliar el periodo máximo para recibir las prestaciones del seguro de desempleo de las 26 semanas entonces vigentes a las 99 semanas. La extensión del programa fue un éxito en términos de cobertura (en sus dos primeros años se beneficiaron 18 millones de personas). Aun así, no estuvo exenta de polémica, ya que se discutió públicamente sobre sus posibles efectos en la lentitud de la posterior recuperación del empleo.¹ ¿Cómo se explica dicha polémica?

El debate no deja de ser una reedición de la discusión académica sobre las repercusiones del seguro de desempleo. Antes de repararlas, conviene describir los elementos que constituyen el seguro de desempleo típico en los países avanzados. De entrada, es importante destacar que, como su denominación indica, es un instrumento de aseguramiento frente a la eventualidad de la pérdida de empleo. Se trata, reiterémoslo, de un seguro frente a un riesgo, un seguro que, además, tiene un carácter redistributivo, ya que, en cierta medida, existe una transferencia entre los que sufren de menor probabilidad de perder su empleo y aquellos con mayor probabilidad.

Tasa de reemplazo* en los países de la Unión Europea en 2013



Nota: * La tasa de reemplazo se calcula como la ratio de la suma del seguro de desempleo en la fase inicial de desempleo sobre los ingresos antes del desempleo de un empleado soltero y que recibía el 100% del salario medio. Los importes son en términos netos (deducidos impuestos y cotizaciones a la Seguridad Social).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

¿Cómo se estructura este seguro? El esquema más habitual es el siguiente: un trabajador que pierde su empleo de manera involuntaria y que cumple ciertas condiciones (en especial, un tiempo mínimo de trabajo previo), recibe una prestación por desempleo cuyo importe, en la mayoría de países, guarda relación con sus salarios recientes. La relación prestación-salarios (o ingresos) anteriores es lo que se conoce, en la literatura económica, como tasa de reemplazo. En general, la prestación se recibirá durante un tiempo máximo definido y tiende a disminuir a medida que el plazo se agota. La percepción del seguro de desempleo está sujeta al cumplimiento de determinadas condiciones, que varían sensiblemente entre países: así, mientras que en Francia solo cobran aquellos que estén buscando trabajo de manera «probada y continuada», en el Reino Unido o Austria aquellos que rechacen una oferta podrán ver su prestación suspendida temporalmente o definitivamente.

A pesar de tender a compartir un esquema común, los países avanzados presentan notables diferencias en las dos variables principales del seguro: su cuantía y su duración. Es habitual aproximar la cuantía mediante la tasa de reemplazo. Circunscribiéndonos a los países de la UE, dicha tasa oscila de manera acusada, como se aprecia en el gráfico: mientras que en Letonia, Luxemburgo, Bulgaria, Portugal, Países Bajos y Croacia se sitúa por encima del 70%, en el caso de Malta, Grecia y Reino Unido la cifra es inferior al 30%. El periodo máximo de recepción de las prestaciones también varía ampliamente. En la UE, en 2010, dicho periodo iba desde las 21 semanas de Lituania hasta la no limitación en la práctica de Bélgica. En términos generales, el periodo máximo de muchos países de la UE se

situaba bien en la zona de los seis meses, bien en la de un año. Visto el esquema del seguro de desempleo, recuperemos la discusión sobre sus diversos efectos. Como se ha comentado anteriormente, está diseñado para cumplir una función primaria, la de asegurar la renta cuando se pierde involuntariamente el empleo. La lógica de tal aseguramiento es ayudar a que los individuos puedan ajustar de forma más gradual su consumo a la situación de desempleo. En términos generales, esta función se cumple

1. Sin embargo, la propia Oficina Presupuestaria del Congreso mostró que el programa había tenido poco efecto sobre la creación de empleo.

adecuadamente: así, según estima Gruber (1997) para el caso estadounidense, la caída del consumo que experimentan los parados es del 6% respecto a cuando estaban empleados, mientras que, sin el seguro, dicha caída habría sido del 22%.² Además de esta función esencial, el seguro de desempleo mejora el proceso que, en la literatura económica, se denomina de emparejamiento laboral y que consiste en conseguir el trabajo que más se adecúa a las características y preferencias de la persona que está buscando empleo. El seguro de desempleo permite ser más selectivo en el tipo de empleo buscado y, por tanto, acercar el resultado del emparejamiento laboral a su grado óptimo.

