

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 394 | OCTUBRE 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La estrategia risk parity y la estabilidad financiera

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Irán y su posible nuevo papel en el mapa petrolero

UNIÓN EUROPEA

Grecia: ¿a la tercera va la vencida?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

PGE 2016: del ajuste estructural al cíclico

DOSSIER: EL RETO DEMOGRÁFICO

El impacto de la transición demográfica ¿es inevitable?

Demografía y precios de los activos financieros: se agotan los vientos de cola

Cómo afectan las canas al gasto público

Los retos de la demografía en España

INFORME MENSUAL

Octubre 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:

30 de septiembre 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 *El enigma de Greenspan diez años después*10 *La estrategia risk parity y la estabilidad financiera***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *China: vuelven las dudas*16 *Irán y su posible nuevo papel en el mapa petrolero***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Grecia: ¿a la tercera va la vencida?*22 *Las tareas pendientes del sistema bancario italiano***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El empleo a tiempo parcial en España*28 *Hacia un modelo productivo menos dependiente
de las importaciones*29 *PGE 2016: del ajuste estructural al cíclico***32 DOSSIER: EL RETO DEMOGRÁFICO**32 *El impacto de la transición demográfica ¿es inevitable?*
Josep Mestres Domènech34 *Demografía y precios de los activos financieros:
se agotan los vientos de cola*
José Suárez-Lledó36 *Cómo afectan las canas al gasto público*
Clàudia Canals38 *Los retos de la demografía en España*
Maria Gutiérrez-Domènech

El riesgo emergente

Los últimos meses han sido testigo de un reajuste en los motores del crecimiento económico mundial. El deterioro de las perspectivas de los principales países emergentes se ha compensado con la mejora en los países desarrollados. Así, esperamos que el crecimiento global se sitúe en el 3,2% en 2015 y que tienda a mejorar en 2016 hasta alcanzar el 3,7%.

Para que estos pronósticos se cumplan, es crucial que la desaceleración de los emergentes sea ordenada y no derive en situaciones de inestabilidad financiera global. A fecha de hoy, ese escenario es improbable. Es cierto que hay varios elementos que ponen en aprietos al mundo emergente, pero, por su heterogeneidad y por el punto de partida de muchos de los países afectados, que en general es muy razonable, no es de esperar que el bloque de países emergentes se adentre en una etapa prolongada de turbulencias.

El ciclo de las economías emergentes está cambiando de signo por tres factores fundamentales. El primero es la fase de precios bajos de las materias primas y, de manera especial, del petróleo. Esta es una circunstancia que incide negativamente en diversos países en desarrollo, algunos grandes, como Rusia, y otros pequeños, como Venezuela y Angola, cuyos presupuestos y cuentas exteriores descansan en exceso en los ingresos petrolíferos. Sin embargo, las caídas del precio del petróleo son positivas para los países que son importadores netos de crudo, muchos de los cuales pertenecen al bloque emergente, como China, la India o Turquía, por lo que el efecto neto no necesariamente será adverso para el crecimiento agregado.

Un segundo factor negativo está ligado al cambio de signo de la política monetaria norteamericana. Los años de expansión de la liquidez en EE. UU. han comportado un pronunciado aumento de la deuda pública y privada en algunas economías emergentes. El inicio del ciclo contractivo de la política monetaria estadounidense amenaza con provocar salidas de capitales y socavar la estabilidad financiera y el crecimiento, especialmente en aquellos países en los que la deuda está denominada en moneda extranjera. El riesgo está ahí, pero un examen pormenorizado de la situación financiera de las diversas economías afectadas muestra que los focos potenciales de tensión son localizados. De hecho, a diferencia de épocas anteriores de tensiones en los emergentes, muchos de ellos disponen ahora de un importante colchón financiero que les permite afrontar con más garantías el nuevo escenario.

Finalmente, no se puede obviar el factor de la situación interna de las propias economías emergentes. Será clave la capacidad que tengan algunos países destacados, como es el caso de Brasil, Turquía o China, para reformar sus modelos de crecimiento, que se han basado en un patrón desequilibrado. El éxito de estos países, y en especial del gigante asiático, en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos será determinante para el crecimiento global, pero es preciso no perder de vista que no son pocos los que afrontan la situación con economías sólidas y equilibradas. Entre ellos destacan la India y México, país este último que es previsible que pueda gestionar satisfactoriamente la desaceleración económica, a pesar de sufrir por el descenso del precio del petróleo. Otras regiones emergentes importantes, como Europa central, también muestran una solidez y un potencial de crecimiento robusto.

En conclusión, algunas grandes economías emergentes cerrarán el año en recesión, lo que incidirá negativamente en el crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, también son muchos los países en desarrollo que afrontan la desaceleración con un amplio margen de maniobra y, si China es capaz de pilotar con éxito el aterrizaje de su economía, nada hace pensar que la desaceleración actual del mundo emergente afecte de manera crucial a la economía global.

Jordi Gual
Economista jefe
30 de septiembre de 2015

CRONOLOGÍA

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.

ABRIL 2015

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

AGENDA

OCTUBRE 2015

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

NOVIEMBRE 2015

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

La economía mundial resiste la embestida emergente

Incertidumbre en las economías emergentes, pero expansión en las avanzadas. «Una proyección de crecimiento del 3,3% este año ya no es realista. Una proyección del 3,8% para el próximo año, tampoco. Sin embargo, seguiremos por encima del umbral del 3%». Son palabras recientes de la directora gerente del FMI, Christine Lagarde. El factor clave que explica el empeoramiento de las perspectivas es, a su juicio, el menor impulso de las economías emergentes. Se trata de una valoración que, con los datos macroeconómicos más recientes en la mano, comparten la mayor parte de los analistas y que, de una forma u otra, está motivando una apreciable corrección de las cotizaciones en los mercados emergentes. No obstante, nuestra lectura es que quizás se esté interpretando la actual coyuntura desde una óptica excesivamente parcial. En primer lugar, cabe recordar que, de cumplirse estas previsiones, la economía mundial habrá encadenado cuatro años consecutivos, de 2013 a 2016, creciendo más de un 3% anual, un ritmo en absoluto despreciable. En segundo lugar, parece minusvalorarse el hecho de que la economía mundial es capaz de absorber el *shock* emergente porque las economías avanzadas están funcionando bien. No hace demasiado tiempo, la gran preocupación era precisamente la falta de tono de los países más prósperos. Finalmente, es importante señalar la necesidad de afinar el análisis sobre los emergentes. De entrada, una región importante, Europa central, está escapando de la oleada de incertidumbre, como también lo están haciendo países individualmente relevantes, como México y la India. En general, el patrón que se observa en estos casos combina unos cuadros macroeconómicos saneados, un buen tono de la demanda interna y, en el caso de México y de la Europa emergente, unos vínculos estrechos con economías avanzadas. ¿Elimina esto las dudas sobre los emergentes? No, porque se mantiene la preocupación sobre el auténtico estado de forma del más sistémico de ellos, China, y la situación de otros, como Rusia y Brasil, que están empeorando de forma relativamente rápida. También preocupa la situación de América Latina y de las economías de Asia más conectadas a China. En ambos casos, la forma que tenga China de capear el temporal determinará en no poca medida sus trayectorias futuras. Nuestra valoración es que el gigante asiático dispone de suficiente margen de maniobra para paliar la etapa de debilidad mediante la política económica, pero deberá afinar mejor sus intervenciones que en el pasado reciente.

