

IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 395 | NOVIEMBRE 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*La prima de riesgo bursátil implícita:
un indicador claramente imperfecto
que hay que tener en cuenta*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Brasil en recesión, ¿contagio a América
Latina?*

UNIÓN EUROPEA

*La curva de Beveridge y el desajuste de las
habilidades profesionales en la eurozona*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La recuperación de la demanda inmobiliaria
despierta la actividad en la construcción*

DOSSIER: LA PERIFERIA EUROPEA TRAS LAS REFORMAS

*La recuperación en la periferia y el papel
de las reformas*

*Competitividad en la periferia:
liberalización laboral y del mercado
de bienes y servicios*

*¿La consolidación fiscal en la periferia
supondrá un cambio de modelo para
las finanzas públicas?*

La reestructuración de la banca periférica

INFORME MENSUAL

Noviembre 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.caixabank.com/research

Información general y consultas:

research@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de octubre 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 *La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta*10 *Brasil despierta el fantasma del contagio financiero a América Latina***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Brasil en recesión, ¿contagio a América Latina?*16 *Movimientos cambiarios y exportaciones: sentido y sensibilidad***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La curva de Beveridge y el desajuste de las habilidades profesionales en la eurozona*22 *La apuesta del Estado francés para reformar la economía gala: uno para todos y ¿todos para uno?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción*28 *Perspectivas sobre el consumo y el ahorro familiar*29 *El nuevo marco de resolución de entidades de crédito en España***32 DOSSIER: LA PERIFERIA EUROPEA TRAS LAS REFORMAS**32 *La recuperación en la periferia y el papel de las reformas*
Judith Montoriol-Garriga34 *Competitividad en la periferia: liberalización laboral y del mercado de bienes y servicios*
Clàudia Canals36 *¿La consolidación fiscal en la periferia supondrá un cambio de modelo para las finanzas públicas?*
Josep Mestres Domènech38 *La reestructuración de la banca periférica*
Ariadna Vidal Martínez

¿Expectativas menguantes?

Paul Krugman escribió a mediados de los noventa uno de sus primeros libros para el gran público, con el sugerente título de *The Age of Diminished Expectations*. Vista en perspectiva, aquella década fue buena para los EE. UU., y la era de las expectativas limitadas (así se tradujo el libro) de la que nos hablaba Krugman probablemente sea hoy, más que hace 20 años, una caracterización certera del ambiente en el mundo desarrollado.

Tras el mazazo que han supuesto la profundidad y la duración de la Gran Recesión y lo que está costando recuperar unas tasas brillantes de crecimiento, se ha instalado en las economías avanzadas un cierto pesimismo sobre el futuro. Muchos economistas interpretan los bajísimos tipos de interés reales actuales (y su prolongación en el futuro, que se descuenta en los mercados financieros) como indicadores de que estamos ante un estancamiento secular de los países desarrollados. Las expectativas son ciertamente limitadas, cuando no menguantes.

En parte, esas expectativas son una consecuencia lógica de la madurez que han alcanzado las economías más avanzadas del planeta. El progreso histórico de los países de la eurozona, por ejemplo, ha sido enorme. La generación de sus actuales jubilados ha presenciado cómo, a lo largo de su vida laboral, la renta media del país se multiplicaba por 3,3. Y los adultos que se jubilarán en la próxima década habrán visto cómo el nivel de vida del país se doblaba a lo largo de su etapa activa. Conforme un país progresa y se enriquece, es natural que la tasa de crecimiento se modere, puesto que se agotan las oportunidades de incorporar innovaciones y nuevas tecnologías a los procesos productivos.

Sin embargo, aunque tenga su lógica, no significa que este proceso no provoque un impacto profundo en nuestras sociedades. Al ritmo actual de crecimiento potencial esperado para los próximos años, la generación joven que se ha incorporado recientemente al mercado laboral solo puede aspirar a ver multiplicado por 1,5 el nivel de vida del país a lo largo de su vida laboral. Esta es, naturalmente, una cifra promedio que, al conjugarse con un entorno empresarial y laboral mucho más complejo, puede traducirse, ciertamente para muchas personas, en una era de expectativas limitadas. Muchos jóvenes no tienen claro que vayan a tener un nivel de vida superior al de sus padres.

En España, la reducción, generación a generación, del ritmo al que se ha ido mejorando el nivel de vida del país es aún más acelerada si cabe, puesto que la generación de los actuales jubilados consiguió enormes mejoras, al partir de un nivel muy bajo. Esa generación vio multiplicarse casi por seis el nivel de vida del país y más que doblarse el de sus hijos, mientras que los nietos (con las tendencias actuales), a lo sumo pueden aspirar a hacerlo por 1,5, como en el conjunto de la eurozona.

Estas perspectivas de crecimiento a largo plazo tienen serias implicaciones sociales y políticas. Por un lado, son fenómenos de fondo que ayudan a explicar las tensiones sociales y los radicalismos políticos que se observan en muchos países desarrollados. El estancamiento económico genera tensión, puesto que dificulta considerablemente las políticas de redistribución y atención social.

Desde el punto de vista de la política económica, por otro lado, el mundo desarrollado, y en especial Europa, no deben considerar ineludible ese marco de estancamiento. De hecho, con las tendencias actuales, si bien España y la eurozona esperan multiplicar su renta por 1,5 en la próxima generación, la expectativa estadounidense es de 1,8. Esta cifra tampoco es brillante, pero se sitúa solo 4 décimas por debajo de la que alcanzó la generación anterior, una muestra del liderazgo que ejercen los EE. UU. en la economía mundial.

Para evitar o aliviar el estancamiento secular, el reto es situarse en la frontera de la generación de nuevas tecnologías y disponer de un sistema productivo eficiente y flexible, que sea capaz de incorporar nuevos productos, nuevos servicios y nuevas industrias, y que todo ello se traduzca en un mayor bienestar para la población. Solo si Europa asume de verdad este reto conseguirá que termine esta era de expectativas limitadas y menguantes que puede parecer que nos ha tocado vivir.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de octubre de 2015

CRONOLOGÍA

OCTUBRE 2015

- 2 La agencia crediticia S&P eleva el **rating** de España hasta BBB+ desde BBB y mantiene la perspectiva estable.
- 5 Se firma el **acuerdo de libre comercio entre EE. UU. y varios países del Pacífico**, entre ellos Japón, México, Australia y Canadá.

SEPTIEMBRE 2015

- 20 **Syriza gana las elecciones en Grecia** y obtiene el apoyo necesario para implementar el programa acordado con las instituciones.

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.
- 14 **Irán llega a un acuerdo** con los cinco miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania, en el que se compromete a reducir su programa nuclear a cambio de que se levanten las sanciones impuestas.
- 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.

AGENDA

NOVIEMBRE 2015

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 6 Índice de producción industrial (septiembre).
- 16 PIB de Japón (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (septiembre).
- 19 Comercio exterior (septiembre).
- 24 Ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
- 26 Contabilidad Nacional Trimestral (3T).
- 27 Índice de sentimiento económico de la eurozona (noviembre).
Avance del IPC (septiembre).

DICIEMBRE 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 3 Consejo de Gobierno del BCE.
- 4 PIB de la eurozona (3T).
- 14 Índice de producción industrial (octubre).
- 15 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 Encuesta trimestral de coste laboral (3T).
Consejo Europeo.
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
- 21 Comercio exterior (octubre).
- 22 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 29 Tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 30 Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).
Posición de inversión internacional neta (3T).

El riesgo emergente se contiene

El FMI expresa preocupación por el crecimiento mundial, pero los datos matizan este sentimiento. En su revisión semestral de las previsiones económicas y financieras, el FMI constata la mejora paulatina de las economías avanzadas, pero advierte del peor balance de riesgos de los emergentes (desequilibrios macroeconómicos, debilidad de las materias primas, endurecimiento de las condiciones financieras y ralentización de la economía china, principalmente). A pesar de este discurso teñido en parte de pesimismo, la revisión cuantitativa del escenario macroeconómico es relativamente modesta, ya que las previsiones de crecimiento mundial (del 3,1% en 2015 y del 3,6% en 2016) son solo moderadamente peores que las anteriores. Esto se debe a que el mantenimiento del crecimiento previsto de China y la rebaja mínima del de EE. UU. han paliado la revisión más acusada de algunos emergentes (en particular, de Brasil y, en menor grado, de Rusia). La evolución económica más reciente avala el diagnóstico del FMI. La preocupación sobre el auténtico estado de forma de China ha quedado algo atemperada por los indicadores más recientes, en especial, por la cifra de crecimiento del PIB del 3T, que se situó en el 6,9%, apenas algo por debajo del 7,0% del 2T y por encima de nuestra previsión y de la de consenso. EE. UU., por su parte, sigue creciendo: aunque el dato del PIB del 3T ha quedado algo por debajo de nuestras previsiones, no parece que amenace la senda de expansión prevista. Desafortunadamente, también el flanco débil identificado por el FMI confirma su pronóstico preocupante. En concreto, el foco de atención del mes de octubre se ha centrado en el aumento de los riesgos políticos, económicos y geopolíticos de Brasil y Turquía.

Junto con los mejores datos macroeconómicos, otro factor que ha ayudado a rebajar la percepción de riesgo de los emergentes han sido las actuaciones de los bancos centrales. De entrada, frente a una secuencia de mensajes un tanto confusos durante agosto y septiembre, la comunicación se ha afinado notablemente. Por ejemplo, la Reserva Federal ha concretado su mensaje y ha situado las expectativas de aumento del tipo de interés en una zona, a nuestro juicio, más verosímil (nuestro escenario central es que la subida tendrá lugar en diciembre). El BCE también ha sido explícito y apunta a la ampliación de los estímulos monetarios también en diciembre. En otros casos, como el del banco central de China, las intervenciones no han sido solo comunicativas, sino que se ha llevado a cabo una nueva rebaja de tipos. Estas medidas han tenido su reflejo en la evolución de los mercados financieros: si, en agosto y septiembre, sufrieron episodios de inestabilidad notable, en

octubre la volatilidad se redujo y las cotizaciones de los activos de riesgo avanzaron con cierta intensidad.

Frente a los vaivenes globales, la recuperación de la eurozona prosigue sin excesivos cambios. Amparada por factores ya conocidos (abaratamiento del petróleo, depreciación del euro y política monetaria acomodaticia), la mejora de la actividad es constante, aunque lenta. En este contexto, los matices por países se mantienen. Alemania, a pesar de su mayor exposición a los emergentes, y España siguen acumulando indicadores positivos. Francia también mejora, pero su ritmo de actividad continúa siendo contenido. Italia sigue una estela similar, pero lo más destacable es que el ritmo de reformas ha aumentado. Tras adoptar dos reformas clave antes del verano (laboral y educativa), ahora ha modificado el papel del Senado, que, sumado a la nueva ley electoral de mayo, facilitará una gobernanza más ágil del país transalpino. Fuera de la eurozona, cabe mencionar que el Reino Unido, aunque se haya desacelerado moderadamente, crece confortablemente por encima del 2% interanual.

La economía española modera levemente su crecimiento, pero las perspectivas continúan siendo claramente positivas. La economía española creció un 0,8% intertrimestral en el 3T, algo menos que el 1,0% del 2T. Se trata de una desaceleración reducida, fruto de cierto agotamiento de los factores de apoyo temporal, que estaba prevista y que no altera en lo esencial las tendencias recientes. Así, la demanda interna se mantiene como motor fundamental de la expansión, amparada por el buen tono laboral (se sigue creando empleo, aunque a un ritmo algo más pausado que en trimestres anteriores, y ello impulsa la recuperación de la riqueza financiera de los hogares). Asimismo, gracias a la caída de los precios energéticos, la inexistencia de tensiones inflacionistas se mantiene: aunque se espera una pronta recuperación de los precios, por el momento la inflación se limita a frenar su descenso. Más reciente es la mejoría del mercado inmobiliario, que está registrando de manera simultánea un aumento de las transacciones, de la financiación hipotecaria, de los precios y de las viviendas iniciadas. Como resultado de la expansión de la actividad económica, los ingresos tributarios están incrementándose apreciablemente, lo que favorece la reducción del déficit público, tanto del Estado como de las comunidades autónomas. Con todo, el ritmo de ajuste de las finanzas públicas podría ser insuficiente para cumplir con el objetivo de déficit de 2015 (del 4,2% del PIB), como recientemente alertó la Comisión Europea.

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

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,79	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,32	0,96	0,26	0,28	0,31	0,44	0,64	0,85
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,81	1,48	0,66	0,73	0,82	1,02	1,22	1,39
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,71	1,57	0,58	0,59	0,67	1,01	1,30	1,48
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,23	3,06	1,97	2,16	2,22	2,58	2,87	3,00
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	-0,01	-0,04	0,05	-0,01	-0,03	-0,05	-0,05	-0,05
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,18	0,17	0,26	0,17	0,16	0,14	0,14	0,14
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,23	-0,19	-0,18	-0,22	-0,24	-0,26	-0,25	-0,25
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,51	0,73	0,35	0,53	0,69	0,47	0,40	0,50
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,33	1,11	1,04	1,13	1,11	1,11	1,10	1,06	1,02
¥/€	129,65	140,42	134,72	129,69	134,30	134,25	135,82	134,53	133,58	128,79
£/€	0,85	0,81	0,73	0,71	0,74	0,72	0,72	0,73	0,73	0,71
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	56,16	63,59	55,19	63,43	51,10	54,89	61,16	63,20
Brent (€/barril)	81,68	74,54	50,80	61,30	49,07	57,32	46,00	50,08	57,63	61,83

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Los bancos centrales recobran el protagonismo

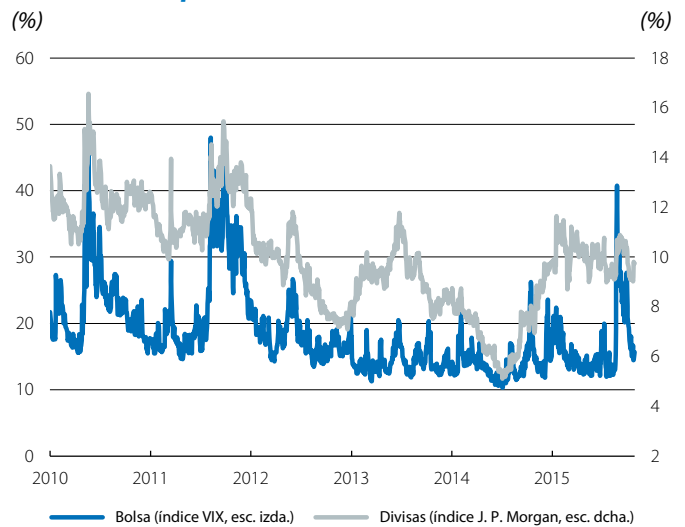
La incertidumbre que ha planeado sobre el entorno global remite y deja paso a un clima más favorable. Los episodios de inestabilidad que salpicaron la escena financiera internacional entre agosto y septiembre han sido sofocados en octubre por los mensajes y las actuaciones de los bancos centrales. En esta ocasión, el BCE ha sido el protagonista tras señalar con vehemencia que, muy probablemente en diciembre, se adopten más estímulos monetarios. En paralelo, el mayor grado de concreción del mensaje de la Reserva Federal (Fed) acerca de su hoja de ruta en materia de tipos de interés y las medidas expansivas del banco central chino también han contribuido en sentido favorable. En este entorno, los activos con riesgo y los bonos soberanos del bloque avanzado han sido los grandes beneficiados, si bien las cotizaciones todavía permanecen por debajo de las cotas alcanzadas en junio. La cruz la encarnan las materias primas, que siguen inmersas en su particular proceso de ajuste y han quedado al margen del mayor apetito por el riesgo.

A corto y medio plazo, los pasos que trace la Fed y las noticias procedentes de China serán los principales factores que modularán el sentimiento inversor. En este sentido, las condiciones son ahora más propicias para que la dinámica alcista tenga continuidad y se prolongue hasta finales de año en los distintos mercados financieros. La constatación de que el proceso de transición hacia un nuevo modelo de crecimiento en China sigue su curso debe sustentar este escenario positivo. También el factor estacional del periodo en el que ahora nos adentramos. No obstante, es altamente probable que la materialización de dicho escenario vaya acompañada de episodios eventuales de volatilidad, que pueden alcanzar una magnitud considerable.

La Fed despeja el horizonte sobre una posible subida de tipos en diciembre. En el comunicado del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de octubre, Janet Yellen reorientó el foco de atención a la economía doméstica al eliminar la mención anterior a la «evolución económica y financiera global», y mantuvo los comentarios sobre la vigilancia a factores internos. Además, por primera vez se hizo referencia explícita a la próxima reunión del FOMC en diciembre para considerar si es apropiado comenzar las subidas de tipos. La probabilidad que asignan los mercados a que el comienzo de la normalización monetaria se anuncie entonces (nuestro escenario central) ha aumentado notablemente (actualmente se encuentra en el 48%) respecto a una subida en 2016. Todo ello se apoya en un plano macroeconómico positivo, con un consumo privado y una inversión que mantienen un pulso firme, a pesar de un menor crecimiento del PIB en el 3T 2015 por la reducción de inventarios.

China sigue siendo un eje de atención importante, pero la percepción del riesgo sobre el país ha mejorado. Los inversores hicieron una lectura positiva del dato de crecimiento del PIB del 3T 2015 (del 6,9% interanual), que se situó por encima de lo esperado por el consenso de analistas y atemperó el débil pul-

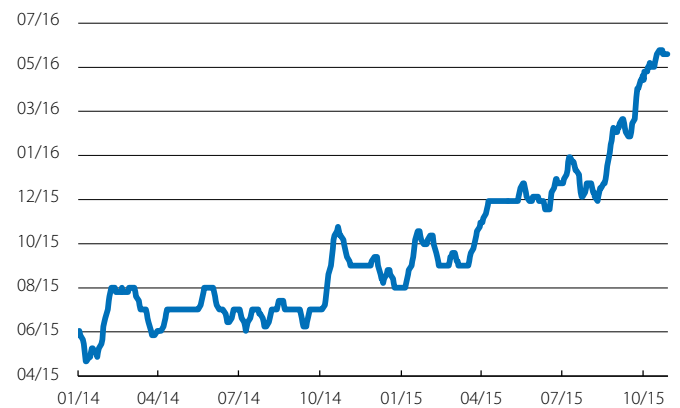
Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

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

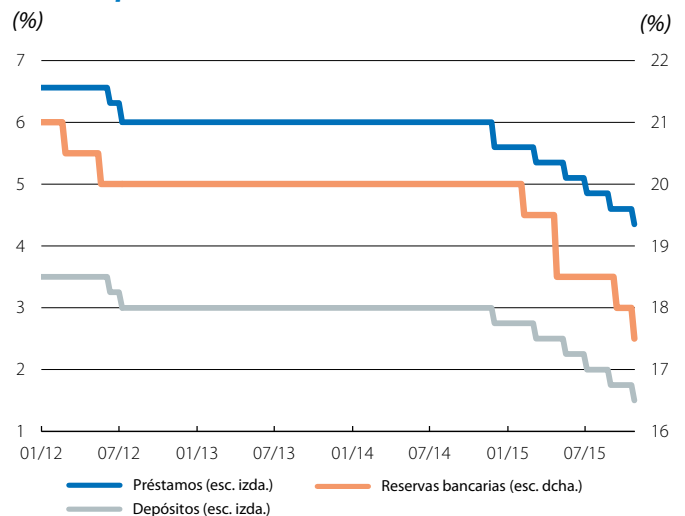
(Fecha esperada)



Nota: * Expectativa implícita en los futuros sobre el federal funds rate.

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

China: tipos de interés oficiales del banco central



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

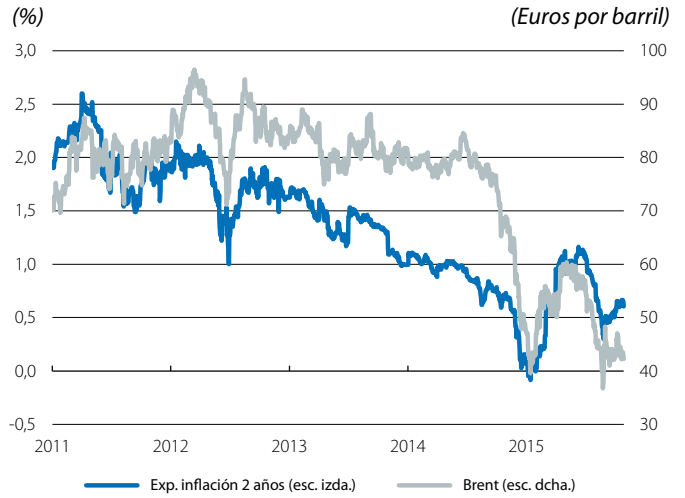
so que han arrojado algunos indicadores de actividad recientes. La decisión del banco central chino (PBOC) de recortar los tipos de interés oficiales sobre préstamos, depósitos y reservas bancarias también tuvo un impacto positivo sobre el sentimiento inversor. La respuesta y el alcance de las medidas adoptadas por el PBOC confirman su disposición a actuar con celeridad para limitar los riesgos de cola. Ello ha contribuido a diluir los temores en torno al fantasma de una posible desaceleración brusca de la economía china. Asimismo, la decisión del PBOC de eliminar las restricciones existentes a la remuneración de los depósitos bancarios es un hito remarkable y constituye un avance notable hacia la liberalización de los tipos de interés del gigante asiático. A corto y medio plazo, la política de comunicación del Ejecutivo chino será un elemento clave para que las medidas que se anuncien no generen elevadas dosis de volatilidad.

El BCE eleva el tono acomodaticio de sus mensajes y anticipa más estímulos monetarios en diciembre. Tras su reunión de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE mostró una clara disposición a poner en marcha medidas expansivas adicionales y señaló que podrían anunciarse en su próxima reunión del 3 de diciembre. Mario Draghi volvió a poner énfasis en la permanencia de los riesgos a la baja sobre el crecimiento y, especialmente, la inflación. A pesar de una mejora de los agregados monetarios y crediticios, el BCE quiere atajar los efectos contraproducentes derivados de un endurecimiento de las condiciones financieras. En concreto, el presidente del BCE reiteró la posibilidad de ajustar el programa de compra de bonos (QE). Como novedad, el presidente del BCE indicó que la opción de recortar el tipo de la remuneración de depósito es una posibilidad que la entidad también se plantea. La disposición de rebajar los tipos oficiales es un aspecto que contribuye a reforzar el compromiso de la institución de cumplir con su objetivo de inflación. En cualquier caso, la decisión de revisar el grado acomodaticio de la política monetaria estará condicionada por las previsiones macroeconómicas que la autoridad presente en diciembre. Sin embargo, no se descarta que el BCE opte por esperar a enero de 2016, máxime si se tiene en cuenta que la reunión del BCE en diciembre precederá a la de la Fed.

La deuda soberana evoluciona al compás de los bancos centrales. El rendimiento a 10 años de los bonos americanos y alemanes ha vuelto a fluctuar con los mensajes de las autoridades monetarias, que, a su vez, han estado marcados por la creciente preocupación por la débil inflación. La nueva versión del «lo que sea necesario» de Mario Draghi, quien promete revisar el programa de expansión monetaria en diciembre, ha incrementado el *spread* entre el rendimiento americano y el alemán, por la bajada del último. Sin embargo, se espera que dicha tendencia se revierta en la primera mitad de 2016, según remitan las presiones deflacionistas globales.