Más allá de los beneficios individuales del seguro de desempleo, el cumplimiento satisfactorio de estas dos funciones permite que, a nivel agregado, la economía funcione de forma más eficiente, con un descenso del consumo agregado menos alejado del óptimo en las recesiones y con ganancias de productividad gracias al mejor emparejamiento laboral. No obstante, el seguro de desempleo también tiene efectos negativos sobre la eficiencia económica. De entrada, influye en el esfuerzo de búsqueda de empleo y disminuye el salario mínimo que el desempleado está dispuesto a aceptar para volver a trabajar (el llamado salario de reserva). Como resultado, la probabilidad de aceptar un nuevo empleo será menor a medida que las prestaciones del seguro de desempleo aumenten.³ Además, la literatura empírica constata repetidamente que a medida que se acerca el final del periodo cubierto por las prestaciones aumenta la probabilidad de salir del paro.⁴ Finalmente, a nivel más general, el poder de negociación de los trabajadores mejora con la existencia del seguro de desempleo, lo que conduce a mayores salarios y a un nivel de paro de equilibrio más elevado.⁵

En definitiva, tras esta revisión de sus efectos, queda claro que el sistema de seguro de desempleo más cercano al óptimo será aquel que, manteniendo la totalidad o gran parte de su función de aseguramiento de la renta, reduzca los incentivos a no buscar activamente trabajo. Con este propósito, se suelen encontrar en la práctica dos enfoques distintos. En primer lugar, el sistema se puede reformar aumentando la intervención administrativa de manera que se refuerce la búsqueda activa de empleo durante el tiempo que se recibe la prestación. Se trata de una vía que, a tenor de la evidencia disponible, cuando se aplica correctamente genera resultados positivos.⁶ Además, permite vincular el seguro de desempleo con las políticas activas.

Una segunda línea de mejora para aproximar el seguro de desempleo a su diseño óptimo es mediante mecanismos financieros que reduzcan los desincentivos a la búsqueda intensa de empleo. En esta línea, cabe mencionar la reforma del seguro de desempleo chileno de 2002. En lo esencial, este sistema se caracteriza por la coexistencia de unas cuentas de seguro individuales y de un fondo común, que permite dotar al sistema de un elemento redistributivo. El fondo común es cofinanciado por empleados, empleadores y Estado, mientras que las cuentas individuales se constituyen a cargo de las contribuciones de trabajadores y empresas. El funcionamiento estándar del sistema prevé que cuando un trabajador pierde su empleo obtenga sus prestaciones a cargo de su *mochila*, accediendo al fondo común solo bajo determinadas condiciones: que haya agotado su fondo individual o que en el momento de ser despedido tuviese un contrato permanente y que además hubiera sido despedido por causas exclusivamente atribuibles a la empresa. En este último caso, el desempleado puede optar por mantenerse fuera del fondo común (la condicionalidad de la prestación es más estricta en las prestaciones a cargo del fondo común). En definitiva, el sistema está diseñado para incentivar la búsqueda intensa de trabajo manteniendo el aseguramiento de la renta, ya que cuanto antes trabaje el beneficiario, menos vaciará su *mochila*.⁷

En conclusión, el experimento chileno, o los casos de buenas prácticas que combinan adecuadamente políticas activas y pasivas mediante una apropiada actuación pública y administrativa, nos recuerdan que, aunque el diseño óptimo del seguro de desempleo seguramente no es alcanzable, sí que están en nuestras manos alternativas al menos cercanas a dicho objetivo. Dado el drama social y económico que es el paro, cualquier paso en la dirección correcta merece ser valorado.

Àlex Ruiz

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. Véase Gruber, J. (1997), «The consumption smoothing benefits of unemployment insurance», *The American Economic Review*, 87, 1.