EE. UU. y Europa, cada uno a su ritmo, aguantan el tipo. EE. UU. sigue beneficiándose de una dinámica de crecimiento positiva. El crecimiento registrado en el 2T, del 2,7% interanual, va a seguir sin excesivas oscilaciones en los

próximos trimestres, gracias al impulso combinado del consumo privado y la inversión. El ritmo expansivo no estará acompañado de excesivos problemas de inflación, ya que los precios energéticos van a contribuir decisivamente a contener las tensiones habituales en las fases maduras del ciclo. Ante esta situación, y aunque la Fed ha preferido mantener el tipo de referencia en septiembre dada la incertidumbre existente, prevemos que en diciembre asistiremos al primer aumento del tipo de interés desde el lejano 2004. La eurozona, por su parte, afianza paulatinamente su recuperación. Tras un primer semestre de crecimiento positivo pero moderado, creemos que el segundo semestre será algo más expansivo y que esta trayectoria continuará en 2016. Asimismo, estimamos que el posible impacto negativo de la mayor incertidumbre global se verá compensado por los efectos positivos de los recientes descensos del crudo. También hacemos una lectura favorable de los comicios griegos, que refuerzan la legitimidad del nuevo Gobierno para implementar el programa de rescate.

El crecimiento de la economía española pierde algo de intensidad, pero se mantendrá en tasas elevadas. El crecimiento fue particularmente vigoroso en el primer semestre gracias a factores de apoyo temporal, como la depreciación del euro, la relajación de la política fiscal y el abaratamiento del petróleo. Era de esperar que, a medida que el impacto de estos apoyos se ha ido moderando, el ritmo de avance fuera algo menos dinámico. Así lo refleja, por ejemplo, el indicador de actividad de CaixaBank Research. De todos modos, la buena evolución de elementos de fondo, como la reactivación del crédito o la recuperación del sector inmobiliario (aquí cabe mencionar el fuerte aumento de los precios en el 2T, superior a lo previsto), hace prever que el crecimiento se mantendrá por encima del 2% a medio plazo. Además, esperamos que el perfil de desaceleración sea más suave que el que manejábamos antes del verano (revisamos al alza el crecimiento esperado en 2016, del 2,6% al 2,7%), gracias al efecto positivo del nuevo descenso del precio del petróleo, factor que también explica por qué esperamos un escenario de inflación más baja. Con todo, los riesgos que rodean estas previsiones están ligeramente sesgados a la baja en vista de algunos acontecimientos recientes. En clave interna, la prima de riesgo de España ha aumentado desde mediados de julio y ya supera a la de Italia. Dada la ausencia de novedades económicas de fondo, dicho aumento se atribuye a la incertidumbre que despiertan las citas electorales del tramo final de 2015. El entorno externo también podría ser algo menos firme a causa de la mencionada pérdida de impulso emergente.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2013	2014	2015	2016	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,3	3,3	3,2	3,7	3,2	3,2	3,2	3,3	3,7	3,7
Países desarrollados	0,9	1,6	2,1	2,2	1,8	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
Estados Unidos	1,5	2,4	2,7	2,7	2,9	2,7	2,6	2,9	3,1	2,8
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	1,8	1,9	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	-1,2	1,4	3,1	2,7	2,7	3,1	3,4	3,4	3,1	2,7
Japón	1,6	-0,1	0,9	1,1	-0,8	0,9	1,8	1,9	1,1	1,6
Reino Unido	1,7	3,0	2,5	2,3	2,9	2,6	2,5	2,2	2,4	2,3
Países emergentes	6,2	5,8	5,0	5,6	5,1	5,0	4,9	5,0	5,5	5,7
China	7,7	7,3	6,7	6,5	7,0	7,0	6,6	6,4	6,7	6,5
India ²	6,9	7,3	7,1	7,2	7,5	7,0	7,0	7,2	7,2	7,2
Indonesia	5,6	5,0	5,1	5,9	4,7	4,7	5,3	5,7	5,7	5,8
Brasil	2,7	0,1	-1,8	0,4	-1,6	-2,6	-1,8	-1,3	-1,5	0,5
México	1,4	2,1	2,5	3,3	2,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,2
Chile	4,2	1,9	2,3	3,2	2,5	1,9	2,4	2,2	2,0	3,5
Rusia	1,3	0,6	-3,7	-0,2	-2,2	-4,6	-4,2	-3,8	-1,5	-0,2
Turquía	4,2	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	2,1	2,7	2,0	1,5	2,4	2,4	2,6	2,7
INFLACIÓN										
Mundial¹	3,7	3,3	3,1	3,5	2,6	3,1	3,1	3,4	3,7	3,6
Países desarrollados	1,4	1,3	0,3	1,6	0,1	0,1	0,1	0,8	1,7	1,5
Estados Unidos	1,5	1,6	0,2	2,0	-0,1	0,0	0,2	0,8	2,1	1,9
Eurozona	1,4	0,4	0,2	1,3	-0,3	0,2	0,1	0,7	1,4	1,1
Alemania	1,6	0,8	0,3	1,4	-0,1	0,4	0,0	0,8	1,4	1,2
Francia	1,0	0,6	0,3	1,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	1,1
Italia	1,3	0,2	0,3	1,3	-0,1	0,1	0,3	0,8	1,3	1,1
España	1,4	-0,2	-0,4	1,3	-1,0	-0,3	-0,4	0,1	1,3	0,8
Japón ³	0,4	2,7	0,9	1,3	2,3	0,5	0,2	0,8	1,5	1,2
Reino Unido	2,6	1,5	0,3	1,5	0,1	0,0	0,2	0,7	1,1	1,4
Países emergentes	4,4	3,8	4,2	4,3	3,0	4,5	4,6	4,8	4,4	0,0
China	2,6	2,0	1,6	2,2	1,2	1,4	1,7	2,0	1,9	2,5
India	10,1	7,2	5,2	6,2	5,3	5,1	4,1	6,4	7,7	6,9
Indonesia	6,4	6,4	6,4	5,1	6,5	7,1	7,1	4,9	4,8	5,2
Brasil	6,2	6,3	8,7	6,2	7,7	8,5	9,4	9,2	7,0	6,2
México	3,8	4,0	3,0	3,3	3,1	2,9	2,9	3,0	3,3	3,5
Chile	2,1	4,4	4,1	3,3	4,4	4,2	4,1	3,9	3,8	3,3
Rusia	6,8	7,8	15,0	6,6	16,2	15,8	15,3	12,5	8,0	7,0
Turquía	7,5	8,9	7,3	6,5	7,5	7,7	7,5	6,6	6,5	6,2
Polonia	1,2	0,2	-0,4	1,7	-1,2	-0,8	-0,2	0,6	1,4	1,5
Sudáfrica	5,8	6,1	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	-2,3	2,4	3,5	2,5	3,5	3,5	3,6	3,2	3,2	2,6
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,1	1,3	0,2	0,2	1,0	1,4	2,7	0,5	0,6
Formación bruta de capital fijo	-3,7	3,4	5,9	4,3	6,1	6,1	6,0	5,5	5,1	4,1
Bienes de equipo	5,6	12,3	8,7	5,3	9,6	9,2	8,4	7,8	7,4	5,0
Construcción	-9,2	-1,4	5,0	3,7	5,0	5,1	5,4	4,7	3,9	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,2	3,3	2,3	3,1	3,3	3,3	3,5	3,1	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	4,8	6,0	5,0	6,0	3,4	4,9	5,9	5,9
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,7	5,8	5,3	7,0	7,2	3,5	5,5	6,3	5,2
Producto interior bruto	-1,2	1,4	3,1	2,7	2,7	3,1	3,4	3,4	3,1	2,7
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	22,4	20,8	23,8	22,4	21,6	21,7	22,0	20,7
Índice de precios de consumo	1,4	-0,2	-0,4	1,3	-1,0	-0,3	-0,4	0,1	1,3	0,8
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	0,5	1,6	1,0	-0,1	0,1	0,9	0,3	1,8
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,5	1,0	1,9	1,7	1,1	1,4	1,6	1,9	1,8	1,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	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	0,00	0,02	0,05	-0,01	-0,03	-0,02	-0,01	0,01
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,19	0,28	0,26	0,17	0,16	0,17	0,19	0,23
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,21	0,02	-0,18	-0,22	-0,24	-0,20	-0,13	-0,03
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,64	1,48	0,35	0,53	0,69	1,00	1,22	1,39
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	134,91	129,69	134,30	134,25	135,83	135,24	133,58	128,79
£/€	0,85	0,81	0,72	0,71	0,74	0,72	0,72	0,72	0,71	0,71
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	56,19	63,59	55,19	63,43	51,36	54,75	60,89	63,60
Brent (€/barril)	81,68	74,54	50,87	61,38	49,07	57,64	46,00	50,80	58,37	62,15