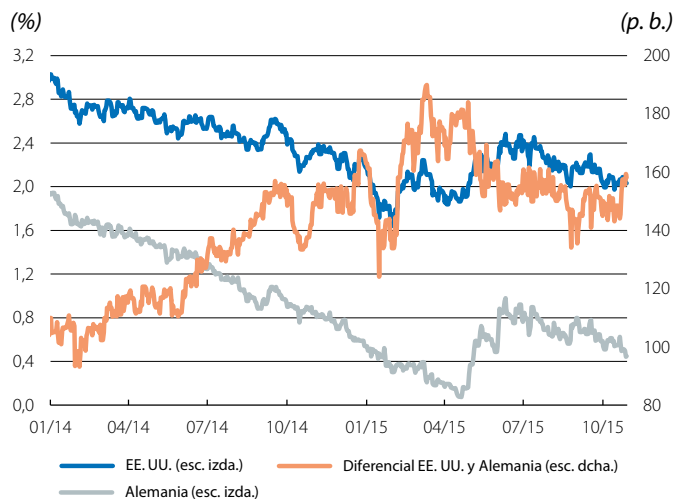
Entretanto, la deuda soberana periférica mantiene el tipo y no acusa las múltiples citas electorales. Las rentabilidades de la deuda pública periférica han prolongado en octubre la tendencia bajista iniciada el mes anterior con los mensajes acomodaticios de los bancos centrales como telón de fondo. La mejo-

Expectativas de inflación en la eurozona y precio del petróleo



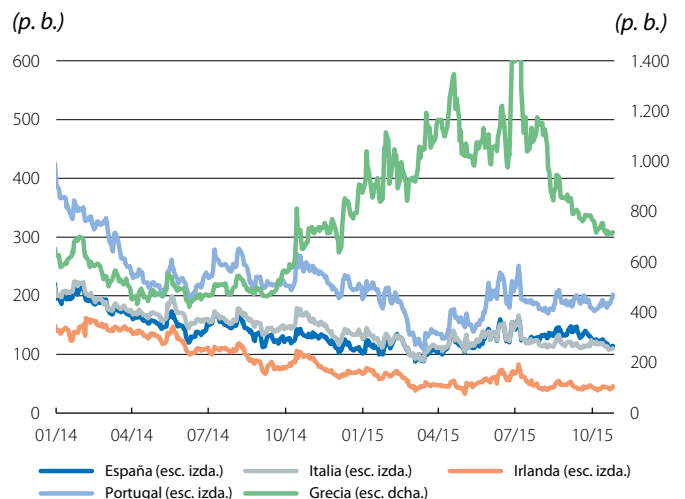
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades y diferencial de la deuda pública a 10 años



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

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



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

ra gradual del cuadro macro de países como España, Italia o Portugal, junto con la indiscutible red de seguridad tejida por el BCE, han reforzado la estabilidad de la deuda soberana de estos países en un periodo de múltiples citas electorales. En su caso, la prima de riesgo española a 10 años ha descendido a cotas próximas a las de la italiana (alrededor de los 110 p. b.), ayudada también por la mejora del *rating* soberano (de BBB a BBB+) por parte de la agencia S&P.

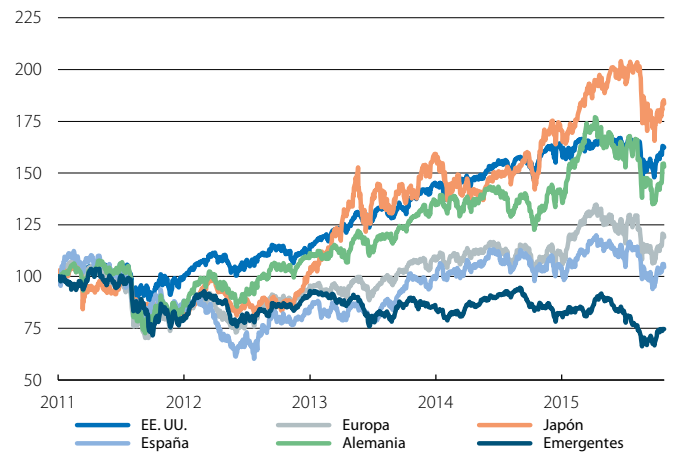
Las bolsas internacionales avanzan al unísono tras los vaivenes de agosto y septiembre. El tono general de los mercados de acciones ha sido firme en octubre, aunque las cotizaciones permanecen a considerable distancia de los niveles alcanzados en primavera. La reconducción, aunque no definitiva, de los focos de incertidumbre que desencadenaron la corrección estival ha sido el sustento de esta pauta alcista. Ello ha pesado más en el ánimo de los inversores que la deslucida campaña de beneficios empresariales en EE. UU. Bien es cierto que, de las 230 compañías del índice S&P 500 que han publicado sus cuentas, el 75% ha reportado unos beneficios por encima de las expectativas. Sin embargo, el débil pulso de los ingresos y de la facturación no pasa desapercibido. En este caso, la ratio de sorpresas positivas es del 43%, mientras que las sorpresas negativas alcanzan el 56%. Con todo, la probabilidad de que el *rally* bursátil tenga continuidad hasta final de año en las bolsas avanzadas es elevada. El flujo de noticias positivas procedentes de China, el mayor grado de concreción de la Fed y el refuerzo de unas condiciones monetarias laxas en la eurozona deben ser las principales palancas de apoyo. En el área emergente, la dinámica bursátil deberá seguir lidiando con los obstáculos ya conocidos, si bien los flujos de cartera hacia estos países en octubre han mostrado una evolución positiva.

El mercado de renta fija privada, a la estela de las bolsas. Las ampliaciones a lo largo de los últimos meses han sido generalizadas y significativas en los *spreads* de los bonos corporativos (especialmente en el segmento de grado especulativo). Cabe resaltar el destacado papel de la emisión de bonos destinados a sufragar la pujante actividad en el segmento de fusiones y adquisiciones. El número de megaoperaciones (superiores a los 10.000 millones de dólares) desde inicios de 2015 se sitúa ya por encima de las registradas a lo largo de todo el año 2007.

La crisis de materias primas sigue manteniendo en vilo el crecimiento global. Tras la ligera apreciación del euro en la primera mitad de mes, la reunión del BCE provocó que se desplomara más de un 3%, enviando el cruce dólar/euro del 1,14 al 1,10 en dos días. Especialmente en el foco de atención han estado las monedas de economías emergentes como Brasil y Turquía, que han vuelto a sufrir por sus tensiones internas y por la debilidad de las materias primas. En este ámbito, tras una notable subida a principios de mes por el repliegue en los temores sobre crecimiento global, el crudo volvió a enfiar su senda bajista, perdiendo un 2,4% en octubre y un 17% desde principios de año. La nota positiva la ha aportado el cobre, indicador adelantado de actividad industrial, que había perdido un 16% en lo que va de año y que ha repuntado un 2,4% en octubre.

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2011)



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

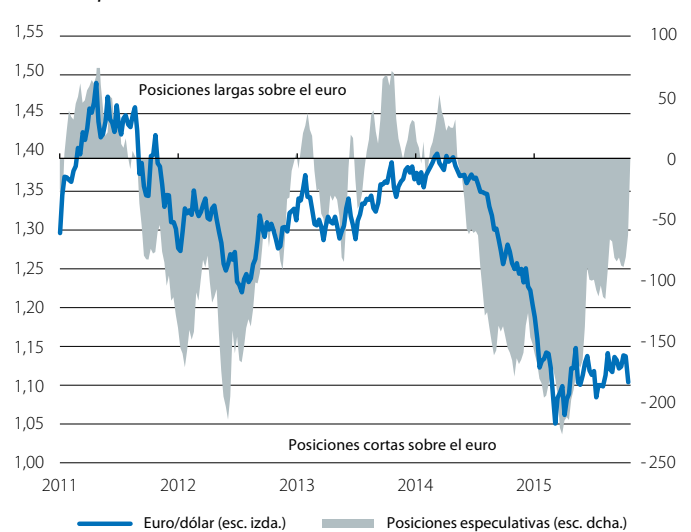
Primas de riesgo de la deuda corporativa con grado especulativo*

(p. b.)



Nota: * Diferencial respecto a una cesta de bonos soberanos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar
(Dólares por euro) (Miles de contratos)



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

FOCUS · La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta

Intentar estimar el posible grado de sobrevaloración o de infravaloración de la bolsa no es una tarea sencilla. Cualquier indicador tiene ventajas e inconvenientes y, por ello, lo más razonable es tener en cuenta un amplio abanico de medidas. Una evaluación global de un conjunto de indicadores puede proporcionar un mayor grado de confianza en torno a la valoración que se haga del mercado que se esté analizando. Entre las múltiples medidas que se utilizan, se encuentra la prima de riesgo bursátil implícita (PRBI).

Antes de abordar la PRBI, conviene explicar qué se entiende por la prima de riesgo bursátil. Esta medida no es más que la compensación que exigen los inversores en términos de rentabilidad por invertir en activos de mayor riesgo (acciones) en vez de hacerlo en títulos con niveles de riesgo más bajos (deuda pública). El nivel de riesgo de las distintas clases de activos hace referencia a la dispersión o a la volatilidad de sus rentabilidades históricas. A modo de ejemplo, la desviación estándar de los retornos anuales históricos (desde finales del siglo XIX hasta inicios de la segunda década del presente siglo) del mercado de acciones cotizadas de EE. UU. alcanza el 20%. En el caso de las letras del Tesoro estadounidense a tres meses, la desviación estándar es del 4%. Naturalmente, la contrapartida al mayor riesgo que presenta el mercado bursátil es que comporta un retorno mucho mayor que el de los títulos de renta fija. Así, la rentabilidad promedio anual real (ajustada por la inflación) histórica de la bolsa estadounidense es del 6,5%. Por su parte, la rentabilidad promedio histórica del bono americano a 10 años se ha situado en torno al 3% en términos reales. La diferencia entre ambas magnitudes arroja una prima bursátil histórica del 3,5%. Si se tiene en cuenta la rentabilidad histórica de las letras del Tesoro americano (1,6%), la prima bursátil asciende hasta el 4,9%, lo cual representa un diferencial de rentabilidad considerable, exigido por los inversores para invertir en acciones en vez de hacerlo en deuda pública. De hecho, la dificultad de la teoría económica para justificar una prima de riesgo bursátil tan abultada como la observada en los datos sigue siendo hoy por hoy, un rompecabezas (conocido como el *equity premium puzzle*).

La PRBI no es más que la versión prospectiva de este indicador, y la comparación de su valor frente al de la prima de riesgo bursátil histórica puede ofrecernos pistas acerca de una potencial sobrevaloración del mercado. Esta medida parte de las estimaciones de los *cash-flows*, fundamentalmente dividendos, que generará la cartera de acciones analizada (por ejemplo, los componentes del S&P 500). En un primer paso, se debe calcular la tasa in-

terna de retorno (TIR) implícita en esa senda de dividendos teniendo en cuenta el precio al que cotizan las acciones y, en un segundo paso, restarle un tipo de interés libre de riesgo (generalmente, la *yield* del bono estadounidense a 10 años). Una PRBI baja apuntará en la dirección de una posible sobrevaloración.

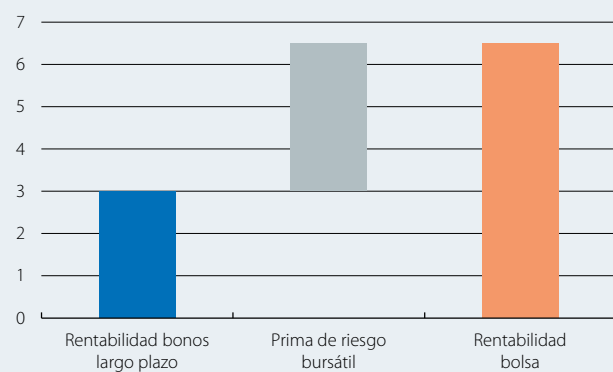
¿Qué podemos decir sobre la PRBI actual de la bolsa americana? Primero, que se sitúa próxima al 7%, por encima de la prima de riesgo histórica observada. Así pues, en principio, esta métrica no parece encontrarse en cotas que sugieran una situación de sobrevaloración acusada, en claro contraste con lo que reflejan otros indicadores como el CAPE (una ratio del precio actual sobre los beneficios promedio de los últimos 10 años).

De todas formas, cabe tener en cuenta que los bajos niveles de los tipos de interés libres de riesgo justifican una PRBI elevada, ya que es lógico que un inversor anticipe la eventual normalización de dichos tipos de interés. De hecho, en los últimos años, el descenso de los tipos de interés se ha visto prácticamente compensado por un aumento de la PRBI. Por otra parte, y esto es un problema fundamental del indicador, una PRBI relativamente alta no es necesariamente incompatible con una bolsa sobrevalorada, puesto que los dividendos utilizados para su estimación pueden pecar de un optimismo desmesurado, algo que sucede con bastante frecuencia.

En definitiva, aunque la PRBI no apunte en estos momentos a una situación de sobrevaloración en la bolsa americana, es importante tener presentes sus puntos débiles como indicador. En cualquier caso, se trata de una medida que debemos continuar teniendo en el radar, junto con muchas otras.

EE. UU.: prima de riesgo bursátil histórica (1872-2012)*

(%)



Nota: * Rentabilidades reales anualizadas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de J. J. Siegel.

FOCUS · Brasil despierta el fantasma del contagio financiero a América Latina

Brasil ha estado en el punto de mira en los últimos meses por su delicada situación tanto política como financiera. La reciente incertidumbre generada por China y la inestabilidad en los mercados de materias primas, que ha estado acompañada de una rebaja del *rating* de Brasil, ha intensificado la presión bajista sobre los activos de este país. Con los episodios de turbulencia financiera en América Latina en la memoria (crisis de la deuda en los ochenta, «efecto tequila» en 1994, crisis del real brasileño a finales de los noventa, etc.), los problemas que atraviesa actualmente la primera economía latinoamericana hacen temer por un posible riesgo de contagio financiero al resto del continente.

Una dificultad a la hora de evaluar la capacidad de transmisión de una crisis financiera en Brasil al resto de Latinoamérica a través de la banca o de los mercados de capitales es la escasez de información sobre las exposiciones cruzadas entre países que capte el grado de integración financiera del continente. Asumiendo esta restricción, una alternativa indirecta para analizar el grado de conexión financiera se basa en la evolución de las correlaciones entre los mercados financieros brasileños y los de la región. En concreto, un aumento de los coeficientes de correlación durante un periodo de crisis sugiere la posibilidad de un potencial contagio, siendo normalmente una condición necesaria, pero no suficiente. La evidencia reciente, por el contrario, muestra cómo la correlación entre los mercados brasileños de renta fija y variable y los de Latinoamérica ha tendido a disminuir, lo que apunta a un potencial de contagio limitado (vía canales puramente financieros) a otros países de la región (los efectos vía canales reales y financieros más vinculados a lo económico, analizados en el Focus «Brasil en recesión, ¿contagio a América Latina?», también parecen tener un alcance modesto). Este resultado cobra todavía más fuerza en la medida en que, en los últimos meses, han existido factores, como las dudas sobre China o la caída del precio de las materias primas, que han podido afectar de manera transversal al conjunto de las economías latinoamericanas y a sus mercados financieros, empujando las correlaciones entre estos mercados al alza.

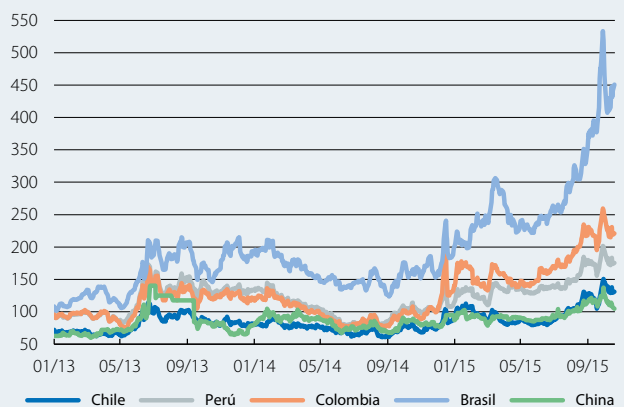
Un ejercicio adicional que puede ayudar a aislar el efecto de contagio financiero de Brasil a los países vecinos analiza el comportamiento de los mercados en días concretos en los que se han producido eventos con un alto impacto en los mercados brasileños (los denominados *event studies*). Por ejemplo: el 9 de septiembre de 2015, día en el que el bono soberano brasileño perdió su estatus de grado de inversión, y el 17 de septiembre de 2015, cuando se escaló el proceso de recusación de la presidenta

Rousseff. En estas dos jornadas, las rentabilidades de la deuda de los países de la región evolucionaron en dirección distinta a la de los bonos brasileños y, de hecho, fluctuaron más en línea con los de otras áreas emergentes. Esta dinámica apunta también a la existencia de un efecto de contagio financiero débil.

En definitiva, la evidencia disponible no es indicativa, en principio, de un alto riesgo de contagio de Brasil a otros países de la región por la vía financiera. Sin embargo, es importante ser conscientes de lo imprevisibles que pueden resultar, a veces, los mercados financieros y tener en cuenta la existencia de *tipping points* o efectos no lineales: el pasado no tiene por qué repetirse.

CDS soberanos a 5 años *

(p. b.)



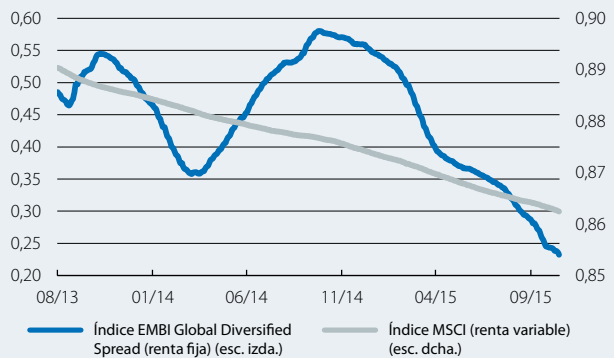
Nota: * CDS (credit default swap).

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

Correlaciones entre Brasil y el resto de América Latina * en los mercados de renta fija y variable

(Coef. de correlación)

(Coef. de correlación)



Nota: * Promedio de las correlaciones entre Brasil y Bolivia, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela para el índice EMBI Global Diversified Spread de J. P. Morgan y entre Brasil y Chile, Perú y Colombia para el índice MSCI de J. P. Morgan.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,07	-0,04	-3	-14,6	-15,4
Euríbor 12 meses	0,11	0,14	-3	-21,5	-23,0
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,35	-0,27	-8	-28,6	-28,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,32	-0,25	-7	-22,2	-26,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,52	0,59	-7	-2,1	-32,1
Deuda pública a 10 años (España)	1,67	1,89	-22	5,9	-40,6
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	115	131	-15	8,4	-8,1
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,33	0,33	0	7,4	9,8
Líbor 12 meses	0,87	0,85	2	24,1	31,6
Deuda pública a 1 año	0,32	0,31	1	10,7	22,9
Deuda pública a 2 años	0,72	0,63	9	5,6	22,9
Deuda pública a 10 años	2,14	2,04	10	-3,1	-19,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	91	-20	8,1	5,9
Itraxx Financiero Sénior	69	96	-26	2,0	2,1
Itraxx Financiero Subordinado	148	194	-46	-1,2	-6,9

Tipos de cambio

	30-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,101	1,118	-1,5	-9,0	-12,1
¥/€	132,750	133,990	-0,9	-8,4	-5,6
£/€	0,713	0,739	-3,5	-8,1	-8,9
¥/\$	120,620	119,880	0,6	0,7	7,4

Materias primas

	30-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	395,2	403,1	-2,0	-9,7	-13,9
Brent (\$/barril)	47,6	47,1	1,0	-14,6	-43,8
Oro (\$/onza)	1.142,2	1.115,1	2,4	-3,6	-2,7

Renta variable

	30-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.079,4	1.920,0	8,3	1,0	3,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.418,2	3.100,7	10,2	8,6	9,8
Ibex 35 (España)	10.360,7	9.559,9	8,4	0,8	-1,1
Nikkei 225 (Japón)	19.083,1	17.388,2	9,7	17,1	16,3
MSCI emergentes	847,8	792,1	7,0	-11,3	-16,6
Nasdaq (EE. UU.)	5.053,7	4.620,2	9,4	6,7	9,1

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

COYUNTURA · EE. UU. sufre una pausa y China aguanta

Según el FMI, la economía mundial crecerá un 3,1% en 2015 y un 3,6% en 2016, ligeramente por debajo de la previsión de julio. El crecimiento se apoyará en la moderada recuperación de las economías avanzadas, mientras se constata la desaceleración de las emergentes y el incremento de los riesgos a la baja por las dudas sobre China y la debilidad de los exportadores de materias primas. Entre los avanzados, la recuperación está más adelantada en EE. UU., con un crecimiento esperado del 2,6% y del 2,8% en 2015 y 2016, respectivamente. Sin embargo, se rebajan las previsiones para Japón, con avances estimados del 0,6% y del 1,0%. Entre los emergentes, Brasil vuelve a sufrir una de las mayores revisiones a la baja, con caídas previstas del 3,0% y del 1,0% para 2015 y 2016, respectivamente, y para Rusia se esperan retrocesos del 3,8% y del 0,6%. Por el contrario, se mantiene la previsión de crecimiento para China (6,8% y 6,3%) y se rebaja muy ligeramente la previsión para la India (7,3% y 7,5%).

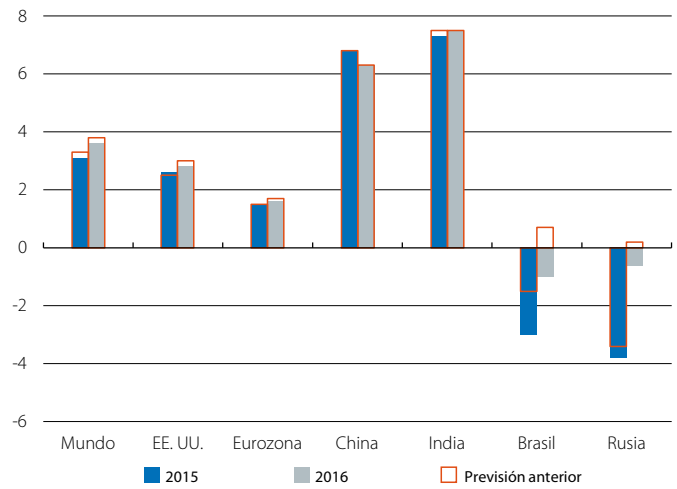
ESTADOS UNIDOS

El PIB de EE. UU. desacelera su avance en el 3T 2015, aunque de manera temporal. Según la primera estimación realizada por el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense creció un moderado 0,4% intertrimestral en el 3T 2015 (un 2,0% interanual), frente al 0,6% del 2T. Un registro débil que se debió, sobre todo, a un ajuste puntual de las existencias, que sustrajo 0,4 p. p. al avance intertrimestral del PIB. La lectura para el resto de componentes, que marca la tendencia de medio plazo, es más favorable. El consumo privado avanzó un significativo 0,8% intertrimestral, tal y como venían apuntando los indicadores de confianza del consumidor; y la inversión no residencial avanzó un más moderado 0,5% intertrimestral. Por otra parte, en el componente del consumo público, el descenso del gasto de defensa quedó compensado por el aumento de otras partidas. La debilidad del avance, mayor de lo que preveíamos, nos lleva a efectuar una revisión a la baja en nuestra previsión de crecimiento para 2015, hasta el 2,5% (antes: 2,7%). De cara a 2016, también hemos revisado ligeramente a la baja nuestro escenario central, que ahora prevé un avance del 2,5% (antes: 2,7%), por un dólar que esperamos que sea más fuerte ante la ampliación del QE del BCE. Con todo, no cambia nuestra visión positiva de la expansión estadounidense, que se apoyará en el consumo, en la inversión (tanto empresarial como residencial) y en una menor consolidación fiscal. En este contexto de expansión se enmarca el mensaje de la Fed del mes de octubre, que refuerza la posibilidad del inicio de la subida de tipos en diciembre (coincidiendo con nuestro escenario central).