3. Específicamente, Bover, Arellano y Bentolila (2002) estiman que un individuo sin beneficios que haya permanecido desempleado al menos tres meses tiene una probabilidad de encontrar trabajo durante su tercer mes del 25%, mientras que esta será del 11% para un individuo comparable que esté recibiendo prestaciones de desempleo. Véase Bover, O., Arellano, M. y Bentolila, S. (2002), «Unemployment Duration, Benefit Duration and the Business Cycle», *The Economic Journal*, Vol. 112, No. 479.

4. Véase David, C., Chetty, R. y Weber, A. (2007). *The Spike at Benefit Exhaustion: Leaving the Unemployment System or Starting a New Job?* IZA Discussion Paper No. 2590.

5. Este efecto ha sido subrayado, a nivel teórico, por Pissarides (2000). Véase Pissarides, C. (2000), *Equilibrium Unemployment Theory*, MIT Press, Cambridge.

6. Para una revisión de dicha evidencia, véase Fredriksson, P. y Holmlund, B. (2003), *Improving incentives in unemployment insurance: a review of recent research*, IFAU Working Paper 2003:5.

7. Reyes, van Ours y Vodopivec (2010) obtienen evidencia empírica convincente de que los incentivos para buscar trabajo son mayores en los desempleados que están utilizando su «mochila». Véase Reyes, G., van Ours, J. y Vodopivec, M. (2010). «Incentive Effects of Unemployment Insurance Savings Accounts: Evidence from Chile» IZA Discussion Paper No. 4681.

¿Cómo se puede mejorar la eficacia de los servicios públicos de empleo?

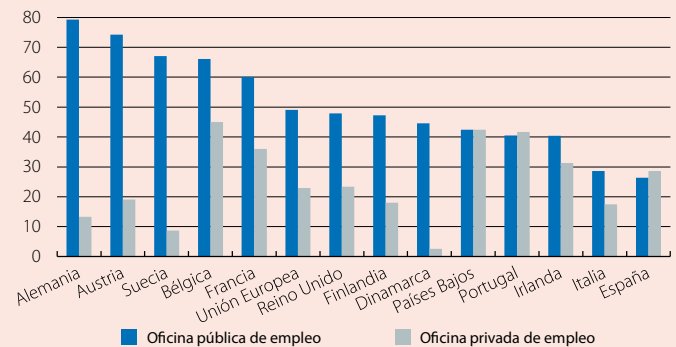
Aparejar un puesto de trabajo específico con quien posee las habilidades idóneas para llevarlo a cabo requiere tiempo y esfuerzo tanto para las empresas con vacantes como para las personas que buscan trabajo. El objetivo de los servicios públicos de empleo (SPE) es facilitar la tarea y reducir con ello los costes de búsqueda mediante el diseño, la implementación y el seguimiento de las políticas de empleo, tanto activas como pasivas. En este artículo del Dossier analizamos en más detalle cuáles son sus funciones en la intermediación laboral y cómo pueden instrumentalizarse para que sean más eficaces.

La búsqueda de un puesto idóneo para las habilidades de cada uno resulta a veces un cometido difícil para el desempleado si no dispone de los recursos suficientes para la búsqueda de empleo, tanto en términos monetarios como de contactos o de conocimientos sobre el mercado laboral. La ayuda que proporcionan los SPE puede permitir emparejamientos de mayor productividad y salario, lo cual debería aumentar la eficiencia del mercado de trabajo. La labor de intermediación se puede ofrecer de manera directa a través de las oficinas públicas de empleo y de manera indirecta a través de intermediarios privados, según la situación. Las oficinas públicas de empleo disponen de mayores economías de escala si centralizan la información disponible sobre todos los desempleados y las vacantes existentes. Sin embargo, es importante diseñar un sistema de incentivos que asegure que los agentes públicos llevarán a cabo el esfuerzo adecuado, así como dotarles de medios suficientes para que puedan desempeñar sus funciones de manera eficaz.