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · La incertidumbre, protagonista de la escena financiera global

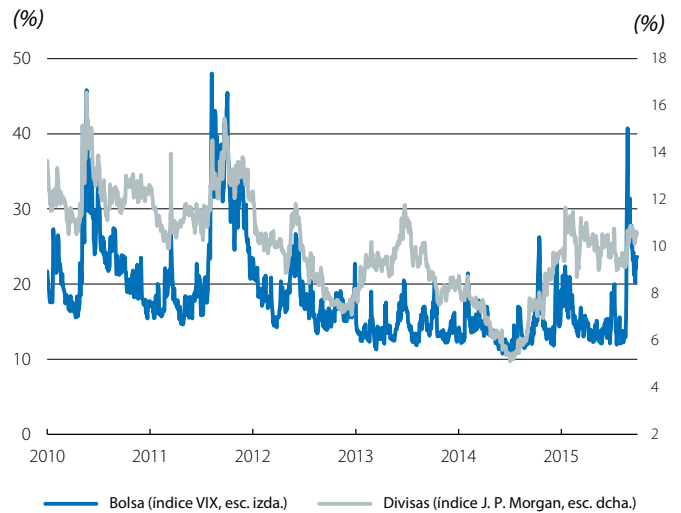
La persistencia de las dudas sobre la economía mundial prolonga la corrección más allá del verano. Las turbulencias en los mercados internacionales desencadenadas en agosto al hilo de la desaceleración en China y de la devaluación del yuan no se han desvanecido con la llegada del otoño. Las dudas en torno al crecimiento global se incrementaron ante la decisión de la Reserva Federal (Fed) de posponer el comienzo de la normalización de los tipos de interés. Paradójicamente, la cautela adoptada por la institución intensificó los temores sobre una brusca ralentización de la economía mundial. Por otro lado, el débil pulso de la actividad del bloque emergente, principalmente de China y Brasil, no ha contribuido a reforzar el optimismo entre los inversores. Además, los severos correctivos observados en sectores como el automovilístico y el minero-energético son un factor añadido a la inestabilidad generalizada de los mercados.

Entre tanto, los activos de riesgo en la eurozona han mostrado mayor resistencia, al calor de las sorpresas positivas de los indicadores de coyuntura y de los mensajes acomodaticios procedentes del BCE. Aunque la fragilidad del entorno global persistirá a corto plazo, la incidencia de las fuerzas que están detrás de la dinámica de *risk-off* tenderá a revertir. La constatación, más pronto que tarde, de que la economía mundial no se encamina hacia una fase de desaceleración pronunciada debe ser el revulsivo necesario. En paralelo, el inicio del ciclo alcista de los tipos de interés en EE. UU. cerrará uno de los principales focos de incertidumbre de los últimos años, más allá del desafío que plantea.

La Fed se muestra cauta ante las condiciones del entorno exterior y opta por esperar. La expectación en torno a si la Fed daría comienzo o no a la primera subida del tipo oficial en nueve años era elevada. Finalmente, los dirigentes de la autoridad monetaria decidieron permanecer a la espera, a causa, en gran parte, de las señales de debilidad de la economía china y de las tensiones estivales en los mercados financieros. Además, las previsiones de crecimiento e inflación fueron revisadas levemente a la baja, al igual que el nivel previsto del tipo *fed funds*. Así pues, la cautela mostrada por la institución y el hecho de que en su decisión se haya ponderado de forma significativa el factor exterior, en contraposición al proceder tradicional de la entidad, hicieron saltar las alarmas sobre un profundo deterioro del crecimiento mundial. Esta circunstancia se ha reflejado en un nuevo retraso de la expectativa de la primera subida del *fed funds*, prevista ahora para el mes de marzo. Con todo, la buena evolución de la economía norteamericana nos lleva a mantener nuestro escenario central sin cambios respecto al mes pasado: inicio de las subidas en diciembre y elevada gradualidad de las mismas después.

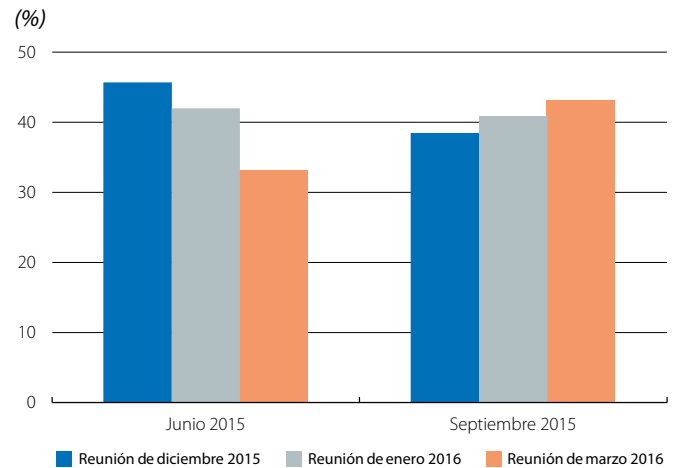
El castigo a los países emergentes con fundamentos económicos débiles se intensifica. La debilidad de las materias