Los indicadores del consumo y la vivienda apoyan la continuidad de la fase expansiva en EE. UU. El índice de confianza del consumidor del Conference Board de octubre (97,6 puntos) perdió algo del fuerte repunte de septiembre (102,6) pero, apoyado en una percepción muy positiva del momento actual, se

FMI: previsiones del PIB para 2015 y 2016

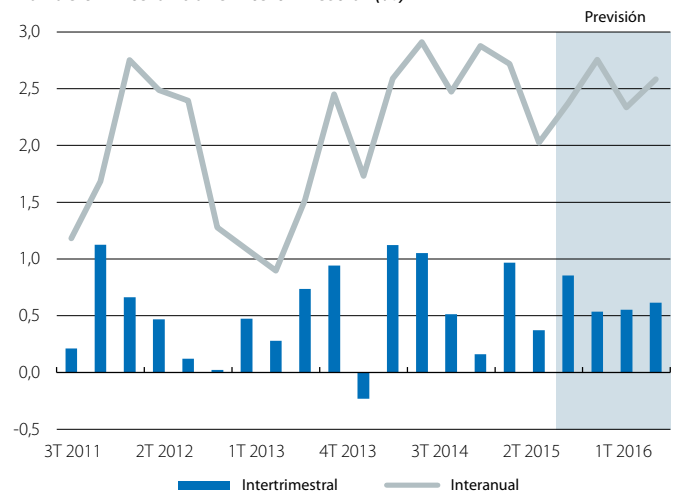
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

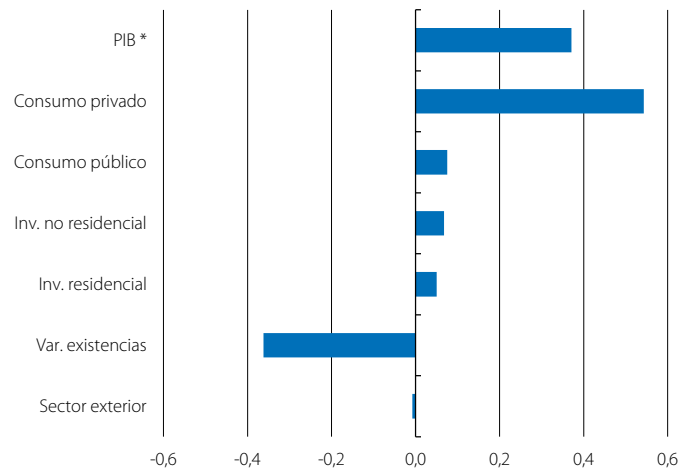
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 3T 2015 (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.

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

sitúa 5 puntos por encima de la media histórica. También el sector inmobiliario muestra un buen tono, con unas ventas al alza de viviendas de segunda mano y un índice NAHB de sentimiento de los promotores (que tiene en cuenta precios y ventas) que alcanzó en septiembre el nivel de los 64 puntos, el máximo desde octubre de 2005. Más ambiguos se mostraron los índices de sentimiento empresarial ISM de septiembre, que registraron un segundo mes de retrocesos, si bien se mantuvieron en cotas coincidentes con una economía expansiva.

El mercado laboral seguirá favoreciendo el consumo, pilar de la expansión estadounidense. A pesar de la ralentización de la creación de empleo en los dos últimos meses, el mercado laboral sigue recuperándose. En septiembre se crearon 142.000 puestos de trabajo y, aunque el registro se situó por debajo del listón de los 200.000, el promedio mensual en lo que va de año (de 198.000) sigue apuntando a un dinámico mercado de trabajo. Asimismo, la tasa de paro se mantuvo en un bajo 5,1%. Sin embargo, los salarios, favorecidos por un todavía significativo subempleo, volvieron a avanzar un contenido 2,2% interanual, muy por debajo de la zona de normalidad del 3%-4% señalada por Janet Yellen hace unos meses. Por el contrario, los precios de septiembre sorprendieron positivamente. En particular, la inflación subyacente de septiembre, que excluye los precios de la alimentación y la energía, se situó en el 1,9%, el registro más alto desde febrero de 2013. El IPC general tuvo una variación interanual nula, lastrado por los precios energéticos, que acumulan un descenso interanual del 18,4%.

JAPÓN

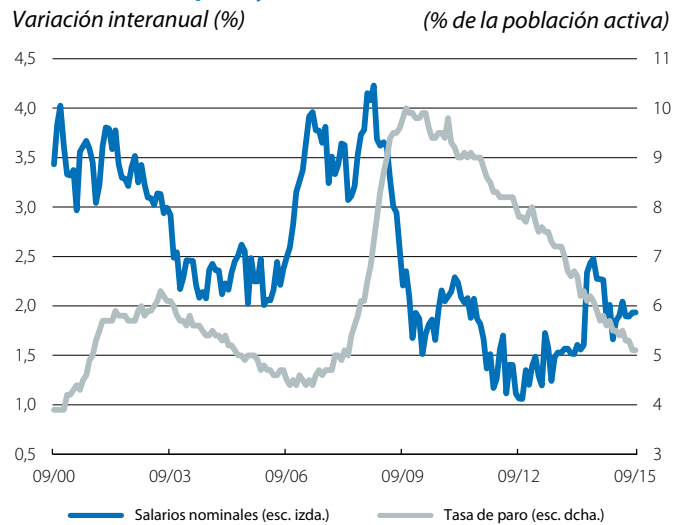
Esperamos una segunda mitad de 2015 más robusta para Japón. La aceleración que prevemos en los próximos meses se basa en un consumo más dinámico, favorecido por la persistencia del petróleo barato y de la baja inflación, que representan un apoyo al poder adquisitivo de los hogares. En este contexto, se revisó ligeramente al alza el avance del PIB del 2T 2015.

A pesar de la aceleración prevista, China representa un riesgo a la baja. La debilidad de la demanda de China y de EE. UU. por los bienes japoneses impide que el yen barato beneficie a las empresas exportadoras (en su mayoría grandes) como lo hiciera en el pasado. Asimismo, la caída del yen encarece las importaciones a consumidores y pequeñas y medianas empresas, que son importadoras de bienes intermedios. Así, la producción industrial, muy ligada al crecimiento general de la economía, ha seguido una trayectoria plana a pesar de los estímulos monetarios que empezaron a ponerse en práctica en 2013. Con todo, el banco central del país decidió en octubre no intensificar su programa de compra de activos (actualmente, de 80 billones de yenes anuales, el 16% del PIB).

EMERGENTES

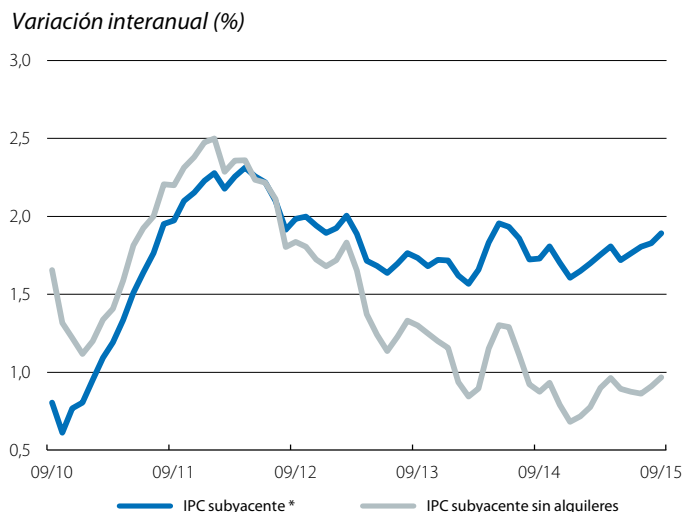
En China, el PIB del 3T sorprendió al alza con un avance del 6,9% interanual, tan solo ligeramente por debajo del 7,0% del 2T. El avance, por encima de nuestras previsiones, nos empuja a

EE. UU.: desempleo y salarios nominales



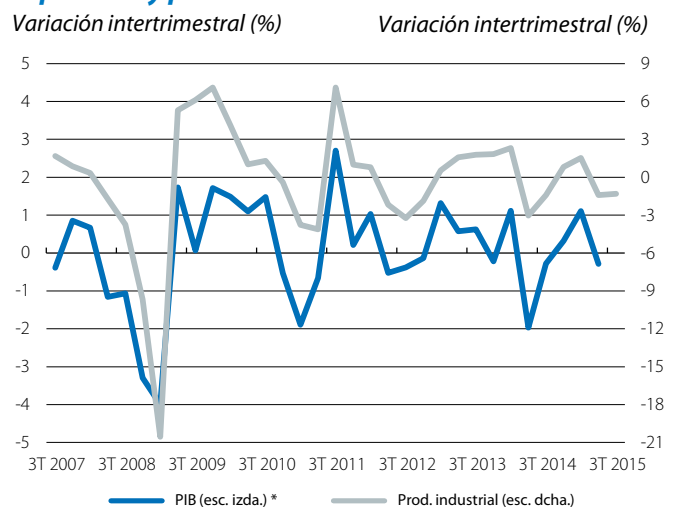
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: IPC



Nota: * Subyacente: índice general sin energía ni alimentos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB y producción industrial



Nota: * En términos reales. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y del Ministerio de Industria.

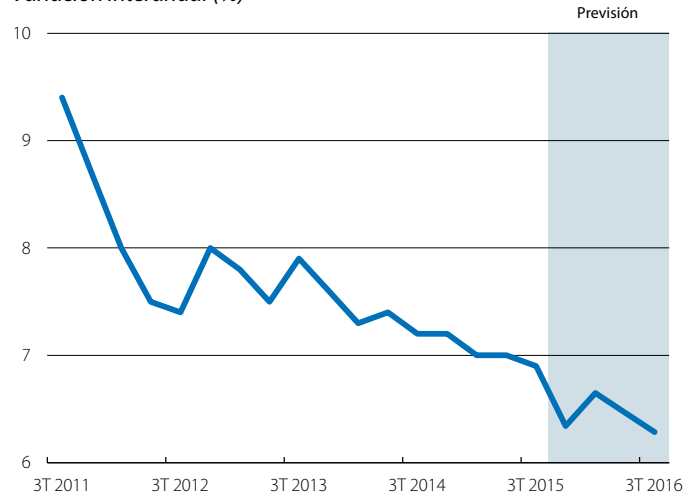
efectuar una revisión técnica al alza de las previsiones de crecimiento del PIB de 2015 hasta el 6,8% (antes: 6,7%). Aun así, los riesgos a la baja siguen siendo elevados. Prueba de ello son las medidas que el Ejecutivo sigue tomando para apoyar el crecimiento, la más reciente, el nuevo recorte del banco central sobre el tipo de interés de referencia (de 25 p. b. hasta el 4,35%), el quinto recorte en lo que va de año. También rebajó el coeficiente de caja en 50 p. b. (hasta el 17,5% para la mayoría de grandes bancos). En paralelo, la autoridad monetaria anunció la suspensión del límite sobre la remuneración de los depósitos bancarios, lo que supone un paso más hacia la liberalización y modernización del sistema financiero. Precisamente, en el Plenario del Partido Comunista, que tuvo lugar a finales de octubre y en el que se esbozaron las líneas de actuación que debe seguir el país en los próximos cinco años (2016-2020), se volvió a mencionar la necesidad de reformas en el sistema financiero. También se decidió suspender la ley del hijo único, lo cual permite a las parejas tener dos hijos, y se hizo hincapié en la voluntad de mantener un crecimiento medio (del 6,5% para 2016), respetuoso con el medio ambiente y compatible con el cambio de modelo más sesgado hacia el consumo y los servicios.

Brasil sigue sin reconducir sus problemas. Los últimos indicadores confirman que la caída de la actividad se mantiene sin que mejoren de manera apreciable los desequilibrios más acuciantes (en particular, la inflación, que escaló hasta el 9,5% en septiembre). Además, la incertidumbre política va en aumento. El 80% de las medidas del programa de ajuste fiscal propuesto para 2016 por el Gobierno de Dilma Rousseff exige una aprobación parlamentaria que, hoy por hoy, es difícil de asegurar. Adicionalmente, el Tribunal de Cuentas no ha validado las cuentas de 2014 y se ha abierto la puerta a un posible *impeachment* de Rousseff (escenario que consideramos poco probable). En esta tesitura, la presidenta ha emprendido una remodelación del Ejecutivo a fin de reforzar sus apoyos en el Congreso. El efecto combinado del bajo pulso de la actividad, la incertidumbre política y el impacto del ajuste fiscal en 2016 (por valor del 1,2% del PIB) justifican una revisión a la baja de nuestro escenario central para el crecimiento del PIB: del -1,8% al -2,3% en 2015 y del +0,4% al -0,6% en 2016.

En Turquía, el crecimiento del 2T sorprende al alza, pero aumentan los riesgos bajistas. El PIB del 2T avanzó un 3,8% interanual, notablemente por encima de lo previsto y del registro del trimestre anterior (2,5%). La fortaleza de la demanda interna, en particular la aceleración de la inversión y del consumo público, es el factor central que explica este mayor ritmo de la actividad. Sin embargo, las perspectivas económicas para el 3T son más contenidas por el aumento de los riesgos políticos internos (conflictividad política) y externos (Siria) y por un recrudescimiento de la crisis cambiaria. La probable mayoría absoluta del partido gobernante, el AKP (islamista moderado), en las elecciones del 1 de noviembre, aunque reduce la inestabilidad política interna, no garantiza que se atajen los abultados desequilibrios macroeconómicos ni reduce los riesgos geopolíticos externos. Por ello revisamos a la baja el crecimiento: del 3,3% al 3,1% en 2015 y del 4,0% al 3,3% en 2016.

China: PIB

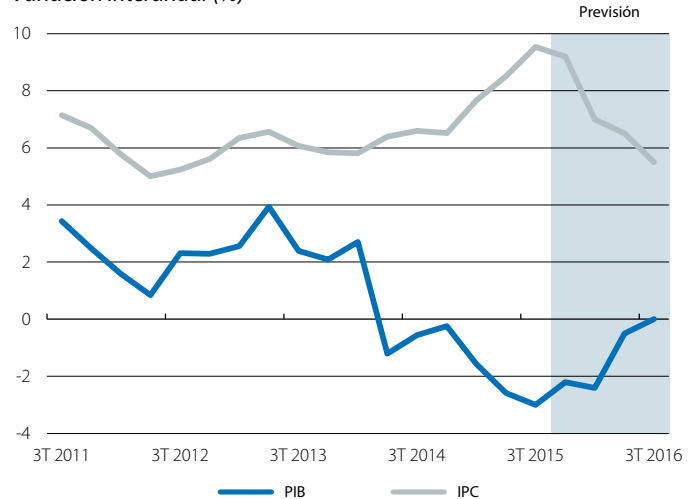
Variación interanual (%)



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

Brasil: PIB

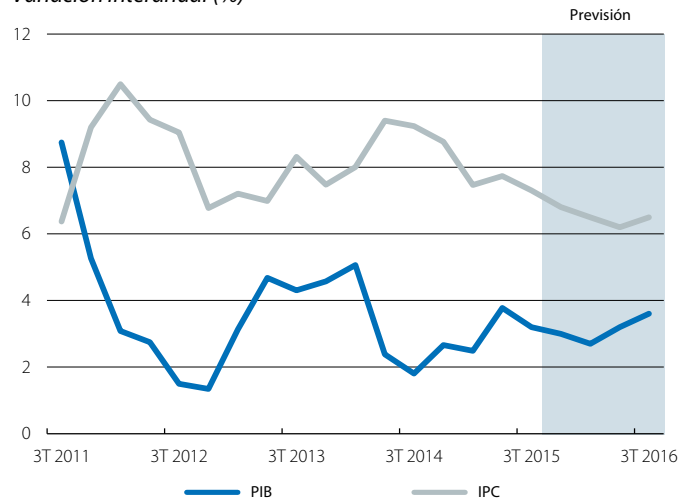
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE).

Turquía: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina de Estadísticas de Turquía.

FOCUS · Brasil en recesión, ¿contagio a América Latina?

La gravedad de la recesión brasileña ha tomado por sorpresa a propios y extraños: tras caer un 0,7% intertrimestral en el 1T, el PIB se desplomó un pronunciado 1,9% en el 2T. Las causas de este mal rendimiento se exploran en un Focus reciente:¹ Brasil se enfrenta al reto de corregir unos importantes desequilibrios macroeconómicos en un contexto de caída de la actividad y de dificultades para implementar la política económica. Aquí nos centraremos en analizar el posible impacto económico en América Latina del *shock* de su primera economía, equivalente al 37% del PIB regional.

Un primer canal fundamental de contagio es el comercial. Así, los países más expuestos son los que tienen un nivel más elevado de exportaciones de bienes a Brasil: Paraguay, Bolivia, Argentina y Uruguay, que dirigen entre un quinto y un tercio del total de sus exportaciones al gigante sudamericano. No obstante, para tener una apreciación más ajustada del impacto económico deben relacionarse las exportaciones con el tamaño económico. Aquí cabe distinguir entre la situación más vulnerable de Bolivia y Paraguay (cuyas exportaciones representan, respectivamente, el 11,7% y el 9,7% del PIB nacional) de la de Uruguay (3,3% del PIB) y Argentina (2,6% del PIB).

Por tanto, Bolivia y Paraguay son los más expuestos al *shock* de Brasil. ¿Puede, no obstante, matizarse el riesgo en función del tipo de mercancía que se intercambia? Efectivamente, ya que ambos países están en situaciones distintas: mientras que Bolivia exporta gas natural y petróleo, productos cuya demanda, aunque parcialmente inelástica, caerá ante el retroceso brasileño del consumo y la inversión, Paraguay es un exportador de materias primas agrícolas que, en principio, son bienes de primera necesidad y, además, pueden ser recolocadas internacionalmente con mayor facilidad (aunque, en el actual contexto de caída global de la demanda de materias primas, este último factor quedará matizado). En resumen, el balance de riesgos comerciales es más preocupante en el caso de Bolivia (por la intensidad comercial y la composición de los intercambios) pero algo menos en Paraguay (el nivel de intercambios se compensa, en parte, por la composición).

Un segundo canal de contagio potencial es el financiero. En cuanto a las inversiones de América Latina que recibe Brasil, el *stock* de inversión extranjera directa de Uruguay equivale a un 7,9% del PIB uruguayo, el de Chile a un 3,5% de su PIB nacional y el de México a un 1,1% del suyo. Por otra parte, las inversiones de empresas brasileñas representaban en 2013 un *stock* equivalente al 5,2% del PIB en Uruguay, al 2,2% del PIB en Paraguay y al 1,6% en el Perú, mientras que los restantes países de la región están

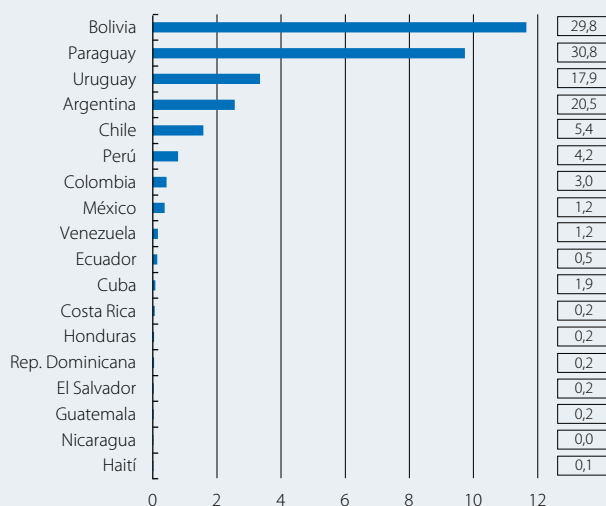
mucho menos expuestos.² En definitiva, podemos concluir que la recesión brasileña debería tener, en el conjunto de América Latina, un efecto que podríamos calificar de escaso a medio. Es el resultado de un territorio relativamente poco integrado y cuyos dos motores centrales (Brasil y México) están escasamente relacionados entre sí.

Con todo, cuando a la recesión brasileña se le suma el hecho de que está teniendo lugar en el contexto de un segundo *shock* (el de las materias primas) y de un endurecimiento de las condiciones de financiación, la valoración debe teñirse de prudencia. Además, cabe apuntar que, aunque los canales económicos (y los financieros más vinculados a la dinámica económica) son relativamente reducidos y se circunscriben a pocos países, otras vías de contagio pueden entrañar un mayor riesgo. En particular, si los inversores internacionales deshicieran sus posiciones inversoras en Brasil (una reacción razonable, en el sentido de que responde a las peores perspectivas del país), se podría generar una respuesta similar, en parte irracional, en otras economías.³

¿Disponemos de alguna aproximación cuantitativa del posible efecto total de los distintos canales mencionados? Según un estudio reciente del FMI⁴ que evalúa la intensidad con la que se transmiten los *shocks* de Brasil a la región, el impacto conjunto sería particularmente intenso en Paraguay (cada caída de 1 p. p. del PIB brasileño reduce el PIB paraguayo en 0,9 p. p.) y marcadamente más reducido, aunque todavía apreciable, en Argentina, Bolivia y Uruguay (del orden de 0,25 p. p.).

Exportaciones de bienes a Brasil en 2014

(% del PIB) (% sobre el total de exportaciones del país)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional-DOTS y Oxford Economics.

1. Véase «El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural o algo más profundo?», publicado en el IM05/2015.

2. Las inversiones de cartera no se toman en cuenta porque no se dispone de información sobre los países destino y origen de las mismas. Con todo, cabe decir que los flujos de inversión directa extranjera representan el 90% de las salidas de capitales y el 60% de las entradas.

3. Este canal se explora con más detalle en el Focus «Brasil despierta el fantasma del contagio financiero a América Latina» de este mismo informe.

4. Adler, G. y Sosa, S. (2012), «Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic after All?», IMF Working Paper WP/12/145.

FOCUS · Movimientos cambiarios y exportaciones: sentido y sensibilidad

Uno de los canales más destacados a través de los que la política monetaria acomodaticia apoya el crecimiento económico es la depreciación de la moneda. Una depreciación de la divisa local estimula las exportaciones del país, al resultar más baratas a ojos extranjeros. Sin embargo, algunos estudios recientes apuntan a que la relación que une el tipo de cambio y las exportaciones se ha debilitado en los últimos años.

Distintos elementos se esgrimen como causantes de esta menor sensibilidad pero, sin duda, el más importante es la proliferación de las cadenas de valor globales (CVG). Concretamente, se considera que un país está integrado en una CVG cuando sus exportaciones, además de estar compuestas de valor añadido generado en el propio país, contienen una parte relevante de bienes y servicios intermedios que provienen de otras economías. En este caso, el precio de dichas exportaciones depende tanto del coste local como del coste de los bienes y servicios intermedios importados. Así, si la moneda del país se deprecia, desde el punto de vista extranjero disminuye el coste de la parte de las exportaciones producidas localmente, al haberse abaratado la moneda local frente a la foránea. No obstante, los costes de los *inputs* importados se mantienen en moneda extranjera y se encarecen en moneda local. Ello significa que, ante una depreciación de la divisa local, el precio de las exportaciones producidas dentro de las CVG se reduce menos (de nuevo, a ojos extranjeros) que si los bienes exportados hubieran sido producidos localmente en su totalidad y, en consecuencia, su efecto estimulador sobre el volumen exportado es también menor.

En sentido contrario, otros fenómenos de carácter global podrían haber fortalecido la relación entre el tipo de cambio y las exportaciones; en particular, la entrada de nuevos países en la arena del comercio mundial y la liberalización de algunos mercados. Este factor aumenta la competencia, por lo que los movimientos cambiarios no pueden ser absorbidos con tanta facilidad por los *mark-ups* empresariales y repercuten en mayor medida sobre los precios. Y, precisamente, al ser los precios un elemento que influye de manera directa sobre la demanda exportadora, una mayor sensibilidad de dichos precios al tipo de cambio se traduce en una mayor sensibilidad del volumen exportado a la cotización de la moneda.