La externalización de la intermediación a agencias de colocación privadas puede ser beneficiosa, puesto que liberan recursos de los SPE y aumentan la competencia entre los intermediarios, lo que repercute en una mayor eficiencia operativa del mercado. Sin embargo requiere unas condiciones específicas, debido a los elevados costes de transacción (por las economías de escala) y de agencia. Los incentivos de los agentes privados pueden no ser los más óptimos desde un punto de vista social si, por ejemplo, se discrimina a los desempleados en función de su empleabilidad o si se asigna un empleo a un desempleado primando la celeridad en lugar del mejor emparejamiento con la empresa a medio plazo. Un caso paradigmático de este modelo es el de Australia, donde los servicios de intermediación están externalizados desde hace varias décadas, pero se han ido reformando para que los contratos especifiquen claramente unos objetivos medibles de manera precisa y tengan unos costes variables en función de la dificultad de la tarea de colocación.¹ La importancia de esta labor de intermediación por parte de las agencias públicas y privadas no es la misma entre países (véase el gráfico). La intermediación privada tiene poca importancia en el norte de Europa en comparación con la pública, mientras que en el sur ambas poseen un peso similar. Sorprende la diferencia en el porcentaje de desempleados que contactaron con las oficinas públicas de empleo para encontrar trabajo entre los países de la UE: de más del 80% en Suecia a menos del 30% en Italia o España. Esto se debe a que tanto el tipo de servicios como su eficacia difieren según el país.

Desempleados que contactaron con los servicios públicos y privados de empleo para encontrar un trabajo en 2014

(% del total de desempleados)



Nota: El porcentaje indica la proporción de desempleados (entre 25-64 años) que recurrieron a las oficinas públicas y/o privadas de empleo entre los métodos utilizados para encontrar trabajo durante las cuatro semanas previas a la encuesta.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la European Labour Force Survey (Eurostat).

Las agencias de colocación pueden activar la oferta laboral, ante todo, ayudando directamente a los desempleados en la búsqueda de empleo. Este papel de acompañamiento puede materializarse en medidas que abarcan desde asistencias breves, como la elaboración de un CV o informar sobre en qué sectores hay más demanda de trabajo, hasta otras mucho más intensivas. Por ejemplo, los consejeros pueden elaborar, mediante entrevistas personales, un plan de acción individual para encontrar trabajo. Sin embargo, la calidad y la individualización de este plan específico son clave: sin un acompañamiento apropiado, la ayuda no será efectiva y los recursos se gastarían en vano. Asimismo, las agencias de colocación pueden monitorear y verificar la búsqueda activa de empleo de los desempleados, en particular de aquellos que cobran subsidios, y sancionarlos en caso de que no la lleven a cabo (véase para más detalle el artículo «El seguro de desempleo: ¿se puede mantener la red de seguridad al tiempo que se incentiva la búsqueda de trabajo?» en este mismo Dossier). Incluir la búsqueda activa de empleo como una condición necesaria

1. OECD (2012), «Activating Jobseekers: How Australia Does It», OECD Publishing, París.

para cobrar el subsidio es una medida que se asevera efectiva para aumentar la probabilidad de volver a trabajar (OCDE, 2015)² y que usan la mayoría de países desarrollados, aunque no siempre se exige a todos los desempleados. Es importante, en todo caso, que la verificación sea efectiva para que no se acabe convirtiendo en un formalismo administrativo y también que se evite que su diseño tenga costes excesivos para el desempleado que le conduzcan a la inactividad en lugar de a una vuelta a la actividad laboral (Petrongolo, 2009).³