Volatilidad implícita en los mercados financieros



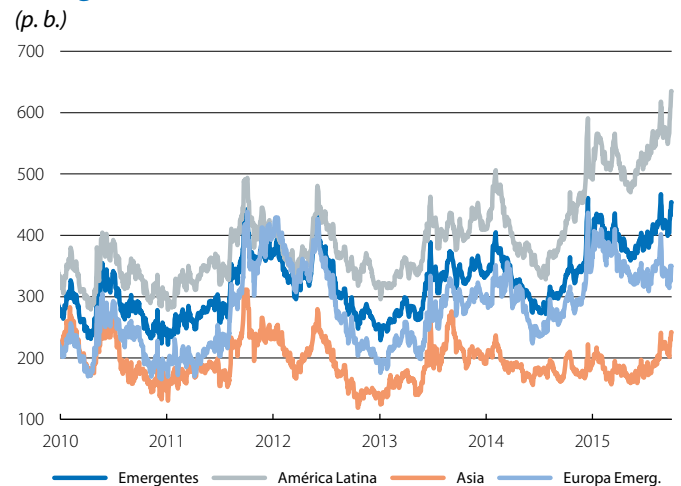
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



Nota: * Implícita en los futuros sobre el *fed funds rate*. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Spreads de los bonos soberanos de los países emergentes *



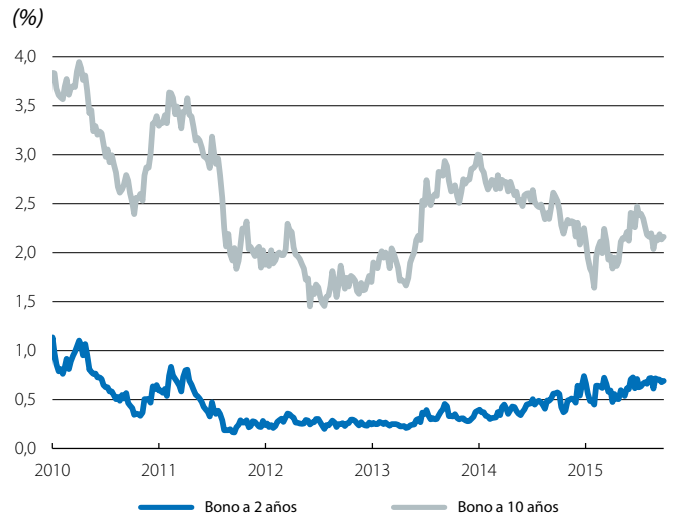
Nota: * Diferencial respecto a una cesta de bonos soberanos de EE. UU. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

primas, un entorno exterior menos favorable (normalización por parte de la Fed) y la desaceleración de la economía china forman una combinación muy nociva para el desempeño de los activos emergentes, en especial en aquellos países con desequilibrios internos de envergadura, como Turquía y Brasil. En este último caso, el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, la dificultad para controlar el desequilibrio de las finanzas públicas y la inestabilidad política han llevado a la agencia de calificación S&P a reducir el *rating* soberano hasta BB+ (que conlleva la pérdida del estatus de grado de inversión de la deuda brasileña). Además de Brasil y Turquía, otros países que se encuentran en una situación compleja son Rusia, Sudáfrica y Malasia. Aunque las diferencias entre las economías del bloque emergente son notables (la India constituye un claro ejemplo), el apetito inversor por los activos emergentes sigue retrayéndose. La depreciación de divisas como el real brasileño, la lira turca o el ringgit malasio y la continuidad del repunte de los respectivos *spreads* soberanos en las últimas semanas ponen de manifiesto esta circunstancia. Desde un punto de vista de fundamentos y largo plazo, las valoraciones de las bolsas y la deuda privada emergentes se sitúan en niveles razonablemente atractivos. Sin embargo, la ausencia de catalizadores positivos a corto plazo contribuirá a mantener las cotizaciones de dichos activos en cotas deprimidas.

El BCE centra la atención en reforzar su discurso acomodaticio tras los acontecimientos estivales. En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE mostró su determinación de emplear todas las herramientas a su alcance con el propósito de atajar eventuales riesgos procedentes de la desaceleración de la economía china y la volatilidad de los mercados. En concreto, Mario Draghi puso énfasis en la posibilidad de introducir ajustes en el programa de compra de bonos de la entidad (QE) si fuera necesario. De hecho, el presidente del BCE anunció que aumentaría del 25% al 33% el límite que pueden adquirir los bancos centrales de un solo bono. El tono contundente de Draghi estuvo justificado ante la revisión a la baja de las previsiones trimestrales de crecimiento e inflación de la institución. En este sentido, el mandatario europeo señaló que los riesgos sobre el cuadro macroeconómico de la región permanecen sesgados a la baja, particularmente en el caso de la inflación, a causa del desplome del petróleo. Aun así, a día de hoy, parece poco probable que el BCE opte por incrementar significativamente la escala y el alcance de sus medidas expansivas.

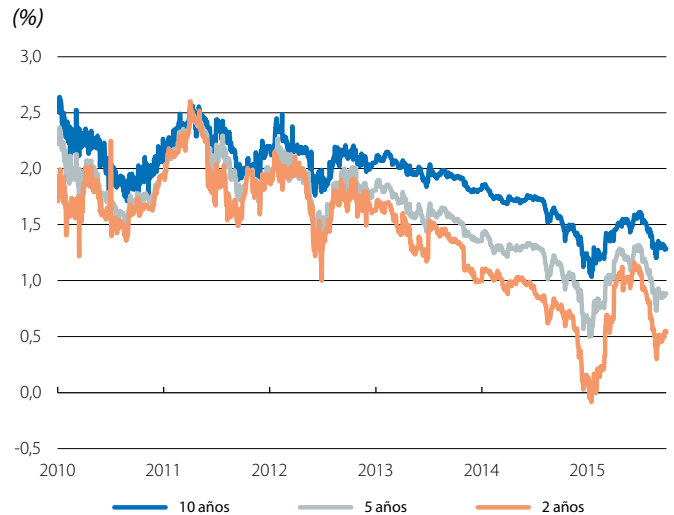
Los *treasuries* fluctúan al compás de los mensajes de la Fed. Los rendimientos de la deuda pública estadounidense tuvieron un comportamiento volátil tanto antes como después de la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 17 de septiembre. En el cómputo mensual, toda la curva de bonos ha descendido como reflejo de este nuevo escenario, reduciéndose los rendimientos a 10 y dos años hasta el 2,11% y 0,68%, respectivamente. La volatilidad también ha sido protagonista: mostró repuntes importantes en los días previos a la reunión y se estabilizó después en el tramo final de mes en niveles similares a los de principios de año.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



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

Eurozona: expectativas de inflación



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

La deuda periférica europea sigue a la americana y recela de la situación de la economía mundial. La deuda soberana europea ha atravesado un mes relativamente más tranquilo que su homóloga americana, aunque ha experimentado un repunte similar en los rendimientos, previo a la decisión de la Fed. Desde una perspectiva más amplia, los bonos soberanos europeos también han sido víctimas de la volatilidad generada por la incertidumbre sobre el crecimiento global. Sin embargo, el mensaje del BCE sobre una posible ampliación del programa de compra de bonos contribuyó a estabilizar las *yields* soberanas de la región. Por otro lado, la prima de riesgo española ha seguido distanciándose en sentido ascendente de la italiana, lo que posiblemente refleja el mayor riesgo político percibido por los inversores.