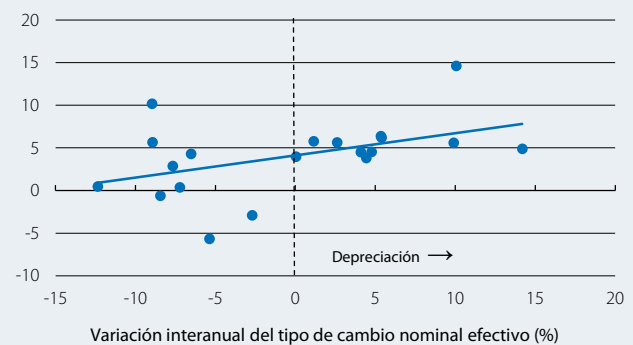
Ante esta confluencia de elementos que tanto pueden haber debilitado como fortalecido el vínculo cambiario-exportador, distintos estudios empíricos intentan cuantificarlo y rastrear su evolución a lo largo del tiempo. La conclusión es controvertida. Mientras que un informe

reciente del Banco Mundial afirma que sí ha habido un debilitamiento de dicho vínculo y que las CGV son responsables de una parte importante del mismo, en las «Perspectivas de la economía mundial» de octubre de 2015 (WEO, por sus siglas en inglés), el FMI no encuentra ninguna evidencia que lo confirme.¹ En la misma línea que el estudio del Banco Mundial, el BCE menciona cierto debilitamiento de la relación en el caso de las exportaciones de manufacturas de los países europeos, y la Fed en el caso de las estadounidenses.²

Si hiciéramos uso de los resultados de estos últimos estudios para la situación actual de la eurozona, la depreciación reciente del euro, de cerca del 5% real en relación con sus socios comerciales, habría comportado un aumento del volumen de exportaciones de entre un 3% y un 3,8%. Una mejora que, aunque claramente inferior al 5,5% que se habría registrado hace unos años en un mundo menos integrado, es significativa. Así pues, a pesar de una sensibilidad posiblemente menor entre los movimientos cambiarios y las exportaciones, su relación no está ni de lejos extinguida.

Principales economías avanzadas y emergentes: exportaciones y tipo de cambio

Variación interanual de las exportaciones nominales (%)



Nota: Variación interanual de las exportaciones nominales de bienes y servicios en moneda local entre el 1T 2014 y el 2T 2015 (acumulado de cuatro trimestres). No incluye exportadores importantes de materias primas.

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

1. Véase Ahmed, S., Appendino, M. A. y Ruta, M. «Depreciations without exports? Global value chains and the exchange rate elasticity of exports.» World Bank Policy Research Working Paper (August 11, 2015). En este artículo, los autores encuentran que el efecto del tipo de cambio real sobre las exportaciones se ha reducido a casi la mitad entre 1996 y 2012, y que las CVG explican un 40% de dicha reducción. Véase también IMF, World Economic Outlook (October 2015), capítulo 3.

2. Véase Di Mauro, F., Ruffer, R. y Bunda, I. (2008), «The changing role of the exchange rate in a globalised economy». ECB Occasional Paper 94.

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	09/15
Actividad									
PIB real	1,5	2,4	2,9	2,5	2,9	2,7	–	2,0	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,4	4,8	4,8	3,7	4,3	3,9	3,8
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	90,9	92,7	101,3	96,2	91,0	101,3	102,6
Producción industrial	1,9	3,7	4,2	4,5	3,5	1,4	1,3	1,1	0,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	56,9	56,9	52,6	52,6	52,7	51,1	50,2
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	1.029	1.055	978	1.158	1.152	1.132	1.206
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	170	173	177	179	178	179	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	59,0	59,2	59,3	59,3	59,3	59,4	59,2
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,9	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	–2,9	–2,9	–3,0	...
Precios									
Precios de consumo	1,5	1,6	1,8	1,2	–0,1	0,0	0,2	0,2	0,0
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9

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

Fuente: CaixaBank 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	08/15	09/15
Actividad									
PIB real	1,6	–0,1	–1,4	–0,8	–0,8	0,9	–	...	–
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	40,5	38,9	40,7	41,5	40,3	41,7	40,6
Producción industrial	–0,6	2,1	–0,3	–1,4	–2,2	–0,5	0,0	–0,4	–0,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	13,0	12,0	12,0	15,0	–	12,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,5	3,5	3,3	3,3	3,4	3,4
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,4	–2,6	–2,9	–2,6	–1,8	–1,4	–1,2	–1,1	–1,0
Precios									
Precios de consumo	0,4	2,7	3,4	2,5	2,3	0,5	0,3	0,2	0,0
Precios de consumo subyacente	–0,2	1,8	2,3	2,1	2,1	0,4	0,6	0,8	0,9

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

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

CHINA

	2013	2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15
Actividad									
PIB real	7,7	7,3	7,2	7,2	7,0	7,0	–	6,9	–
Ventas al por menor	13,1	14,3	15,9	11,7	10,5	10,2	10,5	10,8	10,9
Producción industrial	9,7	8,3	8,0	7,6	6,4	6,3	6,0	6,1	5,7
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	51,3	50,4	49,9	50,2	50,0	49,7	49,8
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	258	382	322	382	488	541	537	547	576
Exportaciones	7,8	6,0	12,9	8,6	4,6	–2,2	–8,3	–5,5	–3,7
Importaciones	7,3	0,5	1,0	–1,7	–17,6	–13,5	–8,1	–13,8	–20,4
Precios									
Precios de consumo	2,6	2,0	2,0	1,5	1,2	1,4	1,6	2,0	1,6
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	5,60	5,35	4,85	4,85	4,60	4,60
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3	6,4

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

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

COYUNTURA · El ritmo de avance no frena en la eurozona

La recuperación de la eurozona prosigue sin grandes cambios. A juzgar por la evolución de los indicadores de actividad, el ritmo de crecimiento está siendo constante en la segunda mitad de 2015. Una muestra de ello es que el FMI mantuviera prácticamente intactas sus previsiones de crecimiento para la región (del 1,5% en 2015 y del 1,6% en 2016). La recuperación continúa, por tanto, apoyada por el bajo precio del petróleo, la depreciación del euro y la política monetaria acomodaticia. A corto plazo, la capacidad de crecimiento de la eurozona podría verse afectada por una desaceleración de las economías emergentes mayor de la prevista, aunque, si llegara a ocurrir, podría compensarse con medidas de política monetaria expansiva. Sin embargo, esto no debería ser un remedio a medio y largo plazo: sigue siendo necesaria la implementación de reformas estructurales (unión económica, fiscal, bancaria y política) que permitan mejorar la productividad.

La actividad económica mantiene el tono en el 3T, a pesar de la ralentización de las economías emergentes. En conjunto, los datos muestran una recuperación gradual de la industria, aunque de forma dispar entre países. Así, en agosto, mientras que la producción industrial creció en términos interanuales a tasas similares que el mes anterior en Alemania y en España, los registros fueron ligeramente inferiores en Italia y en Francia. De cara al 4T, destaca positivamente la evolución del índice PMI compuesto de la eurozona en octubre, que se situó en los 54,0 puntos, ligeramente por encima del registro del 3T (53,9) y en una cómoda zona expansiva. Por países, el índice galó registró este mes un aumento que sería compatible con una suave aceleración de la actividad, aunque todavía se mantiene en niveles contenidos. Por su parte, el índice PMI alemán mostró una leve mejora en octubre con respecto al 3T. Otro de los índices de actividad empresarial alemanes de referencia, el IFO, se mantuvo en cotas muy altas (108,3 puntos frente a los 108,2 del 3T). Estos indicadores, por tanto, sugieren que la economía alemana está resistiendo bien a la desaceleración de las economías emergentes.

El consumo avanza a un ritmo notable. Los indicadores del consumo apuntan a que, en el 3T, este componente tuvo un peso considerable en el crecimiento de la economía de la eurozona. Si bien el índice de confianza del consumidor cayó ligeramente en octubre, todavía se sitúa en niveles muy superiores al promedio histórico. Ofrece la misma lectura la tasa de variación de las ventas minoristas, que se mantuvo en niveles elevados, aunque experimentó cierto retroceso en agosto, hasta el 2,3% interanual. Otro indicador del consumo, la matriculación de automóviles, también registró un avance significativo en septiembre, del 10,2% interanual. También la inversión mantiene el pulso. De hecho, el fuerte incremento de la producción industrial de bienes de capital en agosto, del 4,1% interanual, indica que la inversión podría haber ganado pulso en el 3T.

Eurozona: previsiones del PIB del FMI

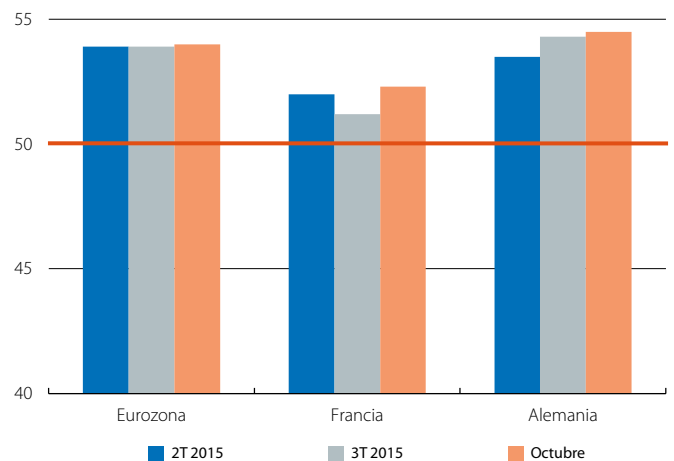
Variación anual (%)

	2014	Previsión		Variación respecto a previsión julio 2015	
		2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,9	1,5	1,6	=	▼ 0,1
Alemania	1,6	1,5	1,6	▼ 0,1	▼ 0,1
Francia	0,2	1,2	1,5	=	=
Italia	-0,4	0,8	1,3	▲ 0,1	▲ 0,1
España	1,4	3,1	2,5	=	=

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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

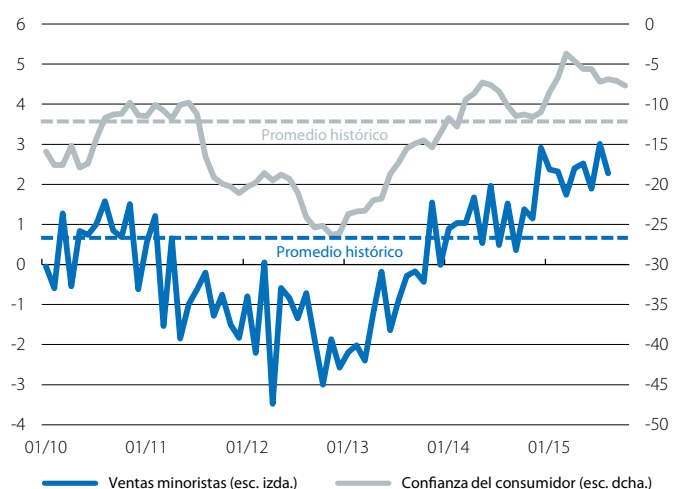


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

La gradual recuperación del mercado laboral respalda el consumo. En septiembre, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 10,8%, 7 décimas por debajo de su nivel de hace un año. Los países periféricos, sobre todo España, han contribuido de forma importante a este descenso. De cara al 4T, los datos de expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea apuntan a que la mejora del mercado laboral continuará. En concreto, por lo que respecta a la industria, si bien el dato de octubre sugiere una ligera ralentización (-3,0 puntos frente a los -2,8 puntos del 3T), sigue en cotas elevadas, compatibles con aumentos de empleo. El mismo patrón se observa en el sector de servicios. Destaca el caso alemán, que sigue reportando excelentes cifras en el ámbito del mercado laboral, con una tasa de paro, del 4,5%, en mínimos. Este entorno de bonanza en el mercado laboral ha contribuido al fuerte apoyo que Alemania está ofreciendo a los refugiados, ya que el Gobierno intuye que a medio plazo podrían ser un activo útil para suplir la escasez de la oferta laboral.

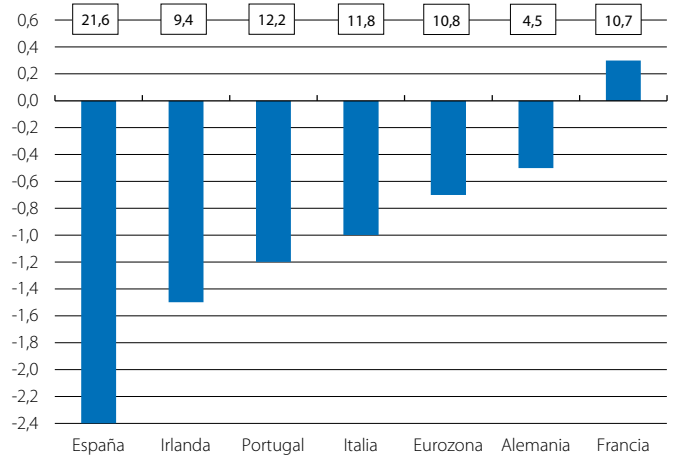
El entorno de baja inflación empuja al BCE a anunciar posibles medidas adicionales en diciembre. La debilidad prolongada y generalizada de la inflación, las señales de desaceleración de la actividad de China y las turbulencias en los mercados internacionales de los últimos meses, justifican, según la institución, una revisión del grado acomodaticio de la política monetaria. En concreto, el presidente, Mario Draghi, confirmó la posibilidad de modificar la composición, magnitud o duración del programa de compra de bonos y añadió la de recortar el tipo de la facilidad de depósito. La intención principal del BCE fue señalar a los mercados su voluntad de hacer uso de todas las herramientas disponibles para cumplir su mandato con el objetivo de anclar los tipos de interés en niveles bajos y asegurar un tipo de cambio favorable. Dado que, según los datos de actividad, el proceso de recuperación está bien encarrilado, esperamos que las posibles medidas que acabe tomando el BCE no sean muy amplias y estén encaminadas a reforzar el compromiso con el cumplimiento de su mandato. La lectura de la evolución de las expectativas de inflación es similar, puesto que se mantienen en cotas parecidas a los de cuando se inició la expansión monetaria. Asimismo, cabe señalar que la inflación aumentó en 1 décima en octubre, hasta el 0,0%, y esperamos que vaya al alza a medida que la recuperación se afiance y desaparezcan los efectos de la caída del precio del petróleo. La inflación subyacente también subió 1 décima, hasta el 0,9%, valor en el que se ha mantenido durante gran parte de la segunda mitad de año.

La ampliación del programa de expansión cuantitativa, de llevarse a cabo, intensificaría la depreciación del euro e impulsaría, así, las exportaciones. En agosto, las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo aumentaron un 5,6% interanual, un nivel similar al de julio. El incremento de las importaciones, del 3,0% interanual, fue menor, gracias, en parte, a los bajos precios del petróleo, que permitieron reducir la factura energética. Como resultado, la balanza comercial de la eurozona aumentó considerablemente el superávit, de los 7.400 millones de euros en agosto de 2014 a los 11.200 en el

Tasa de paro

Variación sep. 2015 - sep. 2014 (p. p.)

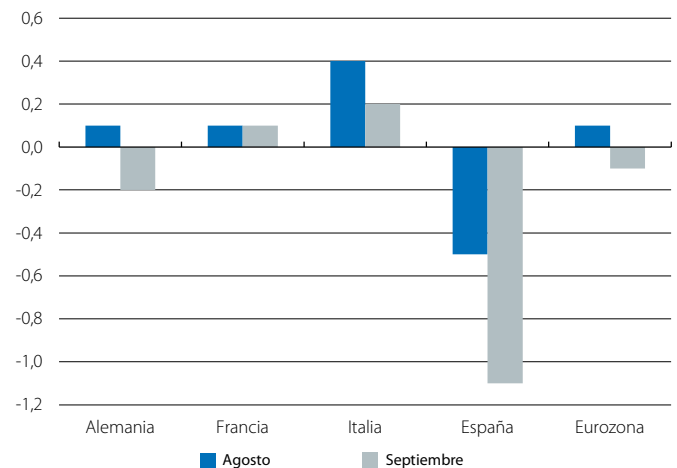
Tasa (% sobre la población activa)



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

Eurozona: IPCA *

Variación interanual en 2015 (%)

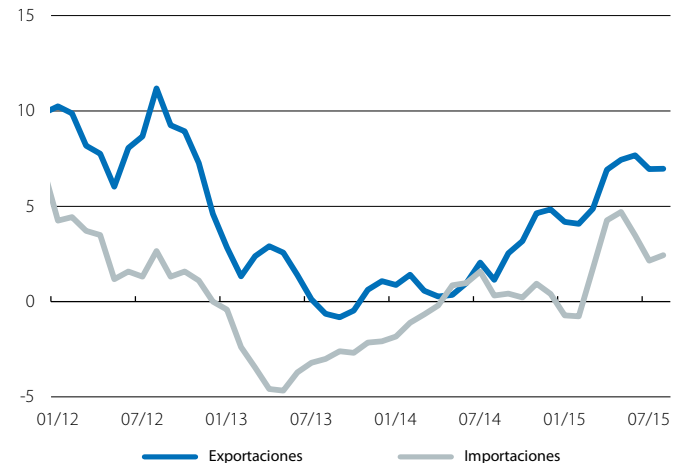


Nota: * La inflación para España es la nacional, no la armonizada.

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

Eurozona: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: * Datos nominales.

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

mismo mes de 2015. Precisamente, uno de los objetivos que puede haber perseguido el BCE con el anuncio de una expansión monetaria posiblemente mayor sería la de mantener la depreciación del euro, circunstancia que permitiría impulsar el buen comportamiento del sector exterior.

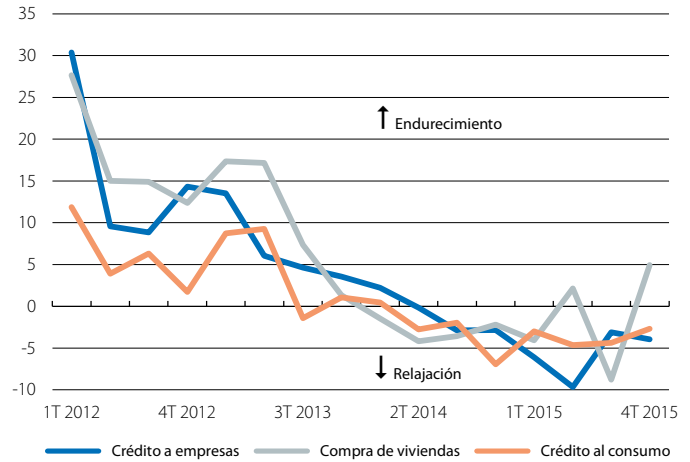
El aumento del crédito sugiere que los estímulos monetarios están siendo eficaces. Según la encuesta de préstamos bancarios de octubre, en el 3T 2015 los bancos relajaron los criterios de la concesión de crédito a las empresas y al consumo de los hogares, segmentos en los que se observa una fuerte demanda, favorecida por unos bajos tipos de interés. En cambio, los bancos endurecieron ligeramente los criterios para el crédito hipotecario, principalmente por razones regulatorias, a pesar de una demanda que crece con fuerza en algunos países, como los Países Bajos. De esta forma, la encuesta muestra que los bancos están utilizando la liquidez inyectada por el BCE para conceder más crédito.

La caída de los tipos de interés de los bonos soberanos hace más llevadero el ajuste del déficit público. En el 3T, el déficit público de la eurozona se situó en el 2,0% del PIB, 6 décimas por debajo del registro del 2T 2014. Por tanto, el proceso de consolidación fiscal de la eurozona sigue su curso, favorecido por las caídas de las primas de riesgo y de los tipos de interés como consecuencia de la política monetaria expansiva del BCE. En este sentido, la posibilidad de que la institución amplíe los programas actuales facilitaría dicho proceso. Por otro lado, los datos referentes a la deuda pública indican que podría haber iniciado una senda decreciente (fue del 92,2% del PIB en el 2T frente al 92,7% del 2T 2014). La evolución del déficit del conjunto de la eurozona es resultado de situaciones muy dispares entre países. Mientras que Alemania, por ejemplo, tuvo un superávit del 0,3% del PIB en 2014 (y una deuda pública del 74,9%), Francia tuvo un déficit del 3,9% en 2014 y una deuda del 95,6%. En general, los países de la periferia experimentaron descensos considerables del déficit público a lo largo de 2014.

El ritmo de crecimiento del Reino Unido se desacelera, pero sigue siendo robusto. El PIB británico aumentó un 0,5% intertrimestral en el 3T 2015 (0,7% en el 2T). De esta forma, continúa la senda de ligera desaceleración iniciada a finales de 2014: la tasa de variación interanual se situó en el 2,3% en el 3T (frente al 2,9% del 3T 2014). Este menor avance de la actividad probablemente se deba a una estabilización de la demanda interna (de momento, se desconoce la composición del PIB del 3T), que estaba siendo el motor principal del crecimiento desde el inicio de la recuperación, pero que, en los últimos meses, ya había mostrado señales de ralentización. Esta moderación del avance del PIB, la tasa de inflación cercana a cero y las respuestas del resto de bancos centrales de los países desarrollados ante la desaceleración en los emergentes, podría justificar que el Banco de Inglaterra (BoE) retrasara la primera subida de tipos. Si el BoE se ve forzado a mantener el tono acomodaticio actual, la atención deberá centrarse en si es posible frenar, en este contexto, las presiones sobre los precios de los activos de riesgo, especialmente los inmobiliarios.

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

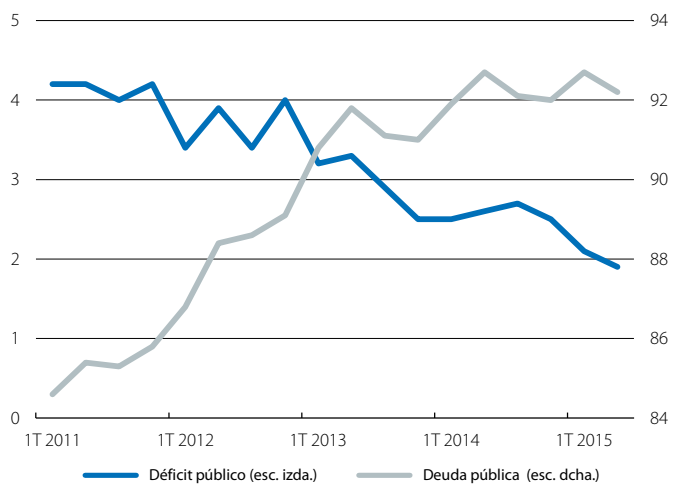
Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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

Eurozona: déficit y deuda pública

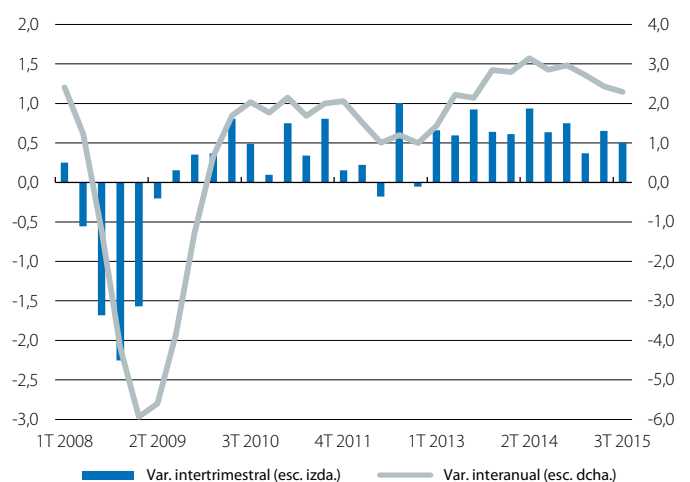
(% del PIB) (% del PIB)



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

Reino Unido: PIB

Variación intertrimestral (%) Variación interanual (%)



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

FOCUS · La curva de Beveridge y el desajuste de las habilidades profesionales en la eurozona

La curva de Beveridge muestra la relación entre la tasa de paro y la tasa de vacantes. Los movimientos a lo largo de la curva, en los que las vacantes y el desempleo toman direcciones opuestas, muestran el impacto en estas variables de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica. De esta forma, una etapa expansiva se caracteriza por tener una tasa de paro baja y una ratio de vacantes elevada, y lo contrario se observa en una etapa recesiva. Por otro lado, un desplazamiento hacia el exterior de toda la curva, es decir, una mayor tasa de paro para la misma ratio de vacantes, señala un posible deterioro del proceso de emparejamiento. Este fenómeno, en el que es más difícil cubrir una vacante y, por tanto, más empresas manifiestan que la falta de mano de obra limita su producción, está asociado a un mayor desajuste entre las habilidades que necesitan las empresas y las que están disponibles en la fuerza laboral.¹

Así, durante la crisis, la curva de Beveridge para la eurozona se desplazó hacia fuera (véase el primer gráfico) y, excepto Alemania, todos los países empeoraron, en mayor o menor grado, el emparejamiento del mercado laboral. Es significativo que la mejora del ciclo económico se aprecie ya en la curva sin que haya habido, de momento, un deslizamiento hacia el interior, esto es, una recuperación de la eficiencia del emparejamiento.