Los SPE pueden establecer claramente cuándo y cómo intervenir a lo largo del periodo de desempleo, con medidas distintas a corto, a medio y a largo plazo. Así, puede ser aconsejable que ciertas tipologías de parados busquen empleo directamente sin más intervención, por ejemplo, si tienen habilidades demandadas en el mercado laboral que hagan prever que encontrarán empleo de manera rápida. Pero, en otros casos, puede ser más útil un acompañamiento exhaustivo o incluso una pronta vuelta a la formación, si es muy poco probable que el parado pueda encontrar un nuevo empleo fácilmente (véase el artículo «Políticas activas de empleo: ¿son eficaces la formación y los subsidios al empleo para la reinserción profesional del parado?» del presente Dossier para más información), como podría ser el caso de los desempleados de larga duración o de grupos de difícil ocupación (por invalidez, origen inmigrante, etc.). Es decir, es importante identificar las necesidades específicas de cada individuo para poder aprovechar de manera óptima los recursos limitados del SPE. Para ello, el perfilado estadístico de los desempleados (la clasificación de desempleados en función de su empleabilidad, en probabilidad de salir del paro o de encontrar un empleo adecuado) puede ser una herramienta muy útil (Felgueroso, 2015).⁴ Varios países de la OCDE, como Australia, Alemania o Dinamarca, usan sistemas de perfilado estadístico al inicio del periodo de desempleo que clasifican a los individuos en un número predeterminado de grupos en función de sus necesidades específicas. Así, los SPE pueden ofrecer servicios más ajustados a cada grupo y optimizar el uso de sus recursos. En este sentido, es importante que el personal de los SPE disponga de la formación y los medios adecuados.

Las oficinas públicas de empleo pueden colaborar al mismo tiempo en satisfacer la demanda laboral de las empresas ayudándoles a cubrir sus vacantes. Las oficinas pueden contribuir a la selección de personal, por ejemplo, elaborando una lista de candidatos idóneos disponibles sin coste adicional para las empresas. Pero para ello es necesario que gocen de la confianza de los empresarios, quienes a menudo tienen una percepción negativa de los candidatos ofrecidos. Las oficinas públicas de empleo pueden incluso llegar a prestar servicios específicos de manera proactiva y a establecer una relación directa con las compañías.

Un buen diseño de las políticas de empleo llevadas a cabo por los SPE y de su implementación es imprescindible para mejorar su eficacia. Debe existir una buena coordinación entre las Administraciones si las competencias de gestión del subsidio de desempleo y de las políticas activas recaen en distintos organismos. Además, deben aprovecharse todas las mejoras que permiten las nuevas tecnologías para modernizar los servicios que proveen los SPE. Por ejemplo, la reciente creación en España del Portal Único de Empleo finalmente ha permitido que todas las ofertas de trabajo de las distintas Administraciones regionales estén disponibles en todo el territorio español.

En último lugar, no cabe duda de que los SPE deben asegurarse de que las políticas de activación que se implementen tengan los resultados deseados. Para ello, es imprescindible evaluar su impacto, ya sea mediante programas piloto de las nuevas medidas u otros análisis.⁵ Al fin y al cabo, solo unos SPE competentes que hagan uso de los recursos disponibles de una manera óptima podrán mejorar de forma sustancial su objetivo primordial, que es el de ayudar a encontrar trabajo a cualquier persona que lo esté buscando.

Josep Mestres Domènech

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. OECD (2015), OECD Employment Outlook 2015, «Activation policies for more inclusive labour markets» (chapter 3), OECD Publishing, París.

3. Petrongolo, B. (2009), «The long-term effects of job search requirements: Evidence from the UK JSA Reform». *Journal of Public Economics* 93: 1234-1253.

4. Felgueroso, F. (2015), «En el pleistoceno de las políticas de empleo», <http://nadaesgratis.es/felgueroso/en-el-pleistoceno-de-las-politicas-de-empleo>.

5. Una iniciativa reciente en este sentido es la propuesta de la Administración Obama, según la cual se requiere evidencia empírica antes de implementar cualquier política social.

Políticas activas de empleo: ¿son eficaces la formación y los subsidios al empleo para la reinserción profesional del parado?

La labor de buscar trabajo es lenta y difícil. Lógicamente, en épocas de crisis la tarea se vuelve aún más complicada. Si, en 2007, la duración promedio del periodo de paro en los países de la OCDE era de 7,9 meses, en 2013, cuando Europa recaía en la recesión, se disparó hasta los 10,8 meses. ¿Pueden hacer algo los Gobiernos para mejorar la capacidad de los desempleados para conseguir trabajo (esto es, la empleabilidad)? La idea fundamental es que la empleabilidad dependerá, en última instancia, del capital humano del parado y que, por tanto, hay que diseñar políticas dirigidas a actuar sobre dicho capital. Estas políticas, que se denominan genéricamente políticas activas, acostumbran a bascular sobre dos ejes. En primer lugar, incidir de manera directa sobre la calidad de la oferta laboral. En segundo lugar, actuar sobre la demanda de empleo. El instrumento habitual de la primera línea es la formación, el de la segunda, las subvenciones al empleo. Veámoslas con mayor detalle.