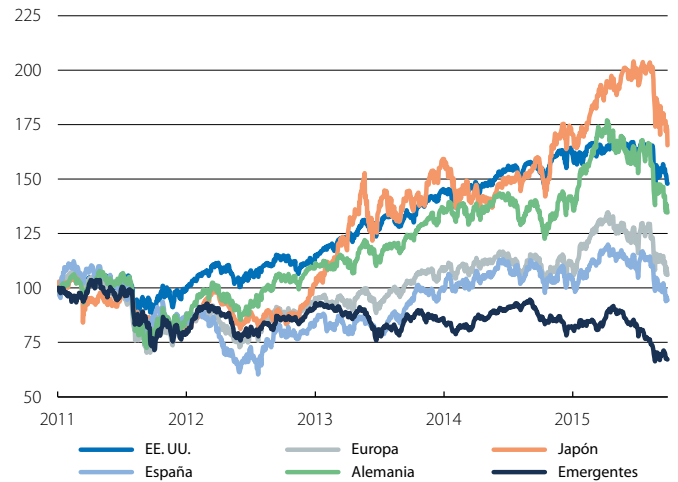
Continúa el particular viacrucis de las bolsas internacionales. Los mercados de acciones desarrollados han acusado la incertidumbre sobre el crecimiento mundial a raíz de la decisión de la Fed de posponer la primera subida del tipo oficial. Desde principio de mes, los parqués americano, europeo y británico habían conseguido apuntarse ganancias del 4,2%, 2,3% y 1%, respectivamente, antes de la decisión de la Fed. Pero la reversión de esta tendencia en la segunda mitad del mes ha terminado arrastrando a la mayoría de índices desarrollados. Estos acontecimientos han relegado a un segundo plano el flujo de noticias positivo de la actividad empresarial en Europa, cuyas perspectivas siguen mostrándose más favorables que en EE. UU.

El castigo ha sido particularmente severo en los sectores cíclicos. En concreto, el sector automovilístico y el minero-energético se han escrutado con lupa este mes. El primero se ha visto arrastrado a la baja por las noticias acerca de la manipulación de las emisiones contaminantes. Aunque en un principio esta circunstancia afectaba a la compañía implicada, sus efectos acabaron por extenderse al resto del sector automovilístico. En el caso del sector energético, la corrección de los últimos meses se ha intensificado ante el desplome de las acciones de una de las principales industrias del sector minero. Ambos desarrollos se han producido en un momento poco propicio para los mercados de renta variable. El recelo de los inversores para tomar posiciones en esta clase de activo no parece que vaya a disminuir a corto plazo, máxime ante las débiles perspectivas de beneficios corporativos en EE. UU.

El mercado de divisas, a merced de la subida de tipos y de la debilidad de las economías emergentes. El euro se ha mantenido ligeramente por encima de los 1,10 dólares, el límite inferior del intervalo de cotización prevaleciente del último año. No obstante, esperamos que la divisa europea siga debilitándose a medida que se vislumbren con mayor claridad los movimientos de la Fed. Entre las monedas del área emergente, los países exportadores de materias primas, como Brasil, México, Turquía y Sudáfrica, se han visto particularmente afectados por la debilidad del precio de estos bienes.

Principales bolsas internacionales

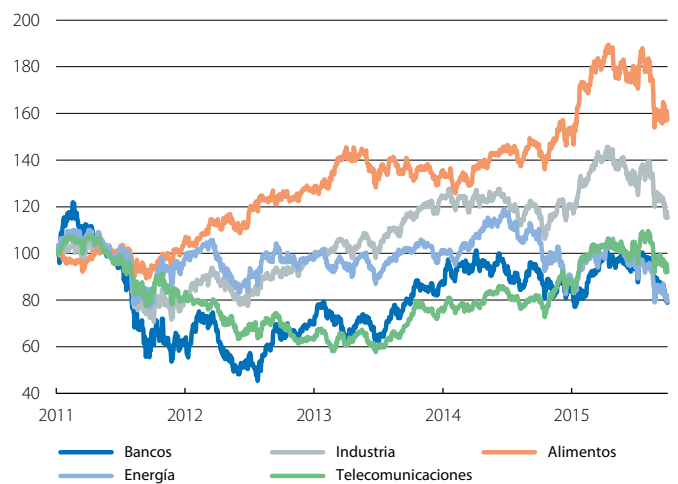
Índice (100 = enero 2011)



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

Eurozona: cotización bursátil por sectores

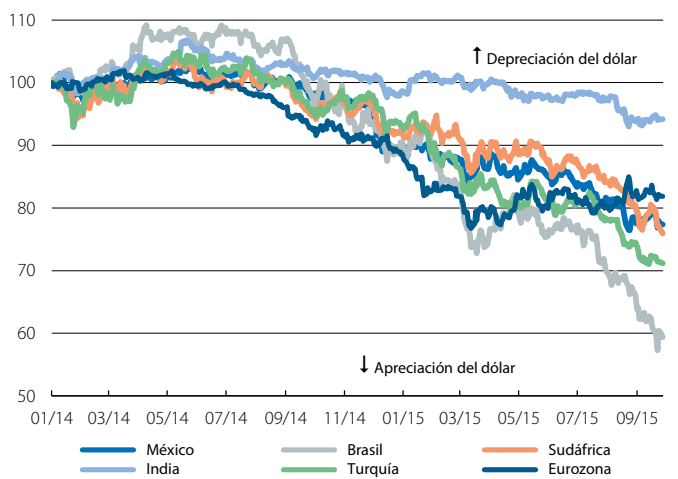
Índice (100 = enero 2011)



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

Evolución de diferentes divisas frente al dólar

Índice (100 = enero 2014)



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

FOCUS · El enigma de Greenspan diez años después

En 2005, el entonces presidente de la Reserva Federal (Fed), Alan Greenspan, tildó de enigmático el comportamiento de los tipos de interés de largo plazo durante el periodo de endurecimiento de política monetaria que estaba en curso. Las cifras fueron elocuentes: entre junio de 2004 y julio de 2006, la Fed incrementó el tipo rector en 4 p. p. para hacer más restrictivas las condiciones financieras y atajar el riesgo de sobrecalentamiento de la economía. Pero el tipo de la deuda soberana a 10 años apenas aumentó 0,3 puntos, de modo que uno de los principales canales de transmisión de la maniobra de frenada quedó neutralizado. La posible reaparición de este fenómeno, bautizado como «enigma de Greenspan» (*Greenspan's conundrum*), ha cobrado protagonismo ante el inminente inicio de la normalización de los tipos de interés oficiales en EE. UU.