Una forma de valorar el efecto del desajuste de habilidades sobre el emparejamiento la proporciona el índice de desajuste de habilidades (IDH), que compara el nivel educativo de la población activa (que representaría la oferta laboral) con la empleada (una aproximación a la demanda).² Dicho índice crece cuando la diferencia entre el nivel educativo de uno y otro grupo aumenta, algo que ocurrió en la eurozona durante la recesión, cuando el IDH se triplicó. España fue la principal responsable de tal crecimiento (véase el segundo gráfico), lo cual no sorprende por la naturaleza de su crisis, estrechamente ligada al sector inmobiliario, cuya fuerza laboral se caracteriza por tener un menor nivel educativo. El caso irlandés es parecido porque también sufrió un shock en el sector de la construcción, aunque menos severo. Con la mejora del entorno económico, en ambos países se observa una corrección del índice. Sin embargo, el descenso está siendo muy lento, ya que gran parte de la escalada del IDH respondió no solo a factores cíclicos, sino también estructurales.

En el resto de países, la crisis se concentró menos en un sector en concreto, así que cabe esperar una trayectoria

1. Cambios en el funcionamiento de las instituciones del mercado laboral también pueden desplazar la curva de Beveridge.

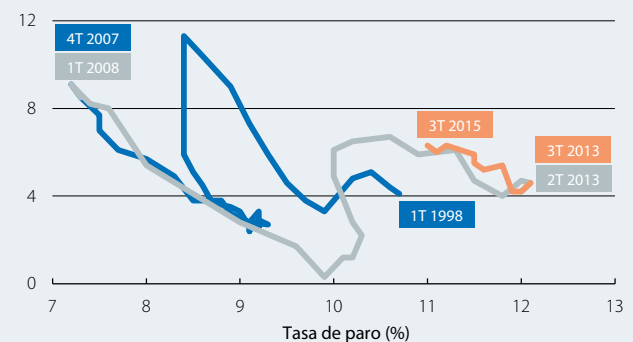
2. $IDH_{it} = \sum_j^3 (A_{jit} - E_{jit})^2$ donde A_{it} es el % de la población activa (y E_{it} es el % de ocupados) con nivel educativo j en el país i durante el periodo t . Un aumento del índice muestra un incremento de la disparidad entre la educación de los ocupados y los activos. Una discusión más detallada sobre la robustez de este índice puede leerse en «Euro Area Labour Markets and the Crisis», Occasional Paper Series 138 – 2012, BCE.

de su IDH menos dependiente del ciclo. En efecto, el aumento que se observa en Francia, por ejemplo, es gradual, lo que sugiere que el desajuste en el mercado laboral galo está incrementando de forma progresiva y estructural. El IDH alemán fue de nuevo la gran excepción, puesto que siguió una senda decreciente y ello favoreció el buen comportamiento de su mercado laboral. Por último, otras economías, como los Países Bajos, tienen un nivel de desajuste de habilidades muy reducido, lo cual, sin duda, ayuda a que su proceso de emparejamiento funcione mejor.

En definitiva, el aumento del desajuste de habilidades está dificultando el proceso de emparejamiento en el mercado laboral en la mayoría de los países de la eurozona. Aunque parte de este movimiento ha sido cíclico y, por tanto, se irá revertiendo con la recuperación económica, otra parte importante es estructural. De ahí la necesidad de una mayor coordinación entre las políticas pasivas y activas, y de fomentar programas de formación que ayuden a alinear el capital humano del parado y las necesidades de la empresa.

La curva de Beveridge en la eurozona

Empresas donde el factor trabajo limita la producción* (% sobre el total)

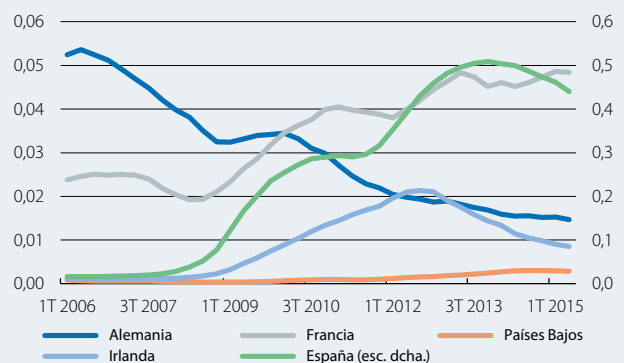


Nota: * Encuesta a las industrias realizada trimestralmente por la Comisión Europea. Detalla el porcentaje de entrevistados que mencionan que la falta de mano de obra ha sido uno de los factores que han limitado su producción en los últimos tres meses.

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

Desajuste de habilidades en el mercado laboral de los países de la eurozona

Índice*



Nota: * Promedio de cuatro trimestres.

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

FOCUS · La apuesta del Estado francés para reformar la economía gala: uno para todos y ¿todos para uno?

A finales de septiembre, el Gobierno francés presentó sus presupuestos públicos para 2016. Los presupuestos continúan la relativa consolidación fiscal ya emprendida hace unos años y prevén un proceso de recuperación gradual de la economía gala, que alcanzaría un crecimiento del PIB del 1,5% en 2016 (previsión realista pero no exenta de riesgos, según el Haut Conseil des Finances Publiques). También esperan llevar el nivel de déficit del 3,8% en 2015 al 3,3% en 2016, una reducción que sería consecuencia, en casi su totalidad, de la reducción del déficit estructural, que pasaría del 1,7% en 2015 al 1,2% en 2016, en particular gracias al esfuerzo en el gasto. Cabe destacar que esta reducción tiene lugar al mismo tiempo que una importante rebaja de la carga impositiva, tanto para las empresas como para los hogares.¹ Aparte de este esfuerzo en las cuentas públicas, el Gobierno galo está emprendiendo otras reformas para dinamizar su economía. Pasemos a analizar las más importantes a continuación.

Una parte considerable de la agenda reformadora atañe a la recuperación de la competitividad perdida de las empresas francesas. Para ello se han introducido un crédito fiscal y una reducción de las cotizaciones sociales de las empresas: el *Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* (CICE) y el *Pacte de responsabilité et de solidarité*, respectivamente. Ambas medidas reducen el coste empresarial del factor trabajo. Asimismo, en 2015 se ha aprobado por decreto la Ley Macron de liberalización de mercados para fomentar la actividad. Esta ley incluye medidas en varios ámbitos, desde la ampliación de la apertura de comercios en domingo y la liberalización del servicio de autocares y de varias profesiones reglamentadas, como el notariado, hasta una aceleración de los procedimientos judiciales en la magistratura del trabajo o una reducción de los costes de despido para las pymes.

En el ámbito laboral, recientemente se ha anunciado que, en un futuro próximo, se llevará a cabo una reforma del mercado de trabajo con el objetivo de aumentar su flexibilidad. Está previsto que el primer borrador esté listo a inicios de 2016. La reforma busca simplificar la legislación laboral recogida en el *Code du travail*,² cuya versión actual tiene ahora casi 3.000 páginas. Asimismo busca reformar la negociación colectiva para acercarla al nivel de la empresa, fijando más la validez temporal de los convenios, siguiendo las bases del *Rapport Combexelle*. Si bien aún no hay borrador, el Gobierno ya ha trazado tres líneas rojas: no se modificarán ni la semana laboral de 35 horas, ni el salario mínimo, ni los contratos laborales. Otra reforma destacable encaminada a corregir las rigideces del mercado labo-

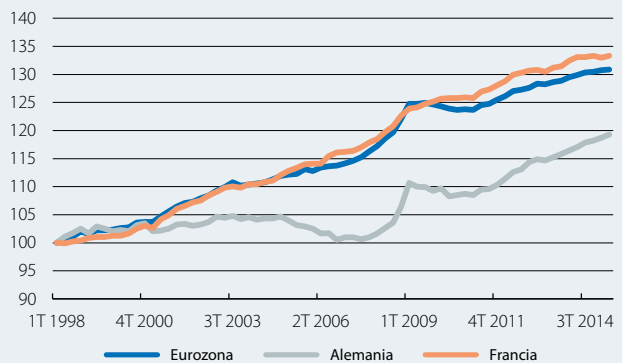
1. Los presupuestos prevén que, en 2016, las empresas ahorrarán 13.500 millones de euros con el *Credit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* (CICE) y 18.000 millones con el *Pacte de responsabilité et de solidarité*. Además, los hogares verán reducidos sus impuestos sobre la renta en 5.000 millones.
 2. El *Code du travail* incluye la legislación sobre la contratación laboral, sobre la negociación colectiva y otros aspectos del ámbito del trabajo como la seguridad, salud, formación, etc.

ral galo es la creación de una cuenta que agruparía los derechos individuales de desempleo, formación, etc. Su propósito es poner el foco en la protección de los derechos de los trabajadores, en lugar de los puestos de trabajo específicos, para mantener el nivel de amparo de los trabajadores al tiempo que se mejora la capacidad de ajuste del mercado laboral a las condiciones económicas.

El objetivo del Gobierno francés con estas iniciativas es conseguir una economía más flexible, más competitiva y más emprendedora. Su ministro de Economía considera que lo están consiguiendo, señalando que «no en vano, *entrepreneur* es una palabra de origen francés». Si bien las reformas anunciadas van en la buena dirección, tienen demasiadas líneas rojas y el margen de mejora sigue siendo muy amplio. La capacidad de maniobra del Gobierno se presenta limitada ante la amplia contestación social en un apretado calendario electoral. En cualquier caso, es imprescindible que Francia dinamice su economía lo antes posible y que todos los actores implicados se pongan manos a la obra.

Costes laborales unitarios *

Índice (100 = 1T 1998)

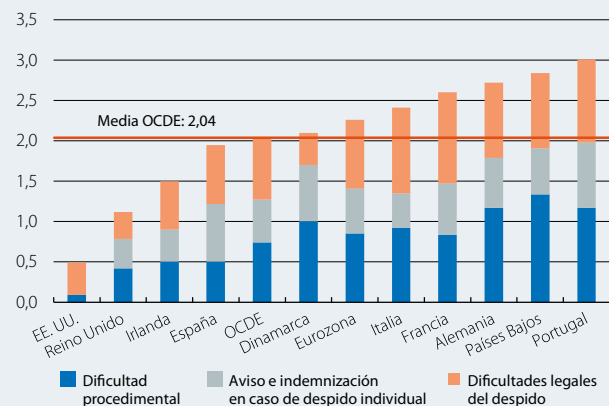


Nota: * Los costes laborales unitarios corresponden al cociente entre la compensación laboral por empleado y la productividad laboral (medida como el PIB en términos reales por empleado).

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

Índice de rigidez en la contratación fija *

Escala (0-6), un mayor número indica mayor rigidez



Nota: * La eurozona es la media de 15 países, los 19 menos Malta, Lituania, Letonia y Chipre.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15	10/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,2	1,8	2,1	2,3	3,0	2,3	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,7	0,3	1,6	1,3	1,7	0,9	...	...
Confianza del consumidor	-18,7	-10,1	-11,3	-6,3	-5,3	-7,2	-6,9	-7,1	-7,7
Sentimiento económico	93,8	101,6	100,8	102,6	103,7	104,0	104,1	105,6	105,9
PMI manufacturas	49,6	51,8	50,5	51,4	52,2	52,4	52,4	52,0	52,0
PMI servicios	49,3	52,5	51,7	53,5	54,1	54,0	54,3	53,7	54,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	-	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,5	11,2	11,0	10,9	10,9	10,8	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5	4,5	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,5	10,4	10,4	10,6	10,8	10,7	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,8	12,3	12,4	12,0	11,9	11,8	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,7	23,1	22,5	22,0	21,8	21,6	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15
Saldo corriente: eurozona	2,0	2,5	2,5	2,7	3,0	3,1	3,1	...
Alemania	6,4	7,4	7,4	7,6	7,9	8,1	8,1	...
Francia	-0,8	-0,9	-0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	...
Italia	0,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	...
España	1,5	1,0	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,2	101,8	99,0	93,0	91,1	91,3	93,0	93,8

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-2,6	-1,7	-0,8	-0,4	0,3	0,4	0,1
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,9	1,0	1,1
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,1	2,1	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	7,8	6,1	7,3	9,8	11,8	13,0	12,1	12,4
Otros depósitos a corto plazo	-0,1	-2,0	-2,0	-3,2	-4,0	-4,7	-4,5	-4,7
Instrumentos negociables	-14,9	-7,2	1,3	3,9	5,6	2,7	2,4	0,5
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	...

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

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

COYUNTURA · La recuperación sigue siendo robusta, pero afloja el paso

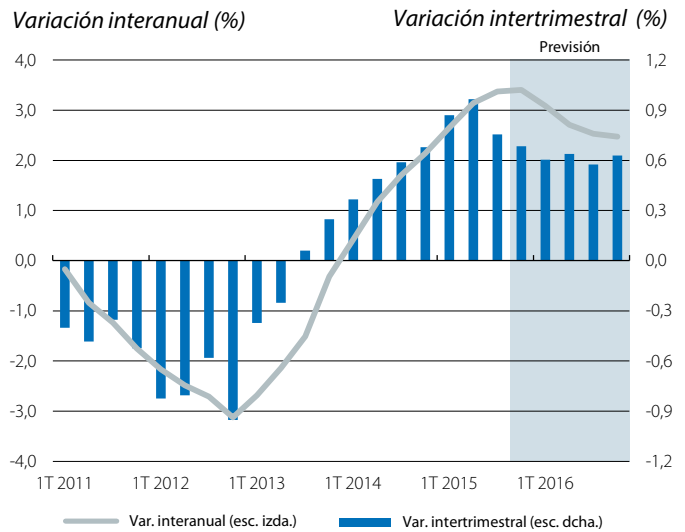
La economía española entra en una senda de expansión más contenida, tras un primer semestre de crecimiento dinámico. El ritmo de avance del PIB se situó en el 0,8% intertrimestral en el 3T (en el 2T fue del 1,0%). Esta ligera desaceleración, acorde con lo previsto, se debe a cierto agotamiento de los factores de apoyo temporal que han avivado la recuperación. A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que la demanda interna siguió siendo el principal motor de crecimiento, aunque el consumo privado podría haber perdido algo de fuerza a causa del menor dinamismo del mercado laboral. De todos modos, la buena evolución de elementos de fondo como la reactivación del crédito o la recuperación del sector inmobiliario hace prever que el crecimiento se mantendrá por encima del 2% a medio plazo.

Las buenas perspectivas han llevado a la agencia crediticia S&P a mejorar el rating de España. También han contribuido la valoración positiva de las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años, la mejora registrada de la competitividad y la evolución favorable de la consolidación fiscal. No obstante, cabe recordar que aún persisten posibles desencadenantes de una rebaja, como puede ser la elevada deuda, sobre todo si acaba sobrepasando el 100% del PIB. Esta circunstancia recuerda la importancia de que el Gobierno no relaje el proceso de reducción del déficit fiscal.

Los indicadores de actividad pierden fuelle en el 3T, pero siguen en niveles considerables. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció un 2,4% interanual en agosto, un ritmo de avance brioso, pero inferior al del trimestre precedente (3,5%). De forma similar, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto retrocedió hasta los 57,2 puntos en el promedio del 3T, también ligeramente por debajo del promedio del 2T (57,7 puntos). Este retroceso fue más marcado en el sector manufacturero que en el de servicios. Los indicadores de demanda muestran cierto agotamiento del consumo privado: la confianza del consumidor del 3T (-1,3) fue inferior a la del 2T (1,6), pero sobrepasa con creces el promedio histórico (-13,6), por lo que se espera que el consumo siga siendo un puntal del crecimiento.

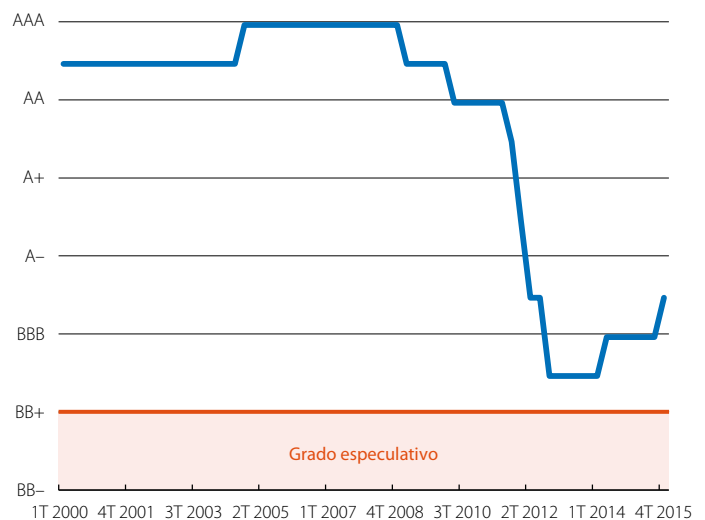
Avance robusto del empleo en el 3T, a pesar de haber desacelerado respecto al 2T (pasó del 1,0% intertrimestral al 0,6%, en términos desestacionalizados). En tasa interanual, el aumento fue del 3,1%, ligeramente por encima del registrado en el 2T. Aunque en el 3T la mejora se concentró en los servicios, en lo que va de año la creación neta de empleo se ha consolidado en todos los sectores. De mantenerse esta misma tónica, el aumento de puestos de trabajo podría superar el medio millón en 2015. Sin embargo, el perfil de los nuevos empleos, en gran parte temporales, sugiere que, probable-

PIB



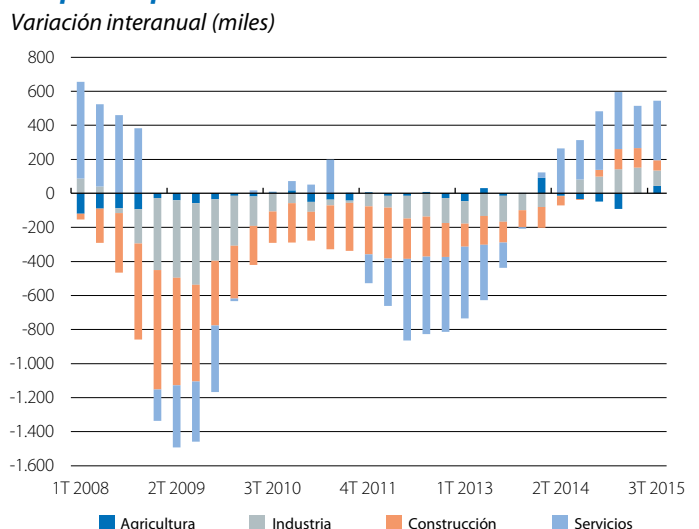
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Calificación crediticia de la agencia S&P



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

Ocupación por sectores



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

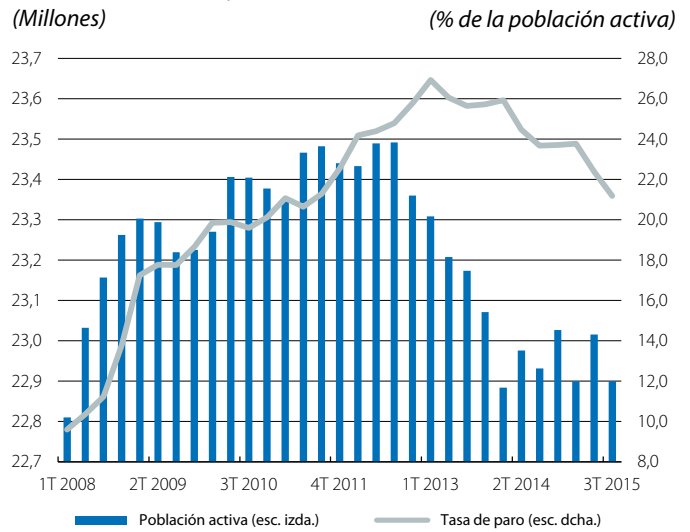
mente, las ganancias de productividad del trabajo hayan sido limitadas. En concreto, por tipo de contrato, en el 3T la tasa de crecimiento interanual de los asalariados con contrato indefinido se estabilizó en el 1,6%, mientras que la correspondiente a la contratación temporal se incrementó hasta el 10,1%. Con esta evolución, la ratio de temporalidad aumentó en el último año en 1,6 p. p., hasta el 26,2%.

La tasa de paro se redujo en 1,2 p. p. en el 3T, hasta el 21,2%, gracias al aumento del empleo, pero apoyada también por una caída imprevista de la población activa (de 116.000 personas). Esta disminución del total de activos, que interrumpe la senda de crecimiento registrada en el primer semestre del año, ha sorprendido en un entorno de recuperación económica. Además, cabe tener en cuenta que la caída no fue consecuencia de un incremento de las jubilaciones, puesto que la mayor parte del descenso tuvo lugar en el grupo de edad comprendido entre los 26 y los 55 años.

La creación de empleo impulsa la riqueza financiera neta de las familias. En el 2T, esta creció el 6,8% interanual y alcanzó un total de 1,26 billones de euros (acercándose a los niveles del 2000). Por un lado, el incremento del número de ocupados permitió aumentar la masa salarial, que constituye las rentas más importantes que reciben los hogares. Las familias se valieron de esta mayor renta para adquirir activos financieros (sobre todo acciones y fondos de inversión). Esta circunstancia, junto con la revalorización de las acciones en ese periodo, se tradujo en un aumento considerable del valor de los activos financieros y, en consecuencia, de la riqueza neta. En menor medida, los hogares también usaron la mejora de la renta para disminuir su deuda hipotecaria, por lo que los pasivos financieros a largo plazo continuaron reduciéndose (para una discusión más detallada sobre este tema, véase el Focus «Perspectivas sobre el consumo y el ahorro familiar» en este mismo informe).