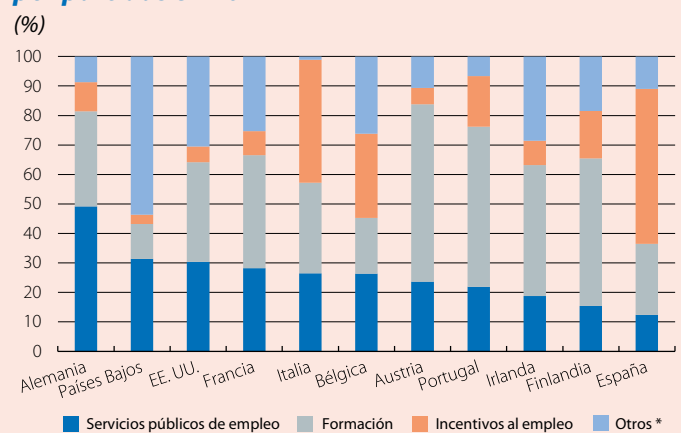
La formación, como herramienta para alinear el capital humano del parado y las necesidades de la empresa, acostumbra bien a tener una vocación generalista (sería el caso de la formación en idiomas, uso de las tecnologías de la información o aprendizajes básicos), bien a tener un enfoque más especializado (como es el caso de la formación en programas informáticos avanzados). La oferta formativa puede adoptar, además, distintas modalidades según el grado de colaboración con las empresas, la libertad de elección de los individuos (que pueden valerse, por ejemplo, de cheques de formación para elegir los cursos que mejor se ajustan a sus preferencias) y el tipo de proveedor (sector público o privado). Finalmente, cabe mencionar que, por su propia naturaleza, muchas de estas acciones están diseñadas para atender al colectivo de parados de larga duración, que es el que acostumbra a descapitalizarse en mayor medida.

Por otro lado, las subvenciones al empleo persiguen impulsar la contratación de trabajadores y, así, evitar su descapitalización al permanecer fuera del mercado laboral por un periodo excesivamente largo. Dos de las modalidades más frecuentes son la rebaja en las cotizaciones a la Seguridad Social y la incentivación de la actividad emprendedora mediante, por ejemplo, descuentos en las cotizaciones o asesoramiento en la etapa inicial de un nuevo negocio.

En definitiva, en el arsenal de las políticas activas encontramos dos grandes vías estratégicas: incidir de manera directa sobre la calidad de la oferta laboral mediante los programas de formación o actuar sobre la demanda a través de los incentivos al empleo. ¿Cuál es más efectiva? La respuesta a esta cuestión dista de ser sencilla, ya que los numerosos análisis disponibles muchas veces no son comparables entre sí. No obstante, a medida que se acumula evidencia empírica empiezan a manifestarse unas conclusiones generales.¹ Así, una primera cuestión central es cuál es el tipo de programa más efectivo. Los datos apuntan a que los programas de orientación y de formación son útiles. En cambio, los resultados sobre los subsidios al empleo privado no son concluyentes: una parte de los estudios corroboran su eficacia, pero otros la matizan. En cuanto a los programas de creación directa de empleo público, el balance es más negativo. Un segundo interrogante fundamental se refiere a si es más importante el diseño del programa en sí mismo o las características del entorno (momento del ciclo económico, instituciones del mercado de trabajo, etc.). La evidencia respalda la idea de que el tipo del programa es un factor esencial, que explica su eficacia.