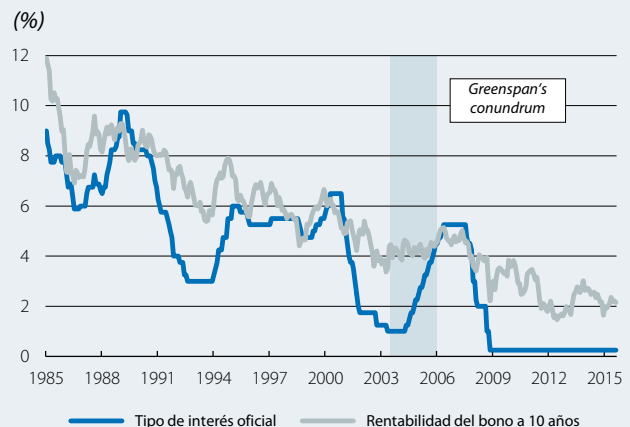
Conceptualmente, el tipo de interés de largo plazo, digamos 10 años (TLP), tiene tres componentes. Primero, el tipo real de corto plazo esperado por los agentes como promedio para los próximos 10 años (TRCPE). Segundo, las expectativas de inflación a largo plazo, 10 años, de dichos agentes (EILP). Y tercero, la prima de riesgo temporal exigida para invertir en bonos de vencimiento lejano en vez de hacerlo en bonos a corto con renovaciones sucesivas (PRT). Cuando el banco central modifica el tipo oficial de corto plazo (o comunica su estrategia y planes de política monetaria), cada uno de estos tres componentes es susceptible de moverse al alza o a la baja, bajo la influencia también, evidentemente, de otras fuerzas o *shocks*. En los procesos de endurecimiento monetario de la Fed en 1988, 1994 y 1999, el TLP evolucionó al alza con nitidez, empujado tanto por el TRCPE (porque los agentes asumieron el mensaje de que la Fed pretendía y podía mantener un nivel más alto para el tipo a corto plazo) como por la PRT (ante una mayor incertidumbre sobre el nivel y la volatilidad de los tipos de corto plazo venideros). El componente EILP habría ido en sentido bajista (a la vista de una Fed comprometida en la lucha contra la inflación), pero con menor influencia debido al propio anclaje de expectativas derivado del establecimiento de objetivos creíbles de inflación.

La fase de endurecimiento monetario de 2004 truncó la pauta de las anteriores. Pese a las rápidas subidas del tipo oficial, el TLP prácticamente no se movió. Diversos estudios han mostrado que el componente discordante con los ciclos previos fue la PRT, que en esa ocasión descendió sensiblemente (del orden de 1 p. p.), contrarrestando la subida que, ajustándose al guion, experimentó el TRCPE (mientras que las EILP se mantenían estables). El enigma de Greenspan fue, por tanto, el enigma de la prima temporal, una variable cuya importancia crece cuando se acentúan las imperfecciones del mercado (los límites al arbitraje entre plazos). Las fuerzas fundamentales que explican aquella caída de la prima temporal son, ahora, bien

conocidas: exceso de ahorro global, acumulación de reservas por los bancos centrales de numerosos países, búsqueda de activos seguros y, fruto de todo ello, fuerte demanda de bonos de largo plazo del Tesoro de EE. UU. (*treasuries*), que no se trasladó a los plazos más cortos.

Diez años después, buena parte de esos factores de tipo estructural siguen vigentes, lo que invita a pensar que tenderán a contrarrestar la presión al alza sobre el TLP que ejercerán las fuerzas del ciclo económico-monetario. La paulatina reducción de la tasa de crecimiento potencial de la economía norteamericana, la persistencia de la abundancia global de ahorro, la demografía y el envejecimiento de la población en los países avanzados y la escasez de activos considerados seguros seguirán limitando el alcance de eventuales alzas del TLP, a través de presiones a la baja sobre el TRCPE y la PRT. El pronóstico de los agentes del mercado de *treasuries* parece ir en esa línea a juzgar por el escenario implícito en la curva de tipos actual, según el cual el TLP mostrará alzas de escasa envergadura en los próximos años, a pesar de las actuaciones de la Fed, y la curva de deuda se aplanará considerablemente. No obstante, esta visión del mercado sobre la evolución del TLP omite dos elementos cruciales. Primero, la EILP que hoy tienen los inversores en bonos es exigua, y esta percepción puede revertir de forma abrupta ante eventuales sorpresas al alza en los indicadores de precios y salarios, lo que desencadenaría repuntes bruscos del TLP. Segundo, la disponibilidad de la Fed para vender los 4 billones de dólares de bonos que posee en cartera, circunstancia que podría elevar notablemente la PRT. En este sentido, destacados miembros de la Fed han advertido en diversas ocasiones que la entidad adoptará una estrategia de normalización más agresiva si el TLP no evoluciona al alza. Es decir, parece poco probable que asistamos en el futuro a un «enigma de Yellen».

EE. UU.: tipo oficial de la Fed y rentabilidad del bono a 10 años



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

FOCUS · La estrategia *risk parity* y la estabilidad financiera

La estrategia de inversión *risk parity* (paridad riesgo) ha acaparado gran atención recientemente por haber sido responsabilizada de la inusual volatilidad de los mercados, tanto en las ventas de deuda como en la bolsa china. Esta estrategia está abanderada por Bridgewater y AQR Capital, dos de los principales fondos del mundo, y pretende conseguir rendimientos similares a los de la renta variable, pero a través de un perfil de riesgo más parecido al de la renta fija, con un horizonte a largo plazo y en cualquier entorno financiero.

Para ello, la estrategia asigna el peso de cada activo en cartera con el fin de alcanzar la máxima diversificación de riesgo, en vez del tradicional reparto que optimiza el binomio rendimiento-riesgo. Así, la contribución de cada activo a la volatilidad (el riesgo) total de la cartera es precisamente la misma, lo que supone que el peso de la renta variable es significativamente menor que el de la renta fija. Sin embargo, para impedir que esto lastre el rendimiento total de la cartera, se recurre al apalancamiento. Como sucede con otras estrategias, el riesgo asociado a este endeudamiento se refleja en el riesgo total de la cartera. Pero, al tener un peso en renta fija mayor que otros estilos de inversión, el aumento total del riesgo es menor gracias a la mejor diversificación. En cualquier caso, este apalancamiento no está, en promedio, por encima del apalancamiento del resto de la industria. De hecho, la paridad riesgo necesita menos apalancamiento para lograr la misma rentabilidad ajustada por riesgo que otras estrategias menos diversificadas.

Su historial de resultados es superior al de otras estrategias. Russell Investments y el CFA Institute muestran que, para horizontes de inversión a medio y largo plazo, la paridad riesgo obtuvo rendimientos consistentemente mayores que la tradicional 60/40 (60% de renta variable, 40% de renta fija) o que la estrategia de asignar pesos por capitalización. El volumen de activos gestionados por fondos de paridad riesgo ha aumentado de manera considerable hasta alcanzar, en la actualidad, los 1,4 billones de dólares, incluyendo el valor del apalancamiento (según J. P. Morgan). Aunque cada vez más inversores (también institucionales) están adoptando esta práctica, es importante matizar que solo supone el 3,26% del total de los activos de riesgo en el mercado en 2013, mientras que la industria de los ETF (*exchange-traded funds*) representa unos 3 billones de dólares, el 6% del total de activos de riesgo.