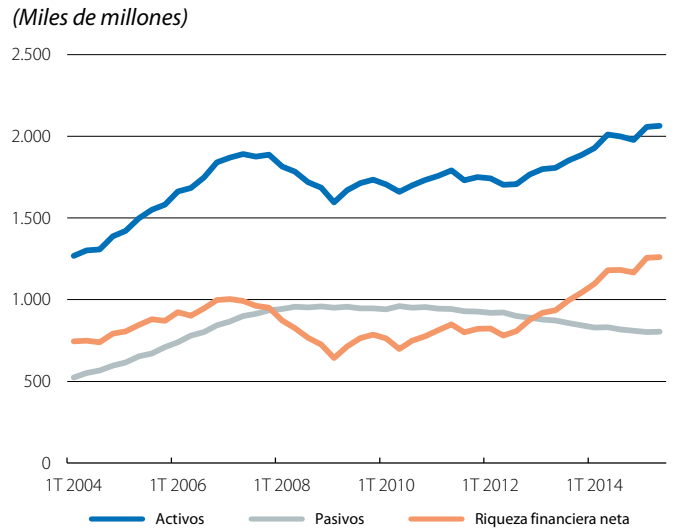
La inflación frena su descenso. El IPC se contrajo un 0,7% en octubre, 2 décimas menos que en septiembre. Se espera que el avance se deba al comportamiento de los carburantes y los lubricantes, cuyos precios habrían caído menos que en 2014. Se prevé que la inflación subyacente, ajena a las fluctuaciones de la energía y de los alimentos frescos, haya avanzado ligeramente. Tras conocer estos datos, se mantienen equilibrados los riesgos sobre la previsión de la inflación para el conjunto de 2015 (del -0,4% la general y del 0,6% la subyacente). A juzgar por el componente no energético de los precios industriales, que sirve, hasta cierto punto, para aproximar la evolución del IPC en los próximos meses, la inflación se seguirá recuperando, pero de forma gradual. Concretamente, en septiembre este indicador redujo en 2 décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 0,4%, aunque se encuentra en cotas positivas desde febrero (se situó en el -0,4% en septiembre de 2014). Con todo, cabe señalar que, a finales de año, la tasa de inflación experimentará un incremento notable hasta situarse en niveles holgadamente positivos (0,9% en diciembre), al deshacerse el efecto eslabón de la intensa bajada del petróleo en este mismo mes de 2014.

Población activa y tasa de paro



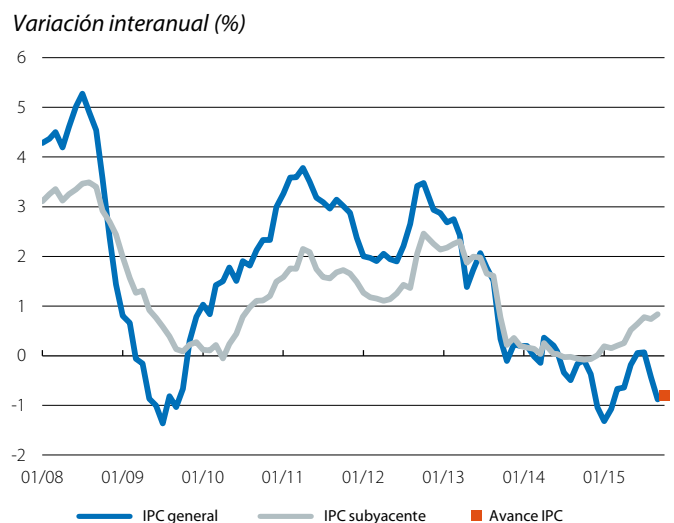
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

Riqueza financiera de los hogares



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

IPC



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

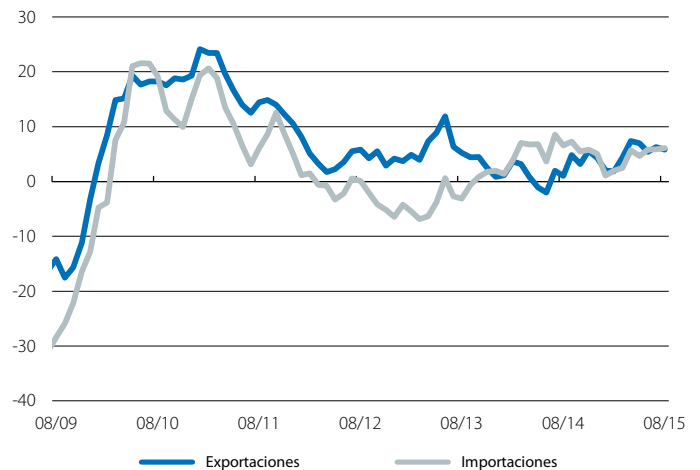
El sector exportador continúa dando buenas noticias. Las exportaciones crecieron un 5,8% interanual en agosto para el acumulado de los últimos tres meses, a pesar incluso de que el dato más reciente, correspondiente al mes de agosto, fue algo más débil de lo esperado como consecuencia de la fuerte contribución negativa al avance exportador del sector de productos energéticos. El fuerte tirón que experimentó la demanda de pedidos industriales procedente de la eurozona en agosto apunta a que el crecimiento de las ventas al exterior podría seguir siendo importante. Por otro lado, el turismo siguió teniendo un comportamiento excepcional en septiembre. Llegaron a España 7,2 millones de turistas internacionales, un 2,2% más que en septiembre de 2014. Esta buena marcha del sector exterior debería continuar, facilitada por la previsible depreciación del euro después de que el BCE comunicara su disposición a hacer uso, en caso necesario, de la flexibilidad que ofrece el programa actual de compra de activos en lo que respecta a su tamaño, composición o duración.

La recuperación del mercado inmobiliario, cada vez más evidente. Según datos del Ministerio de Fomento, en 2014 se iniciaron 35.790 viviendas, lo que supuso un crecimiento del 0,1% respecto al año anterior, el primer avance desde el inicio de la crisis. Aun así, esta mejoría todavía no se observa en el número de viviendas terminadas, que sigue en contracción (en junio cayeron un 25% interanual acumulado de 12 meses). Este factor, junto con el repunte de las compraventas (en agosto avanzaron un 12,8% interanual acumulado de 12 meses), está permitiendo que el exceso de stock de viviendas vacías por vender siga reduciéndose de manera paulatina (véase el Focus «La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción» en este mismo informe). La evolución de las hipotecas es otra muestra de que la recuperación del sector inmobiliario se está consolidando. Así, el número de hipotecas sobre viviendas inscritas en los registros de la propiedad fue en agosto un 25,8% superior al dato del mismo mes de 2014, aunque sigue en niveles bajos (19.272 frente a las 90.763 de agosto de 2007).

Importante ajuste del déficit, aunque insuficiente para alcanzar el objetivo. El déficit del Estado se situó en el 2,4% del PIB en septiembre (frente al 3,1% en el mismo mes de 2014). Ello se debe, en gran parte, a los mayores ingresos tributarios y, en menor medida, a la contracción del gasto. Por su parte, el déficit de las comunidades autónomas, del 0,7% en agosto, también fue inferior al registrado en 2014. A pesar de la mejora del déficit de los distintos entes del sector público, el ritmo de ajuste podría resultar insuficiente para alcanzar el objetivo acordado con Bruselas. A modo ilustrativo, si en el segundo semestre de 2015 el déficit público se redujera al mismo ritmo que en el segundo semestre de 2014, se cerraría el ejercicio en el 4,7% (frente al objetivo del 4,2%). En este contexto, la Comisión Europea ha alertado de los riesgos de desviación y ha criticado la falta de medidas estructurales en los Presupuestos Generales de 2016. Además, la revisión a la baja de la serie histórica del PIB y el limitado avance del deflactor del PIB añaden factores de riesgo adicional sobre su cumplimiento.

Comercio exterior de bienes *

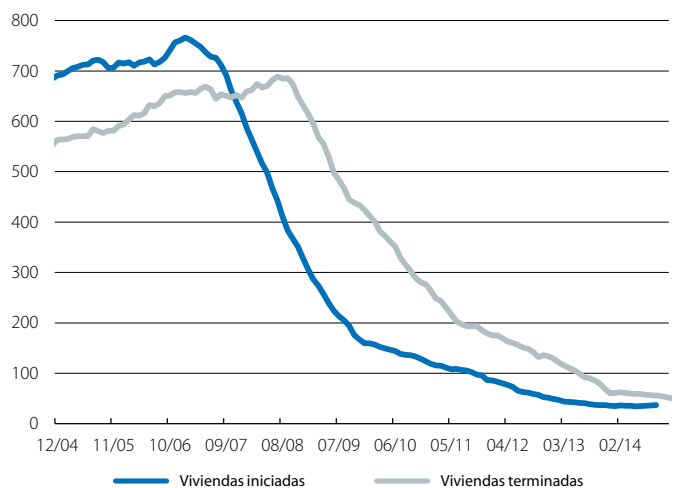
Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: * Datos nominales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

Viviendas iniciadas y terminadas

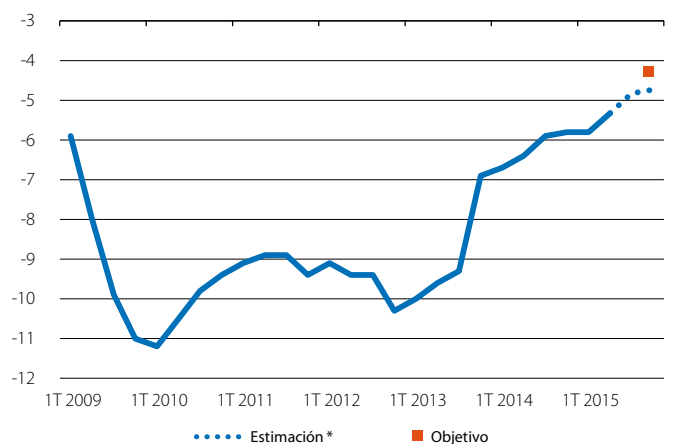
Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



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

Déficit público

Datos acumulados de cuatro trimestres (% del PIB)



Nota: * Evolución del déficit previsto si el ajuste en el segundo semestre de 2015 es el mismo que el experimentado en el segundo semestre de 2014.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

FOCUS · La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción

La recuperación del mercado inmobiliario se va confirmando poco a poco. La demanda lleva más de un año creciendo y, en los últimos meses, ha ido ganando tracción a medida que mejoraban las condiciones financieras. En cuanto a la oferta, la actividad en el sector de la construcción sigue débil pero hay indicios, como la favorable evolución de los visados de obra nueva y el repunte de la inversión residencial,¹ que apuntan a que su recuperación empieza a asomar la cabeza. La baja actividad, junto con el avance de las compraventas, está permitiendo que el elevado exceso de stock de viviendas nuevas por vender siga reduciéndose paulatinamente. A pesar de que el panorama sea halagüeño a nivel agregado, existen diferencias importantes a nivel de submercado. Esta heterogeneidad característica del sector hace imprescindible un análisis más detallado.

A nivel provincial, las dinámicas que se perciben son marcadamente distintas. Tal y como se observa en el primer gráfico, las provincias con menor stock de viviendas por vender² son las que concentran el mayor volumen de demanda (acumulan el 50% del total de compraventas) y en las que las compraventas avanzan con mayor fortaleza. También son las provincias en las que la construcción ha empezado a reanimarse: concentran más del 50% de los visados de obra nueva del conjunto del país. En cambio, el panorama de las provincias con un elevado stock de viviendas por vender es menos favorable: la recuperación de la demanda está siendo más moderada, y el sector de la construcción todavía no da señales de mejoría (el número de peticiones de visados de inicio de obra seguía en contracción en julio, como se observa en el gráfico).

De hecho, la heterogeneidad entre provincias es tan elevada que es probable que, en algunas zonas, se puedan llegar a producir situaciones de escasez de viviendas por vender y que, en otras, el exceso de oferta siga siendo abundante. Así, si la evolución actual de la demanda y de la oferta se mantiene en los próximos trimestres, como contempla nuestro escenario de previsiones, el conjunto de provincias con poco stock y elevada demanda podría empezar a experimentar una escasez de oferta a finales de año. Concretamente, el nivel de stock de viviendas nuevas terminadas por vender se situaría por debajo del nivel de equilibrio, el cual, en general, está alrededor de los 0,75

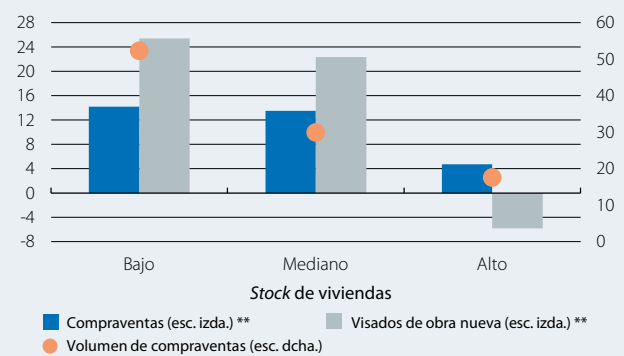
1. Aunque los visados de obra nueva crecieron en julio un 19% interanual acumulado de 12 meses, el punto de partida es bajo.
2. En el grupo de provincias con bajo stock de viviendas nuevas por vender se encuentran Madrid, Huelva, Ourense, Cantabria y Vizcaya, entre otras. En el grupo con un stock medio se hallan Barcelona, Palencia, Sevilla y Zaragoza, entre otras. El grupo con stock alto comprende Toledo, La Rioja, Lleida, Castelló y Ciudad Real, entre otras.

años de compraventas necesarios para vaciar el stock. Poco se puede hacer de cara a 2015, dado que las viviendas que se terminarán este año empezaron a construirse hace unos 18 meses (lo que se tarda, en promedio, en construir una vivienda). Sin embargo, a finales de 2016, la recuperación del sector de la construcción debería ganar tracción al hacerse patente la falta de oferta en ciertas zonas, lo que impediría que la situación se agravase.

En definitiva, la recuperación del conjunto de la economía ya ha alcanzado al sector de la construcción. En algunas zonas, es de esperar que el repunte de la inversión residencial sea especialmente pronunciado en los próximos trimestres. De lo contrario, no sería de extrañar que se observaran temporalmente presiones al alza en los precios de la vivienda en las zonas con escasez de oferta.

Evolución de compraventas y visados en función del stock de las provincias *

Variación interanual (%) (% de compraventas sobre el total)

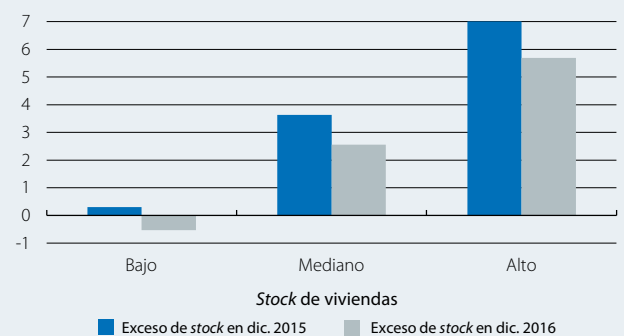


Notas: * Se ordenan las provincias de menor a mayor stock de viviendas nuevas por vender respecto al parque total de viviendas de 2014 y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 y 2/3. ** Datos de julio de 2015 del acumulado de 12 meses.

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

Exceso de stock de viviendas nuevas por vender en función del stock de las provincias *

(Años de compraventas para vaciar stock)



Nota: * Se ordenan las provincias de menor a mayor stock de viviendas nuevas por vender respecto al parque total de viviendas de 2014 y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 y 2/3. Estimación basada en unas compraventas que se desacelerarán hasta el 8% anual en 2015 y hasta el 7,5% en 2016.

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

FOCUS · Perspectivas sobre el consumo y el ahorro familiar

Uno de los principales motores de la recuperación de la economía española es el consumo de los hogares. Según los últimos datos disponibles, correspondientes al 2T 2015, el crecimiento del consumo privado en términos nominales se aceleró hasta el 1,8% interanual (acumulado de 4 trimestres).^{1,2} Este aumento se sustenta en los avances de la renta bruta disponible nominal (del 1,9% interanual), que han permitido que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga prácticamente estable entorno al 9,5%, un registro solo ligeramente por debajo del promedio histórico, del 9,7%. Dado que la economía está entrando en una fase de moderación de las tasas de crecimiento y de creación de empleo, en este Focus analizamos el papel que pueden desempeñar las dinámicas del consumo y del ahorro para amortiguar esa ralentización.

Una decisión fundamental que toman los hogares es qué parte de la renta disponible desean consumir y qué parte ahorrar. A medio plazo, un patrón de consumo equilibrado es aquel que se fundamenta en avances de la renta disponible. Pero, a corto plazo, consumo y renta pueden divergir. Así, los hogares pueden reducir su consumo (y aumentar su ahorro) ante un entorno económico más incierto, tal y como ocurrió en España en 2009, cuando la tasa de ahorro de los hogares superó el 13,0%. Como resultado de este incremento del ahorro por precaución, los hogares españoles acumularon activos financieros líquidos (depósitos y efectivo) por valor de unos 50.000 millones de euros (véase el Focus «La riqueza financiera de los hogares: un colchón para el consumo» del IM12/2014). En otras ocasiones, cuando el entorno económico es más favorable y hay perspectivas de que vaya a mejorar, los hogares pueden decidir aumentar su consumo (y reducir su ahorro) por encima de la renta de forma temporal, con el fin de suavizar el consumo a lo largo del tiempo. A continuación constatamos que podríamos presenciar esta segunda situación en los próximos trimestres.

La encuesta que mensualmente realiza la Comisión Europea para elaborar el índice de confianza del consumidor pregunta a los hogares sobre su intención de gastar en bienes duraderos en los próximos 12 meses. Tal y como se muestra en el gráfico, las familias de ingresos más altos son las que, ya desde el año pasado, muestran una mayor expectativa de comprar este tipo de productos. Posi-

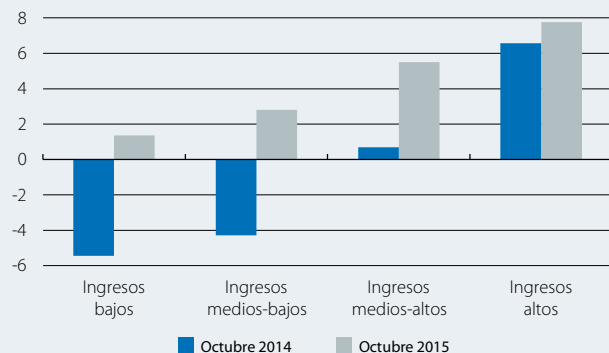
blemente, estos hogares son los que han liderado la recuperación del consumo efectuando las compras que habían pospuesto durante la recesión a causa del elevado grado de incertidumbre.

Sin embargo, es en los hogares de ingresos medios y bajos donde se observa el mayor cambio en la intención de compra: mientras que hace un año se mostraban muy poco dispuestos a hacer grandes compras, actualmente anticipan que las realizarán en los próximos 12 meses. Cuando estos hogares de menores ingresos empiecen a consumir, es de esperar que la tasa de ahorro se reduzca ligeramente durante algunos trimestres: según nuestras previsiones, seguirá una senda ligeramente descendente el próximo año, ya que esperamos un aumento del consumo nominal (del 3,5%) algo superior al de la renta bruta disponible (del 3,2%). Así pues, aunque el consumo se seguirá apoyando en el avance de la renta (gracias, sobre todo, a la creación de ocupación y, en menor medida, al impacto positivo de los bajos tipos de interés), esperamos que una suave reducción de la tasa de ahorro actúe como un mecanismo adicional para impulsar el consumo.

De todos modos, si la tasa de ahorro se mantuviera en su nivel actual durante todo el año 2016, el consumo tan solo sería 0,3 p. p. inferior a la previsión (del 3,2% en lugar del 3,5%). Por el contrario, si la tasa de ahorro se redujera 1 p. p. más de lo previsto, el consumo nominal aumentaría 1,1 p. p. adicionales, hasta el 4,6%. En definitiva, un análisis de la evolución prevista del consumo y del ahorro el próximo año atenúa la preocupación sobre el impacto en la actividad de la previsible desaceleración del ritmo de creación de ocupación.

Intención de compra de bienes duraderos por nivel de ingresos del hogar

Diferencia respecto al promedio histórico (%)



Nota: Respuesta a la pregunta sobre si espera hacer compras importantes (como muebles, electrodomésticos o equipos electrónicos) en los próximos 12 meses.

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

1. El crecimiento interanual del consumo nominal sin acumular de 4 trimestres se situó en el 2,6% en el 2T. En este Focus, los datos acumulan los últimos 4 trimestres porque es la forma habitual de calcular la tasa de ahorro.

2. Según la nueva serie del PIB publicada por el INE el 30 de octubre. La revisión de la serie histórica del PIB reveló que el consumo fue menos dinámico de lo estimado anteriormente. En concreto, en 2014 el consumo real creció un 1,2% y el nominal un 1,4%, por debajo del registro del 2,4% estimado en ambos casos antes de la revisión.

FOCUS · El nuevo marco de resolución de entidades de crédito en España

La crisis financiera internacional puso de relieve la necesidad de contar con un marco normativo con potestades e instrumentos específicos para intervenir las entidades financieras con problemas de forma ágil y con el menor coste posible para el erario público. Con este fin, la UE aprobó en 2014 la directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito (BRRD, por sus siglas en inglés). Recientemente, el Gobierno aprobó la ley que traspone dicha directiva al derecho nacional.

Esta ley prevé dos mecanismos fundamentales para gestionar una situación de debilidad acusada en una entidad financiera: la actuación temprana y la resolución. Además, se establece una autoridad de resolución preventiva (el Banco de España, BdE) y otra ejecutiva (el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB).

En el ámbito de actuación temprana, la ley obliga a todas las entidades a elaborar de modo preventivo un plan de recuperación que deberá aprobar el supervisor (el BCE en el caso de las 13 mayores entidades y el BdE en las otras). El plan debe contemplar las acciones que podría adoptar la entidad (por ejemplo, en materia de capital y liquidez) para restablecer su posición financiera en caso de deteriorarse. La actuación temprana se iniciará, a instancias del supervisor competente, cuando la entidad incumpla o sea previsible que incumpla la normativa de solvencia, pero se considere que puede ser capaz de volver a cumplirla por sus propios medios. En este escenario, el supervisor podrá forzar la adopción de medidas contempladas en el plan de recuperación y, además, si lo estimara necesario, cambios en la estrategia de la entidad, el cese de miembros de los órganos de administración y dirección y, llegados al extremo, la intervención de la entidad si las medidas anteriores se revelaran insuficientes.

En el ámbito de la resolución, la ley establece que la autoridad de resolución preventiva (BdE) debe elaborar, bajo la dirección de la Junta Única de Resolución a nivel europeo y en colaboración con cada banco, un plan de resolución que describa aquellas acciones que, llegado el caso, la autoridad de resolución ejecutiva (FROB) podrá aplicar para «resolver» un banco. En ningún caso dicho plan puede presuponer la existencia de apoyo financiero público. Un proceso de resolución se iniciará, a criterio del supervisor competente, previa consulta al BdE y al FROB, cuando un banco sea inviable o se prevea que lo sea en un futuro próximo, cuando tal situación no pueda evitarse usando las medidas de actuación temprana y cuando la liquidación de la entidad no sea deseable desde un punto de vista del interés público. Ante estas circunstancias, el FROB procederá a la sustitución del órgano de gobierno del banco y ejecutará los instrumentos de resolución que estén a su disposición y sean necesarios. El abanico de instrumentos incluye la venta del negocio, la transmisión de activos o

pasivos a una entidad puente, la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos y la recapitalización interna o *bail-in*.

Sin duda, el *bail-in*, que entrará en vigor a partir de enero de 2016 y extiende a los acreedores del banco la obligación de absorber pérdidas, es una de las piedras angulares del marco de resolución. Así, se establecen los pasivos admisibles que serán susceptibles de amortizarse o convertirse en capital para recapitalizar el banco, siguiendo un orden de prelación predeterminado: los accionistas serán los primeros en absorber pérdidas, seguidos de los tenedores de híbridos y de pasivos subordinados, etc. Por el contrario, quedan excluidos, entre otros, los depósitos garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) hasta 100.000 euros y las cédulas hipotecarias garantizadas por una cartera de préstamos hipotecarios.