Por tanto, una opción ventajosa sería señalar la formación de parados como una de las vías prioritarias dentro de las políticas activas. Ahora bien, ¿qué recomendaciones detalladas se pueden derivar de la evidencia existente? Los análisis parecen indicar que los cursos más específicos y extensos mejoran significativamente la empleabilidad: en cambio, los de corta duración en los que se enseñan habilidades de tipo general no parecen hacerlo en exceso, aunque puedan darse algunas diferencias en función de a quién van dirigidos.² Igualmente, el método para suministrar la formación es determinante. En algunos países se distribuye

Distribución del gasto de políticas activas por partidas en 2012 (%)



Nota: * Programas directos de empleo del sector público y subsidios a empleo para personas con capacidad reducida para trabajar.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

1. Kluve, J. (2010), «The Effectiveness of European Active Labor Market Programs», *Labour Economics*, 17: 904-918, y Card, D., Kluve, J. y Weber, A. (2009), «Active Labour Market Policy Evaluations – a Meta-analysis», *Ruhr Economic Papers* (86).

2. Véase, por ejemplo, Arellano, A. (2010), «Do Training Programmes get the unemployed back to work? A Look at the Spanish Experience», *Revista de economía aplicada*, 53(18): 39-65. Asimismo, Arellano, A. (2005), «Evaluating the effects of labour market reforms at the margin on unemployment and employment stability: the Spanish Case», WP 05-12, Economic Series, Universidad Carlos III.

a los parados cheques intercambiables por cursos, lo que aumenta su libertad de elección (y, por extensión, su motivación) y obliga a las instituciones que imparten los cursos a esforzarse más para captar alumnos.³ En otros, existe una colaboración más estrecha con las empresas, lo que parece haber generado un impacto positivo sobre la empleabilidad.⁴

Hasta aquí se ha hecho referencia a la eficacia de las políticas activas en términos de empleabilidad, pero es obvio que el análisis es parcial, puesto que estos estudios no contabilizan los costes que soporta la Administración. En particular, esta consideración es especialmente relevante en relación con las subvenciones directas al empleo privado. La evidencia empírica sugiere que estos programas pueden ayudar a impulsar la ocupación, pero también que, además de los costes monetarios directos, tienen unos costes indirectos muy elevados, lo que se denomina «peso muerto», ya que se ofrecen subsidios a contrataciones que ya hubieran tenido lugar en su ausencia. Las estimaciones del tamaño de este peso muerto son muy diversas según el diseño del programa y el país, pero en general se situarían entre el 20% y el 60% del coste monetario. Si esta circunstancia no se tiene en cuenta, se sobreestima el impacto positivo de este tipo de ayudas. Por este motivo, los subsidios al empleo deberían concederse solo a colectivos de muy difícil reinserción como, por ejemplo, los parados de larga duración o los mayores de 45 años.⁵

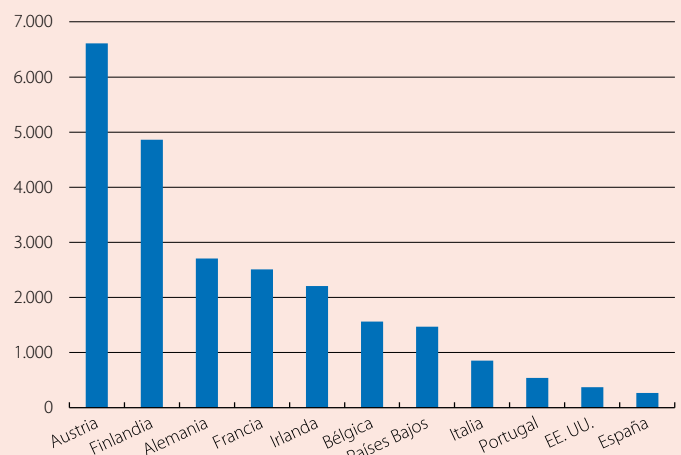
Así pues, la revisión de las políticas activas queda coja si no se incorpora el peso de la evaluación de las mismas. Los fondos públicos destinados a las políticas activas son elevados (alcanzaron el 0,56% del PIB en el conjunto de la OCDE en 2013) y, por tanto, también el coste de oportunidad de no utilizar de manera óptima estos recursos. La evaluación completa de cualquier medida debería, en consecuencia, incluir también un análisis que comparara el beneficio con el coste. Idealmente, además, dicho análisis debería llevarse a cabo a partir de los resultados de un estudio piloto a menor escala. De este modo, solo se generalizarían aquellas medidas que en dicho estudio se perfilaban como rentables, lo que evitaría gastar innecesariamente en aquellas que no lo son. Los países del norte y el centro de Europa tienen una gran tradición de poner en marcha experimentos antes de instaurar una política a nivel nacional para valorar *a priori* si realmente merece la pena. Un ejemplo muy ilustrativo de esta práctica puede leerse en Messer y Wolfer (2009).⁶ En concreto, los autores analizan los efectos de la introducción de un bono para la formación de adultos en Suiza a partir de un experimento en el que un grupo de personas se beneficiaron de dicha medida y otras no. Los resultados muestran un aumento significativo de la participación en cursos de formación, aunque también reconocen que un número elevado de individuos se hubiera formado igualmente sin el recibo del bono (otro ejemplo de peso muerto). Gracias a este estudio, el Gobierno suizo dispone de una mayor información para decidir si hace extensible esta medida a todo el país.