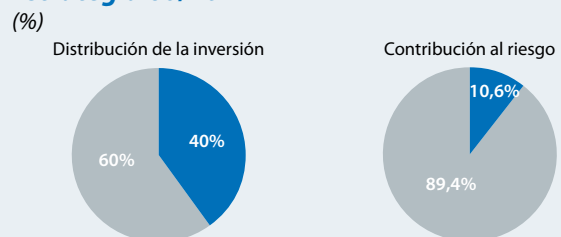
Aun así, las críticas apuntan a que estas cifras pueden subestimar la importancia real de la paridad riesgo. Argumentan que su estilo de recomposición de cartera, con reglas automáticas que preservan la contribución equitativa al riesgo total, puede generar órdenes de venta a alta velocidad con efectos de retroalimentación. De esta manera, le atribuyen la responsabilidad tanto de la volatilidad en los mercados de deuda alemana y norteamericana

del pasado mayo como de la excesiva corrección de la renta variable global de este verano. No obstante, análisis recientes de J. P. Morgan han mostrado que la magnitud de las posiciones en bolsa de los fondos paridad riesgo es, por construcción de cartera, de cuantía muy limitada, y que solo se redujeron ligeramente durante aquellos episodios. Fueron otros fondos de gestión más activa los que llevaron a cabo el mayor reposicionamiento.

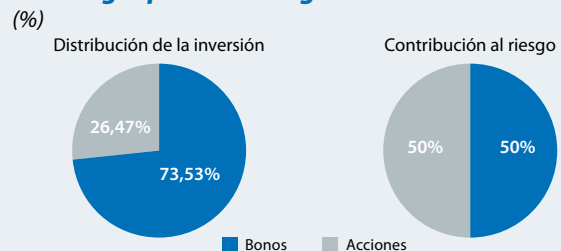
A los argumentos ya recabados, cabe añadir que, en muchos escenarios, las órdenes de venta probablemente serían las mismas que darían los fondos de gestión activa, y se debería tener la capacidad de cuantificar la contribución a la inestabilidad financiera de unos y otros. En cualquier caso, el tamaño de las exposiciones de la paridad riesgo (incluso con apalancamiento) no parece suficiente para causar impactos de magnitud. Además, su recomposición de cartera responde a objetivos a largo plazo, más que a movimientos cortoplacistas. Por último, se trata de una estrategia pasiva, que busca ser eficiente en su exposición al mercado y que, por tanto, necesita limitar la frecuencia de reposicionamiento para contener los costes de transacción.

La atención ahora se centra en la próxima subida de tipos de la Fed, que podría representar la prueba de fuego para los fondos paridad riesgo y determinar su papel en la estabilidad financiera global: con gran exposición en renta fija, un escenario de normalización monetaria podría reducir de manera significativa la valoración de su cartera de deuda y afectar a su volatilidad. Ello provocaría las correspondientes órdenes de venta, a lo que se añadiría el ingrediente de una menor liquidez en el mercado de bonos, lo cual aportaría el marco en el que observar hasta qué punto se podría generar volatilidad.

Estrategia 60/40 *



Estrategia paridad riesgo



Nota: * 60% en acciones, 40% en bonos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Kazemi, H. (2012) «An Introduction to Risk Parity», *Alternative Investment Analyst Review*, 1.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-sep	31-ago	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	-0,04	-0,03	-1	-11,8	-12,3
Euríbor 12 meses	0,14	0,16	-2	-18,5	-19,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,27	-0,23	-4	-20,6	-21,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,25	-0,20	-5	-15,2	-16,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,59	0,80	-21	4,9	-35,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,89	2,11	-22	27,9	-25,0
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	131	131	-1	23,5	11,2
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,33	0,33	0	7,4	9,5
Líbor 12 meses	0,85	0,84	1	22,1	27,1
Deuda pública a 1 año	0,31	0,38	-7	9,7	21,4
Deuda pública a 2 años	0,63	0,74	-11	-3,5	6,3
Deuda pública a 10 años	2,04	2,22	-18	-13,1	-44,9

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-sep	31-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	91	71	20	28,1	28,4
Itraxx Financiero Sénior	96	81	15	28,3	32,1
Itraxx Financiero Subordinado	194	163	31	45,3	102,0

Tipos de cambio

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,118	1,121	-0,3	-7,6	-11,5
¥/€	133,990	135,900	-1,4	-7,5	-3,2
£/€	0,739	0,731	1,1	-4,9	-5,2
¥/\$	119,880	121,230	-1,1	0,1	9,3

Materias primas

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	403,1	406,3	-0,8	-7,9	-14,8
Brent (\$/barril)	47,1	51,3	-8,1	-15,5	-49,4
Oro (\$/onza)	1.115,1	1.134,8	-1,7	-5,9	-7,7

Renta variable

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	1.920,0	1.972,2	-2,6	-6,7	-2,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.100,7	3.269,6	-5,2	-1,5	-3,9
Ibex 35 (España)	9.559,9	10.259,0	-6,8	-7,0	-11,7
Nikkei 225 (Japón)	17.388,2	18.890,5	-8,0	6,7	7,5
MSCI emergentes	792,1	818,7	-3,3	-17,2	-21,2
Nasdaq (EE. UU.)	4.620,2	4.776,5	-3,3	-2,4	2,8

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

COYUNTURA · Incertidumbre en las economías emergentes, expansión en las avanzadas

La economía mundial va camino de crecer un 3,2% en 2015. A falta de tres meses para cerrar 2015, se confirma que el crecimiento será algo menor en este ejercicio que el experimentado en 2014 y que se sitúa notablemente por debajo de las expectativas manejadas en diciembre de 2014. El factor principal que explica este comportamiento es el progresivo empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes. Esta dicotomía entre unas economías avanzadas que se aceleran y unos emergentes que pierden tracción ha tendido a ensancharse durante el verano.

EMERGENTES

Sensible empeoramiento de las perspectivas de los emergentes, en especial de China. Durante los últimos meses, la incertidumbre sobre la evolución de las economías emergentes se ha incrementado. Si en primavera el centro de atención era una serie limitada de economías que se consideraban problemáticas, como Rusia, Brasil, Turquía o Sudáfrica, ahora la preocupación se ha extendido a China. Atendiendo a la importancia del país y a sus significativos vínculos globales, la cuestión se explora en detalle en el Focus «China: vuelven las dudas». Reconocemos que los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía asiática han aumentado. Pero a diferencia de otros analistas que ponen el foco de atención en la ralentización excesiva de algunos indicadores de actividad, nuestra preocupación se ha incrementado ante las recientes y confusas actuaciones del Gobierno del país. Los acontecimientos del verano han puesto de relieve la dificultad a la que se enfrenta el Ejecutivo entre favorecer una economía con un mayor protagonismo de las fuerzas del mercado, con claros beneficios a largo plazo, y la costumbre de intervenir con contundencia ante cualquier signo de desaceleración.