En relación al *bail-in*, las autoridades de resolución deberán establecer, a partir de enero de 2016, un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL, por las siglas en inglés de *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) para cada entidad según su perfil de riesgo y otras características específicas. El MREL tiene como objetivo asegurar que la entidad cuenta con fondos propios y pasivos admisibles suficientes tanto para absorber las pérdidas como para recapitalizarse adecuadamente una vez aplicado el plan de resolución. En todo caso, el requisito exigible será, como mínimo, equivalente al 8% del balance.

En la aplicación de un proceso de resolución, tras recurrir a un *bail-in* mínimo del 8% del balance, las entidades podrán utilizar el Fondo de Resolución (FR) constituido por el sector para completar sus necesidades de recapitalización hasta un máximo del 5% de su balance. Si fueran necesarios más fondos, se continuaría aplicando el *bail-in* siguiendo la secuencia de prelación preestablecida. En el caso improbable de que se llegara a los depósitos garantizados, sería el FGD quien asumiría el coste. También se contempla la posibilidad de permitir el uso de fondos públicos en lugar de hacer un *bail-in* de depósitos no asegurados para evitar situaciones de inestabilidad financiera. Un estado podrá recurrir a fondos de la UE (MEDE) de otros países bajo unas reglas que todavía están por concretar.

Parece claro que estas reglas de resolución conseguirán, tal y como pretenden, minimizar el coste para el erario público de posibles crisis bancarias. Sin embargo, no podemos perder de vista que los bancos deberán emitir a corto plazo nuevos pasivos relativamente costosos para cumplir con las exigencias del MREL y que ello encarecerá el coste de financiación de la banca, lo que podría tener efectos macroeconómicos adversos. Porque, como dice uno de los aforismos preferidos por los economistas, «nada es gratis».

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15	10/15
Industria									
Consumo de electricidad	-2,1	-0,1	-1,6	1,2	-0,1	6,0	2,0	-0,7	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	0,3	1,5	3,5	5,8	2,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-5,3	-3,2	0,9	-0,9	1,6	1,4	-0,7
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,7	54,4	54,8	53,6	53,2	51,7	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	4,0	12,1	17,0	18,8	19,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,6	0,3	8,9	10,2	10,9	12,8	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	5,8	7,2	5,4	5,2	3,7	6,3	1,6	2,2	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	54,3	56,7	58,3	59,7	59,6	55,1	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	2,8	2,5	2,9	3,6	2,3	3,6	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	21,7	31,4	13,6	23,5	23,3	22,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-9,6	-0,6	1,6	0,0	-1,3	-2,6	-1,2

Fuente: CaixaBank 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	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	0,9	1,5	2,2	2,4	2,4	2,4
Construcción	-12,1	-1,6	1,6	4,6	5,6	4,9	4,5	4,5
Servicios	-2,0	2,2	2,8	3,5	3,7	3,6	3,4	3,4
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	2,3	3,0	3,8	3,7	3,5	3,5
No asalariados	-0,6	2,2	2,5	2,4	2,2	1,9	1,7	1,6
TOTAL	-3,2	1,6	2,3	2,9	3,5	3,4	3,2	3,2
Población ocupada²	-2,8	1,2	2,5	3,0	3,0	-	3,1	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	-14,2	18,8	23,0	24,1	7,7	8,6	10,1	10,4
Temporales	6,4	13,1	7,7	12,2	11,2	9,2	10,0	9,8
TOTAL	4,0	13,4	8,8	13,2	10,9	9,1	10,0	9,9
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-6,9	-9,8	-9,3	-14,3	-13,4	-12,4
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,7	-6,1	-7,4	-7,9	-7,6	-7,5
TOTAL	2,7	-5,6	-5,8	-6,5	-7,6	-8,5	-8,1	-8,0

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

Fuente: CaixaBank 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	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15	10/15
General	1,4	-0,1	-0,5	-1,0	-0,3	0,1	-0,4	-0,9	-0,7
Subyacente	1,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,8	0,7	0,8	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	0,8	0,3	1,9	1,7	2,7	2,6	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-4,3	-9,7	-6,4	-5,8	-9,8	-13,6	...

Fuente: CaixaBank 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	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	4,8	4,3	4,4	5,4	8,9	-0,8
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,3	5,0	2,5	5,8	6,4	1,5
Saldo corriente	15,6	10,2	7,5	10,2	12,1	15,0	16,2	15,8
Bienes y servicios	33,5	26,0	25,6	26,0	27,4	27,6	28,2	27,9
Rentas primarias y secundarias	-17,9	-15,7	-18,1	-15,7	-15,3	-12,6	-12,0	-12,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,3	14,7	13,4	14,7	15,6	19,1	21,0	21,1

Fuente: CaixaBank 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	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15	09/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,8	-5,8	-5,9	-0,7	-2,9	-	-	...
Estado ¹	-4,9	-3,9	-3,9	-1,0	-2,1	-2,4	-2,6	-2,4
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,7	-0,2	-0,8	-0,7	-0,7	...
Corporaciones locales	0,5	0,6	0,6	0,1	0,2	-	-	...
Seguridad Social	-1,1	-1,0	-1,1	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	...
Deuda pública (% PIB)	93,8	99,4	99,4	99,8	99,5	...	...	...

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

Fuente: CaixaBank 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	2T 2015	07/15	08/15	Saldo 08/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-7,4	-6,2	-5,7	-5,9	-4,8	-4,2	-4,0	-4,4	1.658,3
Empresas no financieras	-9,2	-7,0	-6,2	-6,9	-5,4	-4,6	-4,2	-5,0	927,4
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,0	-4,6	-4,1	-3,7	-3,6	-3,6	730,9
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	5,9	6,7	5,1	4,2	3,5	4,0	1.050,5
TOTAL	-0,5	-1,8	-1,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,3	2.708,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	2,1	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,2	-1,0	-1,4	1.157,6
A la vista	4,2	10,8	13,6	14,8	17,9	19,5	19,7	17,4	365,3
De ahorro	-0,1	5,8	6,9	6,8	10,5	12,3	13,6	13,1	243,3
A plazo	1,7	-7,6	-9,4	-11,3	-13,5	-15,5	-16,1	-15,9	526,9
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,3	5,2	8,9	10,5	6,0	5,0	22,1
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-6,8	-6,8	-11,4	-11,5	-16,1	-16,3	98,5
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,7	-2,2	-2,3	-2,2	-2,4	-2,7	1.256,1
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,0	12,5	12,1	11,0	10,9	11,0	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	59,1	58,1	58,5	60,0	60,3	60,5	-

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.

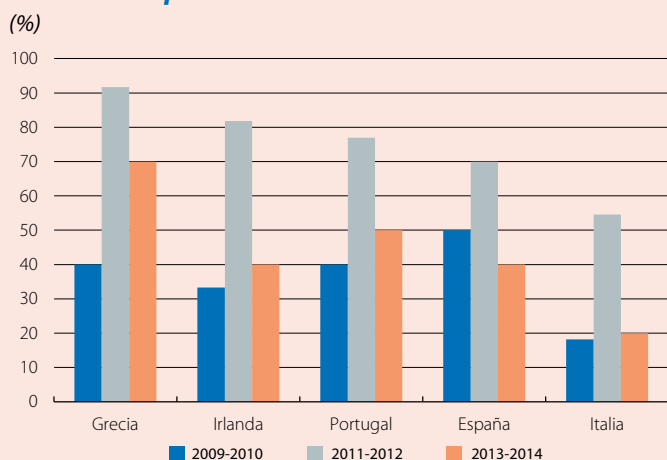
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

LA PERIFERIA EUROPEA TRAS LAS REFORMAS

La recuperación en la periferia y el papel de las reformas

Si algo bueno trajo consigo la crisis de deuda soberana de la eurozona fue el ímpetu reformista que desencadenó en la región, tanto a nivel nacional como a nivel europeo. Los países periféricos, sometidos a una intensa presión por parte de los mercados financieros, implementaron múltiples reformas para corregir los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado durante la etapa expansiva que siguió a la puesta en circulación del euro. En este Dossier, analizamos el impacto de las reformas que, con mayor o menor intensidad, se llevaron a cabo en España, Irlanda, Portugal, Italia y Grecia, y que abarcaron múltiples ámbitos, incluidos el mercado de trabajo y de productos y el sector público y financiero. La evidencia disponible permite concluir que los esfuerzos que se hicieron no fueron en vano: la recuperación económica de los países periféricos, que ha sorprendido por su vitalidad, se explica en gran parte por el impacto positivo de las reformas adoptadas, las cuales han sentado las bases de un crecimiento más equilibrado y sostenible a largo plazo.

Índice de respuesta a las reformas estructurales *



Nota: * Porcentaje de reformas implementadas sobre el total de recomendaciones realizadas anualmente por la OCDE a cada país.

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

El primer programa de asistencia financiera griego, firmado en mayo de 2010, marcó el inicio de una oleada reformista que recorrió la eurozona. Obviamente, las reformas fueron más profundas en aquellos países que solicitaron asistencia financiera externa, dada la condicionalidad explícita en estos programas. Pero la necesidad de adoptar medidas estructurales alcanzó a un conjunto más amplio de países, como por ejemplo a Italia, que, en 2011 y en 2012, también aumentó significativamente la tasa de respuesta a las reformas estructurales que recomienda la OCDE (véase el primer gráfico). Como es bien sabido, las medidas de consolidación fiscal para reducir el déficit público y reconducir la deuda pública hacia una senda sostenible fueron prioritarias para atajar la crisis de deuda soberana. Además, en aquellos países donde se había gestado un *boom* crediticio, como Irlanda y España, la reforma del sector bancario fue un elemento crucial. Con el paso del tiempo, cuando las tensiones financieras se relajaron sensiblemente, hubo un cierto cambio de rumbo en la política económica a

favor de un ajuste fiscal favorable al crecimiento. Así, ganaron preponderancia las reformas enfocadas a restaurar la competitividad de estas economías.

Tras más de cinco años de reformas, y en un momento en que la recuperación está ganando intensidad en la mayoría de periféricos, es un buen momento para mirar atrás y hacer balance del éxito cosechado. La valoración global es positiva, en vista al importante progreso en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos. En primer lugar, las reformas en el mercado de productos y de trabajo han permitido restaurar la competitividad perdida, lo que se refleja en una clara mejora en el saldo por cuenta corriente (véase «Competitividad en la periferia: liberalización laboral y del mercado de bienes y servicios»). En segundo lugar, la reducción del déficit público también ha avanzado significativamente y la deuda pública se ha estabilizado, aunque siga en niveles altos (véase «¿La consolidación fiscal en la periferia supondrá un cambio de modelo para las finanzas públicas?»). Finalmente, la reparación de los balances del sector privado y de las instituciones financieras está bien encauzada (véase «La reestructuración de la banca periférica»). En este sentido, se puede afirmar que las medidas fueron adecuadas en general. Así, el crecimiento que está experimentando la periferia europea se fundamenta en una economía más competitiva, unas finanzas públicas encaminadas a la sostenibilidad, un sector privado menos endeudado y un sector bancario con mayor capacidad para dar crédito y apoyar la recuperación.

En determinadas ocasiones se argumenta que los resultados obtenidos podrían haber sido mejores si los programas se hubieran implementado completamente y con prontitud. El registro del seguimiento de los programas del FMI¹ arroja luz en este respecto. En concreto, la proporción de medidas llevadas a cabo en su totalidad (con y sin retraso) supera el 95% en los casos de Portugal e Irlanda. El caso griego, tantas veces comentado por la supuesta falta de compromiso con las reformas, registra una tasa de implementación del 90%. Por tanto, el hecho de que su efectividad pueda haber sido menor de lo previsto se debería achacar a la difi-

1. Datos extraídos de «Monitoring of Fund Arrangements» (MONA), FMI.

cultad de diseñar programas efectivos y que se adapten a las condiciones específicas de cada país y, por otro lado, a la importancia de que las autoridades locales se comprometan y lideren la agenda reformista. Otro elemento que puede haber influido en la percepción de la efectividad de las reformas implementadas es la corriente de opinión negativa que genera todo proceso reformista, en especial cuanto más profundo es. En general, hay una minoría que se ve afectada negativamente de forma muy directa por la reforma en cuestión y que lucha para que no se lleve a cabo a pesar de que pueda ser provechosa para el conjunto de la sociedad. La dificultad radica en que los beneficios están muy repartidos entre múltiples agentes, mientras que los costes los soporta una minoría muy reticente al cambio. Este problema es todavía más relevante para las reformas económicas de carácter estructural, dado el desfase temporal entre la implementación y los resultados. Si bien los estudios empíricos muestran que las reformas estructurales proporcionan elevados beneficios a medio y largo plazo, lo cierto es que las ganancias a corto plazo son escasas, a causa, por ejemplo, de los costes de reasignación de los recursos productivos entre sectores (Bouis y Duval, 2011).

Una forma de paliar los efectos negativos de corto plazo es el uso de estímulos de índole fiscal y monetaria. Considerando el poco (o nulo) margen del que disponían los países periféricos en el plano fiscal, la política monetaria se erigió como la principal herramienta disponible. En este sentido, el BCE cumplió con su cometido, especialmente después de julio de 2012, mediante una política monetaria ultraacomodaticia: redujo el tipo de interés a niveles mínimos, adoptó numerosas medidas para mejorar el acceso a la liquidez del sistema bancario y, finalmente, en marzo de 2015, inició un programa de compra de bonos soberanos que acabó de apuntalar la recuperación en la periferia. En particular, la compresión de las primas de riesgo ha permitido que las condiciones de acceso al crédito mejoraran notablemente en estos países. Además, el descenso del precio del petróleo y la depreciación del euro también han jugado a favor del crecimiento. Todo ello se ha reflejado en la espectacular mejora de las perspectivas de crecimiento para el año 2015, en especial en Irlanda y España. Así, mientras que, en enero de 2014, el crecimiento previsto del PIB irlandés era del 2,2%, la previsión actual es del 5,4% (una diferencia de más de 3 p. p., como recoge el segundo gráfico. En la revisión al alza de las previsiones también ha sido sustancial para la economía española y, en menor medida, la portuguesa.² En cambio, las previsiones de los países del centro se han mantenido prácticamente inalteradas, aun cuando también han recibido los *shocks* positivos mencionados. Por tanto, parece que, más allá de los factores de apoyo temporal, las reformas implementadas explicarían esta mejor evolución relativa de los países periféricos.

Existe un amplio consenso de que las reformas estructurales tienen un impacto positivo sobre el crecimiento a largo plazo de una economía. Multitud de análisis empíricos así lo avalan. Además, se puede estimar, para cada país, qué tipo de reforma surtiría un mayor impacto. Por ejemplo, un estudio de la Comisión Europea³ estima que Grecia se beneficiaría sustancialmente de la reforma del mercado de productos. En concreto, fomentar la competencia y reducir las barreras a la entrada al mercado conllevaría un aumento del nivel de PIB griego del 47% a largo plazo. El estudio también muestra que las reformas orientadas a mejorar las habilidades de los trabajadores poco cualificados serían muy positivas en todos los países periféricos, especialmente en Portugal, donde el nivel del PIB aumentaría un 28% a largo plazo. Aunque la incertidumbre que rodea la estimación de estas cifras es elevada, ya que se basa en modelos e hipótesis variadas, el mensaje que se desprende es que el impacto positivo de las reformas estructurales es de primera magnitud.

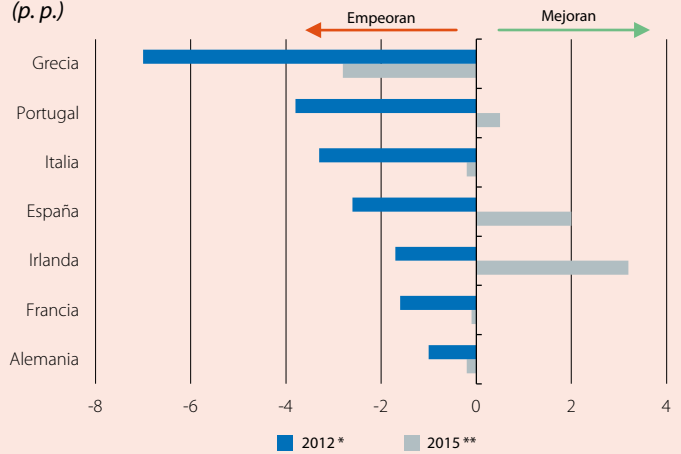
A pesar del importante avance de los últimos años, para asegurar la capacidad de crecimiento a largo plazo, hay que persistir en el esfuerzo reformista. Si bien la prima de riesgo no apremia y la mejora cíclica es evidente, se debe seguir ahondando en las reformas, tanto a nivel nacional como avanzando en la construcción de la arquitectura europea. No hay lugar para la complacencia.

Judit Montoriol-Garriga

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

Cambio en las perspectivas de crecimiento

(p. p.)



Notas: * Cambio en la previsión de crecimiento para 2012 entre enero de 2011 y diciembre de 2012.

** Cambio en la previsión de crecimiento para 2015 entre enero de 2014 y octubre de 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecast.

2. La evolución positiva de las perspectivas de crecimiento para 2015 contrasta con el deterioro experimentado en 2012, cuando, para España, se pasó de prever un crecimiento del 1,2% en enero de 2011 al -1,4% en diciembre de 2012 (una reducción de 2,6 p. p.).

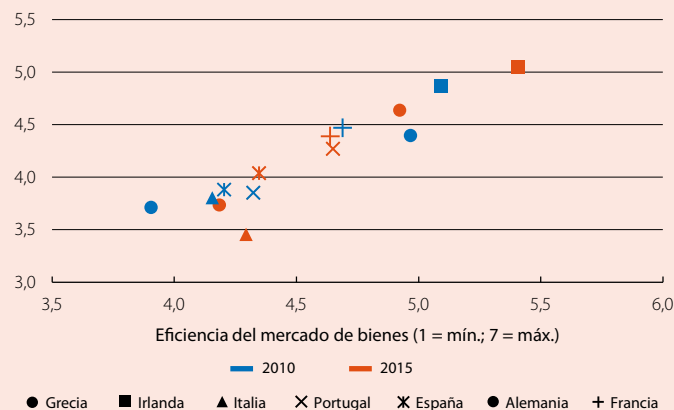
3. «Growth effects of structural reforms in Southern Europe», Economic Papers nº 511, Comisión Europea, diciembre de 2013.

Competitividad en la periferia: liberalización laboral y del mercado de bienes y servicios

Los desequilibrios externos de los países periféricos se incrementaron de manera sustancial después de la formación de la unión monetaria europea. La propia crisis, pero también las reformas implementadas, contribuyeron a corregir la mayoría de casos. Si bien gran parte de la corrección ha sido consecuencia directa de la profundidad de la crisis y de sus efectos sobre la caída de la demanda interna, una parte de la mejora de los saldos exteriores ha sido resultado de las ganancias de competitividad a raíz de los procesos de liberalización del mercado laboral y de bienes y servicios. Unas ganancias que deberían ir a más, a medida que las reformas y la liberalización vayan surtiendo efecto.¹

Europa: índices de eficiencia laboral y mercado de bienes (2010 frente a 2015)

Eficiencia del mercado laboral (1 = mín.; 7 = máx.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Foro Económico Mundial (Índice de Competitividad Global).

Grecia, España y, especialmente, en Portugal. Aun así, en España, y a pesar de la rebaja, este coste todavía se sitúa muy por encima del promedio europeo, griego y portugués: asciende a 14,3 semanas de salario para los despidos procedentes de trabajadores con una antigüedad de cinco años, frente a las 13,0 semanas de los empleados griegos o a las mucho más exiguas 8,6 de los portugueses, según el informe *Doing Business* elaborado por el Banco Mundial.

Entre las reformas que inciden en la retribución de los trabajadores, sobresalen los cambios en el proceso de negociación colectiva que han favorecido una opción más descentralizada de negociación, según la cual los convenios a nivel de empresa prevalecen sobre otros a nivel sectorial o provincial. Este tipo de recetas, que aumentan la flexibilidad interna de las empresas y permiten ajustar mejor los salarios a los niveles de productividad empresarial, son las que deberían proporcionar mejores resultados a medio plazo sobre la competitividad de los países. España y Grecia han avanzado considerablemente en este aspecto. Por ejemplo, Grecia suspendió en 2011 la cláusula de favoritismo que obligaba a iniciar cualquier tipo de negociación a partir del contrato más favorable conseguido por trabajadores parecidos. Asimismo, ese mismo año permitió la firma de nuevos acuerdos a grupos de trabajadores representativos, en el caso de que no existiera representación sindical en la empresa. Por el contrario, en Portugal los avances en este frente han sido menos contundentes. El motivo es que, si bien se permite la suspensión de los acuerdos colectivos a nivel sectorial frente a un nuevo acuerdo a nivel empresarial, para que la suspensión del acuerdo sectorial sea posible se exige la firma de los firmantes originales. Esta condición ha limitado el número de suspensiones y, por tanto, de nuevos convenios a nivel empresarial.² Con todo, Portugal ha acometido, en conjunto, importantes reformas en el ámbito laboral. Además de la rebaja del coste de despido ya mencionada, ha potenciado la flexibilidad horaria, ha fortalecido las políticas activas de empleo mediante cursos de formación y el fomento del aprendizaje en las empresas, y ha reducido los subsidios por desempleo. De ahí que Portugal sea uno de los países periféricos que ha mejorado más en términos de eficiencia del mercado laboral según el índice elaborado por el Foro Económico Mundial (véase el primer gráfico, eje vertical).

1. Irlanda forma parte del grupo de países que han corregido sustancialmente su desequilibrio externo y que han llevado a cabo reformas importantes. Sin embargo, dichas reformas se han centrado en el sector financiero y público, y no en el ámbito laboral y de bienes y servicios, por tratarse de una economía con mercados laborales y de bienes y servicios mucho más liberalizados. Por esta razón, este artículo del Dossier no ahondará en el caso de Irlanda.

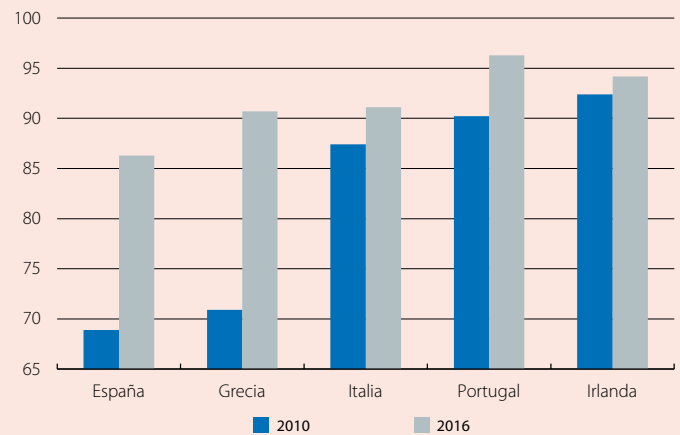
2. Hasta mayo de 2015, no se había suspendido ningún acuerdo (véase «Post-Program Surveillance Report», Portugal Spring 2015, European Commission, 2015).

En cambio, Italia es el país periférico que peor se ha comportado en cuanto a la mejora de la eficiencia de su mercado laboral, según este mismo índice. La razón principal es que, hasta hace poco, no había efectuado modificaciones significativas en este ámbito. Sin embargo, en diciembre de 2014, se aprobó una importante reforma laboral que ha entrado en funcionamiento este mismo 2015 y que pretende atacar el problema de la dualidad laboral. Entre otras medidas, destaca un nuevo contrato para las nuevas incorporaciones con una indemnización creciente o la no obligatoriedad de readmitir a los empleados despedidos en caso de perder el juicio.³ En este sentido, es de esperar una significativa mejora del índice de eficiencia del Foro Económico Mundial una vez recoja las políticas implementadas recientemente.