En definitiva, las políticas activas deben ser parte integrante de cualquier estrategia de lucha contra el desempleo que trate de obtener resultados permanentes. No son políticas sencillas de concretar, ni baratas, y, por ello, conocer, difundir y adaptar las mejores prácticas debería ser una exigencia básica en cualquier país. Hemos visto que los incentivos al empleo pueden incrementar la empleabilidad, pero tienen un elevado peso muerto y, por tanto, deberían focalizarse en grupos de muy difícil reinserción laboral. Afortunadamente, la efectividad de la formación en términos de mejora de la empleabilidad es más clara y los resultados son bastante independientes del contexto institucional y cíclico. Ello comporta que replicar lo que funciona mejor en otras economías es una vía prometedora. Visto el potencial de las políticas activas, los resultados que cabe esperar si se mejora en este campo justifican con creces reproducir el proceso de innovación que muchos países europeos están realizando.

Maria Gutiérrez-Domènech
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Gasto en políticas activas de formación en 2012

Euros por desempleado



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

3. Véase Box 3.7 de «OECD Employment Outlook (2015)».

4. Ekspertgruppen (2014), «New Paths Towards Job – For Citizens on the Margins of the Labour Market».

5. Para un resumen de las metodologías utilizadas en la evaluación de políticas activas, véase de la Rica, S. (2015), «Políticas activas de empleo: una panorámica», Fedea Policy Papers – 2015/01.

6. Messer, D. y Wolfer, S. C. (2009), «Money Matters – Evidence from a Large-Scale Randomized Field Experiment with Vouchers for Adult Training», CESIFO WORKING PAPER NO. 2548.



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacioneseestudios@lacaixa.es

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

Pol Antras

Harvard University

Philippe Bachetta

Université de Lausanne

Ramon Caminal

Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)

Manuel Castells

Universitat Oberta de Catalunya
y University of Southern California

María Paz Espinosa

Universidad del País Vasco

Josefina Gómez Mendoza

Universidad Autónoma de Madrid

Marta Reynal-Querol

Universitat Pompeu Fabra

Joan Enric Ricart

IESE Business School

Xavier Sala-Martín

Columbia University

Jaume Ventura

CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

30 de junio de 2015

MILLONES €

Recursos de clientes	296.412
Créditos sobre clientes	211.559
Resultado atribuido al Grupo (enero-junio 2015)	708
Capitalización bursátil	23.961
Cientes (millones)	13,8
Empleados	33.157
Oficinas en España	5.345
Terminales de autoservicio	9.724

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa": PRESUPUESTO 2015

MILLONES €

Sociales	336
Ciencia y medio ambiente	56
Culturales	67
Educación e investigación	41
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones de "la Caixa" Research están disponibles en www.lacaixaresearch.com



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de "la Caixa" Research.

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* tiene solo propósitos informativos, por lo que CaixaBank no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El *Informe Mensual* se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero CaixaBank no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias de CaixaBank y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 2015

Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

Diseño y producción: www.cege.es

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