En el plano de las reformas del mercado de bienes y servicios, el grueso de las medidas se ha centrado en la reducción de los costes administrativos, por un lado, y en la mejora de la competencia de sectores clave para el funcionamiento del conjunto de la economía, por el otro. En particular, Portugal, España y Grecia han progresado sustancialmente en la simplificación administrativa para abrir un negocio. Así, Portugal lanzó en 2011 la iniciativa «Autorización cero», que simplificaba la tramitación electrónica con la Administración central. Aunque la Comisión Europea todavía opine que la economía lusa tiene que hacer más hincapié en la facilitación de los trámites de las Administraciones locales, según el índice *Doing Business* elaborado por el Banco Mundial, las mejoras han sido importantes en este aspecto: en el subíndice *Starting a Business*, ha pasado de 90,22 en el índice de 2010 a 96,28 en el de 2016.⁴ La mejora de España en este subíndice ha sido aún mayor, pero el margen de mejora sigue siendo amplio: ha pasado de 68,88 a 86,30 (véase el segundo gráfico).

Facilidad para iniciar un negocio *

Distancia hasta la frontera (100 = mejor)



Nota: * Subíndice *Starting a Business* del Índice *Doing Business*.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial (Índice *Doing Business*).

Finalmente, también se han llevado a cabo numerosas medidas para aumentar el grado de competencia en ciertos sectores relevantes. Sin embargo, y según un reciente informe elaborado por la OCDE, todavía queda trabajo por hacer.⁵ En concreto, la institución internacional subraya que Portugal debe seguir avanzando para aumentar la competencia en las industrias de redes, así como en algunas de las profesiones reguladas, y que España debe hacer lo propio con el elevado número de profesiones liberales que obligan a la colegiación. Por otra parte, en Italia, todavía no son claros los efectos de la extensa desregulación sobre los servicios profesionales llevada a cabo entre 2011 y 2013 (véase el primer gráfico, eje horizontal). Y aunque Grecia ha rebajado sustancialmente las barreras a la competencia en numerosos sectores y profesiones, cabe recordar que era uno de los países con más regulaciones sobre los servicios profesionales entre los países de la UE, por lo que será necesario supervisar su evolución.

En definitiva, los procesos de liberalización del mercado de trabajo y de bienes y servicios en los países periféricos han sido importantes. Y las medidas que se han implementado han proporcionado una mayor flexibilidad laboral y han reducido las barreras a la competencia en diversos sectores. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos, en el terreno laboral, el todavía elevado grado de dualidad es un elemento que debe ser atacado con acciones más definitivas. En el plano de las reformas de mercado, incrementar el grado de competencia en numerosos servicios y profesiones liberales parece también un aspecto común que se debería fortalecer. Así pues, las buenas cifras que van sucediéndose en el plano de la actividad económica en gran parte de la eurozona no deben hacernos perder el empuje reformista que los años de crisis nos han obligado a afrontar.

Clàudia Canals

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

3. Véase «Reforma laboral en Italia: un gran paso adelante», IM03/2015.

4. Cuando se mide la distancia hasta la frontera, se clasifica a cada economía dentro de un grupo de economías parecidas y se otorga la puntuación de 100 a la economía del grupo con las mejores características en cada aspecto. Así, cuando Portugal pasa de 90,22 a 96,28 significa que se está acercando al mejor país en el subíndice *Starting a Business*.

5. Véase «Economic Policy Reforms 2015. Going for growth», OECD, 2015.

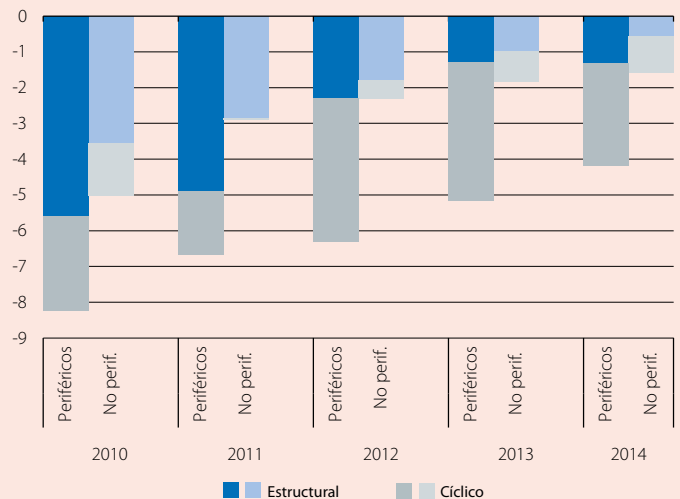
¿La consolidación fiscal en la periferia supondrá un cambio de modelo para las finanzas públicas?

La crisis de deuda soberana tuvo su origen, como su propio nombre indica, en las dudas sobre la solvencia del sector público en un contexto en el que este tenía un modelo de finanzas poco sostenible, en el que los ingresos eran inferiores a los gastos de manera crónica. El déficit público promedio de los países de la periferia europea (Irlanda, Portugal, España, Italia y Grecia) llegó a alcanzar el 8,7% en 2009. Ante tal tesitura, el ajuste de las cuentas públicas no solo era indispensable para lograr un crecimiento sostenible, sino también para recuperar la confianza a nivel internacional y el acceso a los mercados. La consolidación fiscal se ha estado llevando a cabo con un relativo éxito desde entonces y, aunque aún quede camino por delante para sanear las cuentas públicas, el déficit de los países periféricos se redujo en 2014 hasta el 4,2% y se prevé que la reducción continúe. En este Dossier analizamos el ajuste de la *res publica* y las medidas que se han tomado, con el fin de determinar si han sido temporales (para «tapar agujeros») o si están apuntalando los cimientos de la casa para que los desequilibrios estructurales no se reproduzcan.

El hecho de que el déficit público se disparara (véase el primer gráfico) se debió, en parte, al ciclo económico. La grave crisis económica que sufrieron los países periféricos provocó una reducción de los ingresos públicos (menor recaudación tributaria, menos cotizaciones sociales, etc.) a la vez que una mayor necesidad de gasto (prestaciones por desempleo, intereses por pago de la deuda, etc.). Sin embargo, el déficit estructural, es decir, el déficit resultante una vez corregidos los efectos del ciclo y las medidas *one-off*,¹ también alcanzó niveles elevados (el 5,6% en 2010). Ello pone de manifiesto que el modelo de ingresos cíclicos y gastos estructurales era, por naturaleza, insostenible a largo plazo y debía ser corregido. Un claro ejemplo son los compromisos de gastos estructurales que se contrajeron en países como Irlanda y España, al calor de los ingresos cíclicos del *boom* inmobiliario y que, una vez evaporados estos últimos, no se pudieron afrontar. La disminución del déficit estructural, que alcanzó el 1,3% en 2014, muestra el importante esfuerzo de consolidación desempeñado por las Administraciones de los países periféricos, a pesar de que no todas las reformas planteadas inicialmente se hayan completado. Analicemos cómo se ha producido esta consolidación, por la vía del aumento de los ingresos y por la vía de la disminución de los gastos.

Déficit público estructural y cíclico

(% PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (AMECO).

Las medidas emprendidas para aumentar los ingresos en el ámbito fiscal consistieron, sobre todo, en cambios en el sistema tributario, aunque también se actuó para reducir la evasión fiscal. Si bien en distinto grado y con distinta fortuna, los países periféricos desarrollaron reformas con el objetivo de que la tributación creciera y fuera más eficiente. Para ello, la mayoría de países incrementaron tanto las bases como los tipos de los impuestos indirectos y eliminaron algunos tipos de IVA reducido.² Algunos países, como Portugal, intentaron llevar a cabo una devaluación fiscal, compaginando la subida del IVA con una reducción de las contribuciones sociales para incrementar la competitividad externa, pero la medida no se logró implementar. Asimismo, los países tuvieron que recurrir a subidas de los impuestos sobre la renta, de sociedades y otros especiales, como el impuesto sobre la propiedad o el de sucesiones. También se tomaron medidas para reducir la evasión fiscal, desde las más tradicionales (aumentar el control sobre los inspectores de Hacienda e incrementar su número, la amnistía fiscal, etc.) hasta otras más imaginativas para desincentivar el fraude (como la posibilidad de que los consumidores portugueses participaran en una lotería al exigir el recibo de compra). De momento, estas medidas han tenido un impacto recaudatorio reducido.

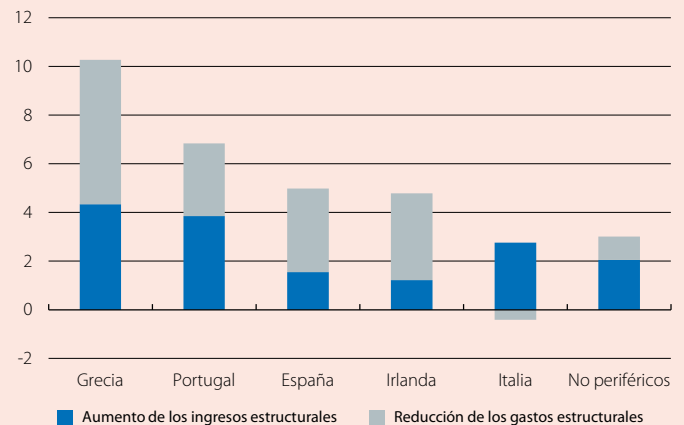
1. Dentro de esta categoría se incluye toda una serie de medidas con un impacto temporal sobre las arcas públicas, tanto de ingresos (privatizaciones, venta de licencias, etc.) como de gastos (pérdidas derivadas de una reestructuración bancaria, etc.).

2. Los tipos de IVA reducido para determinados productos se han justificado tradicionalmente como instrumento de política redistributiva, aunque, según el FMI, es mucho más eficiente hacer esta redistribución mediante transferencias sociales destinadas solo a aquellos que lo necesitan.

El ajuste de los gastos públicos se vehiculó, en primer lugar, a través de una reducción del consumo, tanto el relativo al funcionamiento general de las Administraciones públicas como a la educación o la sanidad. La mayoría de países optaron por actuaciones de rápida implementación, como la rebaja salarial de los funcionarios o la reducción del número de efectivos, en particular de los empleados contratados. Las medidas para disminuir el tamaño de la Administración fueron más difíciles de implementar, aunque, en distinto grado, se logró recortar el número de organismos y se optimizó la eficiencia del gasto (mediante la creación de centrales de compras, por ejemplo). Otra parte importante del ajuste del gasto fue resultado de una reducción de las transferencias en las pensiones y en los subsidios de desempleo, entre otras prestaciones sociales. Las reformas de los sistemas de pensiones llevadas a cabo con razonable éxito en Italia, España y Portugal destacan por su carácter estructural, puesto que incluyen fórmulas para intentar asegurar su sostenibilidad a largo plazo. En Grecia, después de varias reformas y de reducir sustancialmente los importes de las pensiones, como contrapartida del tercer rescate se ha solicitado que la legislación incluya medidas para asegurar la sostenibilidad futura del sistema. Finalmente, otras partidas que sufrieron recortes fueron los subsidios y las inversiones públicas. En España, Grecia e Irlanda, la mayor parte del ajuste se concentró en los gastos (véase el segundo gráfico), mientras que en Portugal, y especialmente en Italia y en los países no periféricos, la consolidación fue de la mano, en mayor medida, de los ingresos.

Esfuerzo fiscal

Ajuste del déficit público estructural entre el punto máximo alcanzado (2010-2013) y el actual (2014) (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (AMECO).

La mejor herencia de la consolidación fiscal ha sido la construcción de unas reglas que obligan a una disciplina fiscal más estricta. En España, por ejemplo, la Constitución ha incorporado normas de gasto público y un límite del déficit para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Asimismo, se ha impulsado la creación de autoridades fiscales independientes, como la AIREF (o el Fiscal Advisory Council en Irlanda), que analizan la verosimilitud y los riesgos de las cuentas públicas y alertan sobre los mismos. A nivel europeo, se ha incrementado el proceso conjunto de vigilancia de las cuentas públicas dentro del Semestre Europeo, con el objetivo de que se monitoricen los déficits excesivos y se asegure su corrección. La Comisión Europea ha establecido la senda de consolidación fiscal en términos estructurales y con objetivos presupuestarios a medio plazo, para minimizar el impacto del ciclo en la consolidación presupuestaria.

Aún queda margen para reducir el déficit estructural mejorando la eficiencia del sector público, a pesar de que los países periféricos hayan dado pasos significativos en esa dirección, como la reforma de las Administraciones públicas en España o en Italia. El objetivo es que se lleven a cabo reformas estructurales que permitan aumentar la eficiencia y reducir el gasto público ofreciendo servicios mejores y más adaptados a las necesidades individuales. La implementación de estas reformas es, sin embargo, complicada, al hallarse los beneficiados dispersos (toda la población) y los perjudicados concentrados (por la reducción del tamaño de un ente público, por ejemplo). Por otra parte, las nuevas tecnologías permiten la modernización del sector público, individualizando los servicios prestados y rebajando su coste: la *res publica* debería aprovecharse de todas sus potencialidades.

En resumen, la crisis ha forzado una reforma de las finanzas públicas hasta ahora postergada. Si bien se han registrado avances significativos, como las reformas de los sistemas de pensiones o el establecimiento de reglas de consolidación fiscal, todavía quedan importantes cambios por hacer, en particular los que permitan mejorar de manera sustancial la eficiencia del sector público.

Josep Mestres Domènech

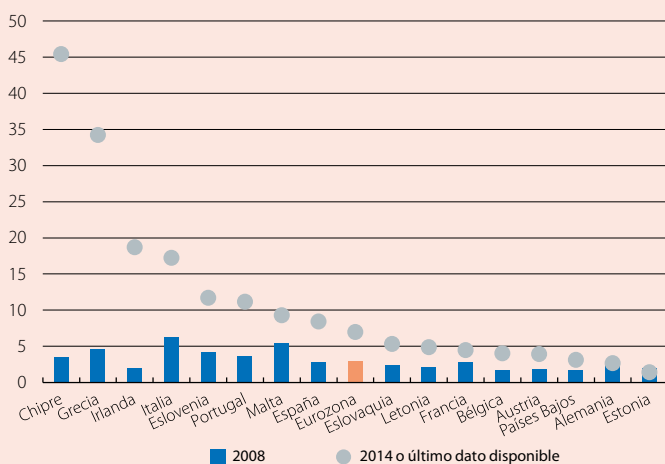
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

La reestructuración de la banca periférica

Durante el último ciclo económico expansivo, en los países periféricos se redujeron los estándares de calidad del crédito otorgado, lo que propició un fuerte crecimiento del crédito. En algunos casos, como los de Irlanda y España, este *boom* crediticio se concentró en el sector de la construcción. En países como Portugal y, en menor medida, Italia, el principal destinatario de la financiación bancaria fueron las empresas del resto de sectores. En el caso de Grecia, la banca tenía una elevada exposición al sector público, cuya deuda crecía a marchas forzadas, lo que puso en duda su sostenibilidad. A pesar de estas diferencias, en todos los casos los excesos cometidos durante esos años previos al inicio de la crisis sentaron las bases para la fase de recesión. Una de las principales secuelas que ha dejado la crisis en la banca es el deterioro de la calidad de sus activos, lo que ha mermado la rentabilidad y la solvencia del sistema bancario. Este artículo del Dossier analiza las medidas implementadas para subsanar las deficiencias de la banca periférica.

Crédito dudoso

(% del total del crédito)



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

Al estallar la crisis financiera, y después de un periodo de incertidumbre, el BCE optó por relajar la política monetaria facilitando un entorno ultraacomodaticio y proporcionando liquidez abundante y barata a todo el sistema bancario de la eurozona. Si bien esta intervención fue necesaria para que la banca reemplazara la financiación mayorista, que se había desvanecido al estallar la crisis, no impidió que, a medida que avanzaba la recesión y el entorno económico empeoraba, los activos en los balances de la banca fueran deteriorándose rápidamente, lo que puso en peligro la solvencia de muchas de las entidades. Por este motivo, la mayoría de los países de la periferia (Portugal, Grecia, Irlanda y España) requirieron ayuda financiera del resto de socios europeos para recapitalizar las entidades más afectadas. Una ayuda que, en muchos casos, estuvo acompañada de un programa de apoyo económico a las arcas públicas, condicionado a la implementación de reformas estructurales y de consolidación fiscal.

Además de estas medidas de urgencia a nivel europeo, a nivel nacional también se hicieron esfuerzos para sanear rápidamente los balances de las entidades bancarias. Ello fue imprescindible para que las debilidades de este sector no afectaran al resto de la economía. Para aquellos países en los que el crédito dudoso se concentraba en sectores específicos, se establecieron sociedades de gestión de activos (SGA, también conocidas como «bancos malos») cuyo objetivo era sanear de forma rápida y eficaz los balances de las entidades mediante la compra de estos activos, con unos *haircuts* establecidos y a cambio de bonos garantizados por el Estado. En particular, destacan las sociedades de Irlanda (NAMA) y de España (SAREB),¹ ambas centradas en la adquisición de crédito al sector inmobiliario. La creación de estas sociedades tuvo amplios beneficios. Desde el punto de vista de los bancos, permitió (i) que concentraran sus recursos en la gestión del negocio sano, (ii) que obtuvieran liquidez de forma rápida y (iii) que eliminaran la incertidumbre acerca de la calidad de los activos que permanecen en sus balances.² Asimismo, otros beneficios de carácter más genérico fueron que las SGA se beneficiaron de las economías de escala conseguidas con la gestión de un elevado volumen de activos similares y que actuaron, en la medida de lo posible, como catalizador de un mercado de compraventa de carteras de crédito dudoso en la eurozona.³

En cuanto al resto del crédito improductivo disperso en el resto de sectores de la economía, fueron necesarias otras medidas de carácter más genérico. De nuevo destaca el caso de España, que avanzó en el fomento de la capitalización de la deuda empresarial (canje de deuda a capital) al reforzar el poder de los acreedores durante procesos de refinanciación y reestructuración. De forma similar, otros países modificaron los regímenes impositivos para acelerar la resolución del crédito dudoso. Como por ejemplo Italia, que alteró el tratamiento impositivo para permitir que las provisiones fuesen fiscalmente deducibles en el año en que se generaban.

1. Italia analiza la creación de una SGA para el crédito dudoso concedido a empresas. Véase el Focus «Las tareas pendientes del sistema bancario italiano» del IM10/2015.

2. También proporciona cierto alivio sobre el capital exigido, gracias a una reducción de los activos ponderados por riesgo.

3. Las transacciones de compraventa de carteras de crédito dudoso en Europa fueron de 64.000 millones de euros en 2013 y de 470.000 millones de dólares en EE. UU.

Si bien todas las medidas mencionadas, tanto a nivel nacional como europeo, supusieron un alivio inmediato para el sector bancario periférico, su principal objetivo era esterilizar el entorno y curar los síntomas de la enfermedad (es decir, reducir la morosidad). Por tanto, se requerían esfuerzos adicionales para tratar las causas de fondo del problema.

A nivel nacional, se implementaron varias reformas para corregir las deficiencias estructurales del sector bancario. En primera instancia, en países como España e Italia, se desarrolló un marco legal con el objetivo de mejorar la gobernanza corporativa de las entidades bancarias. Un ejemplo claro es la reforma del régimen jurídico de las cajas de ahorro en España, que ha fomentado su conversión a bancos, lo que facilitó la captación de capital en los mercados a la vez que aportaba transparencia y disciplina a las instituciones. De forma similar, Italia aprobó un decreto ley para incentivar la transformación de los grandes bancos cooperativos (*banche popolari*) en empresas cotizadas. Esta reforma busca modernizar la gobernanza de la banca, lo que mejora los mecanismos de gestión del riesgo, a la vez que fomenta la consolidación del sector.

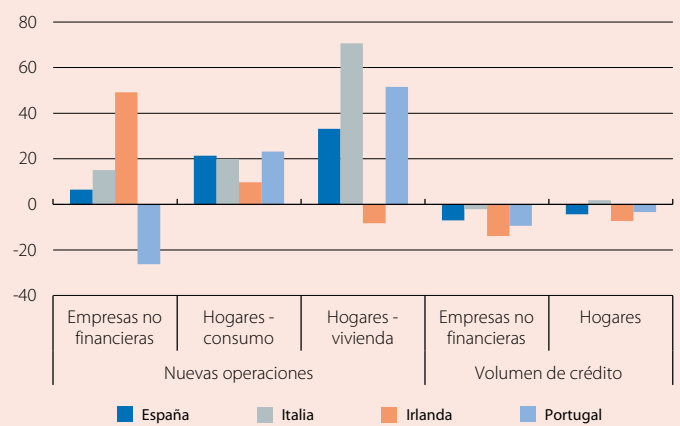
Otras reformas de carácter estructural se encaminaron a agilizar y mejorar la eficiencia de los procedimientos concursales en régimen de insolvencia.⁴ Ello no solo acelera la resolución de los activos improductivos, sino que además facilita el desapalancamiento del sector privado, a la vez que garantiza la supervivencia de las empresas viables. En esta materia, todos los países periféricos salvo Grecia han hecho avances. Destaca el más reciente llevado a cabo en España, donde se aprobó la Ley de segunda oportunidad para autónomos y particulares, que les permite una condonación parcial de sus deudas durante procesos concursales con ciertas condiciones.

Todas estas medidas de carácter estructural van encaminadas a fomentar modelos de negocio sostenibles a largo plazo para las entidades bancarias y una evolución de la concesión de crédito adecuada a las necesidades del sector privado. Todo ello enmarcado dentro de la unión bancaria, mecanismo que a medio plazo debería acabar con la fragmentación financiera y romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y crediticio. Para que ello sea posible, será necesaria la transferencia de competencias en materia de supervisión (mecanismo único de supervisión) y en la gestión y resolución de futuras crisis bancarias (mecanismo único de resolución). A su vez, será necesario avanzar hacia un fondo de garantía de depósitos, el tercer pilar de la unión bancaria, que garantice por igual los depósitos de cualquier entidad con independencia del país de procedencia.

Los resultados de todas las reformas implementadas hasta la fecha en el sector financiero se plasman en las dinámicas del crédito bancario de los distintos países. Si bien en la actualidad el volumen de préstamos bancarios en estos países sigue reduciéndose a causa del proceso de desapalancamiento del sector privado, la velocidad de la contracción ha ido disminuyendo en los últimos meses y se encuentra cerca de volver a terreno positivo. En este sentido, para tener una visión más real de las dinámicas subyacentes de los préstamos bancarios se debe analizar la evolución de las nuevas operaciones. Concretamente, la concesión de préstamos a empresas no financieras creció en agosto respecto al año anterior en España, Italia e Irlanda. En cuanto a los hogares, las nuevas operaciones avanzaron positivamente en España, Italia, Irlanda y Portugal, aunque en el caso de Irlanda, la nueva concesión de préstamos a hogares para la compra de vivienda sigue sin recuperarse.

Dinámicas del crédito bancario al sector privado

Variación interanual (%)



Nota: Datos de agosto de 2015. Los datos de las nuevas operaciones (variación interanual del acumulado de 12 meses) no incluyen renegociaciones, a excepción de España.

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

En conclusión, los países de la periferia que han implementado profundas reformas en el sector bancario poseen en la actualidad unas entidades recapitalizadas y eficientes, lo que les permite tener una mayor capacidad para conceder crédito y apoyar la recuperación económica de la región. Urge que aquellos que todavía no han iniciado este arduo camino reformista, como es el caso de Grecia, sigan el ejemplo de sus socios más adelantados, y que todos continúen trabajando en la reducción de la morosidad para restablecer definitivamente la salud del sistema bancario europeo.

Ariadna Vidal Martínez

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

4. La Comisión Europea ha dado recomendaciones acerca de unos principios comunes en esta materia con el objetivo de reducir las diferencias entre países.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.caixabankresearch.com
Correo electrónico: research@caixabank.com

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 energéticas: 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 CAIXABANK

¿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

CAIXABANK 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

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de CaixaBank Research.

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabank.com/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