Dos emergentes con problemas propios: Rusia y Brasil. Aunque ambas economías llevan meses registrando una notable pérdida de actividad y una acumulación de dificultades políticas (de carácter geopolítico en Rusia, de política interna en Brasil), en los últimos meses la situación se ha erosionado adicionalmente. En el caso ruso, junto con el empeoramiento de la recesión (recordemos que el PIB cayó un 4,6% interanual en el 2T, frente al descenso del 2,2% del 1T), preocupa la escalada de la inflación, que se ha situado en el 15,8% interanual en agosto, de la mano de una depreciación del rublo del 40% en el último año. Los indicadores sugieren que ambas tendencias (debilidad de la actividad, fuertes tensiones inflacionistas) se mantendrán en el 3T sin apenas paliativos.

Brasil acumula excesivos frentes abiertos. Por un lado, la recesión se está agravando (el PIB cayó un 2,6% interanual en el 2T, frente al descenso del 1,9% del 1T). Por otro lado, los desequilibrios macroeconómicos no se corrigen: la inflación escaló hasta

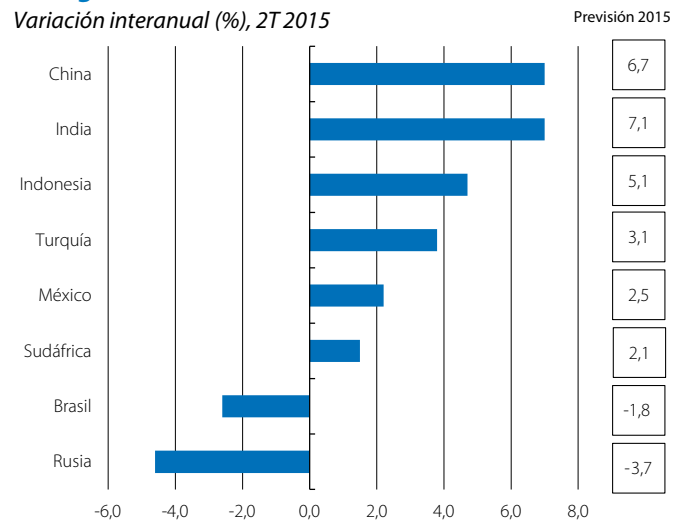
Previsiones del crecimiento del PIB por regiones (%)

	Previsión 2015		Previsión 2016
	Dic. 2014	Actual	Actual
Mundo	3,9	3,2	3,7
Principales economías emergentes Rusia, China, India, Brasil, México, Polonia y Turquía	5,4	4,7	4,7
Principales economías avanzadas EE. UU., Japón, Reino Unido y eurozona	2,1	1,9	2,1

Fuente: CaixaBank Research.

Emergentes: PIB

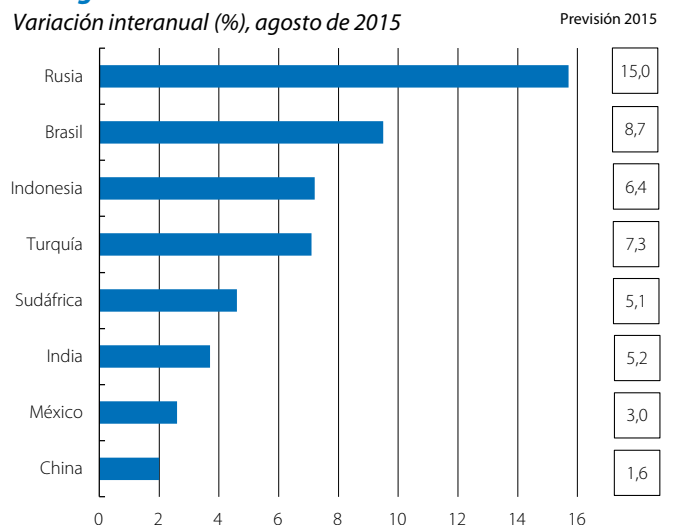
Variación interanual (%), 2T 2015



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los Institutos Nacionales de Estadística.

Emergentes: IPC

Variación interanual (%), agosto de 2015



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los Institutos Nacionales de Estadística.

el 9,5% interanual en agosto, mientras el déficit corriente ascendía al 4,3% del PIB en el 2T. Finalmente, la desafección política en el país no remite y, en ese contexto, la política económica afronta fuertes exigencias. Mientras el banco central trata de contener la espiral inflacionista mediante un agresivo aumento del tipo de interés (que ha pasado del 11,0% al 14,25% en un año), el Gobierno intenta reconducir la política fiscal excesivamente laxa de los últimos años mediante un ajuste fiscal ambicioso, pero de cumplimiento incierto dado el empeoramiento económico. La necesidad de acometer un nuevo ajuste en 2016, ya anunciado, topará probablemente con la dificultad de implementarse en un contexto recesivo y con la necesidad de disponer de la aprobación del Congreso (una condición que no puede darse por descontada). Precisamente, estas dificultades de implementación de la política fiscal han sido esgrimidas por la agencia de rating S&P para rebajar la calificación crediticia por debajo del *grado de inversión* por primera vez desde 2008.

América Latina y Asia oriental, regiones emergentes bajo escrutinio. Aunque una parte de los problemas de Brasil son idiosincráticos, el impacto negativo de la caída de los precios de sus materias primas por la debilidad de la demanda de otros emergentes (en especial, de China) es compartido por gran parte de los países de América Latina. La relativa salvedad es México, que compensa el descenso de los precios internacionales del petróleo con su estrecha vinculación con EE. UU., un país que circula por una clara senda de expansión. Aunque con una intensidad menor, las perspectivas de Asia también se están ajustando a la baja. En esta región, la excepción es la India, que se mantiene en la zona de crecimiento del 7%. Con todo, incluso en ese caso, el banco central ha optado por aprovechar la inflación contenida y rebajar inesperadamente el tipo de referencia, del 7,25% al 6,75%, en septiembre.

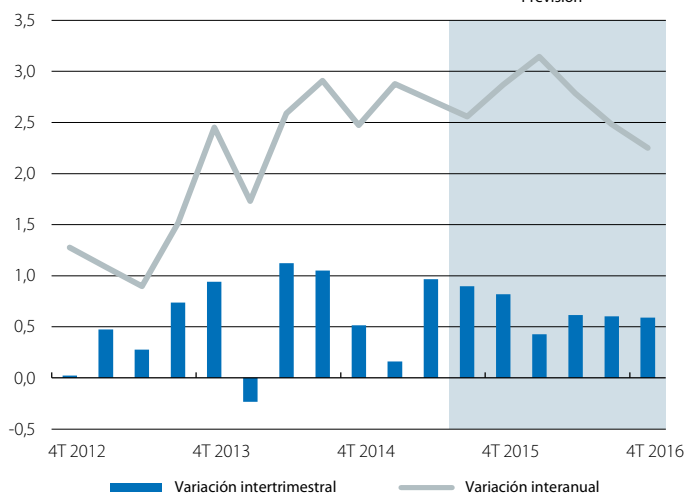
ESTADOS UNIDOS

Se confirma el fuerte crecimiento de EE. UU. en el 2T. Según la última revisión del PIB que realizó el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense avanzó un 1,0% intertrimestral en el 2T (2,7% interanual), una aceleración notable respecto al ritmo del 1T (0,2% intertrimestral). Dado que el año arrancó de forma atípicamente débil por causa de factores puntuales como el mal tiempo y la huelga portuaria, más allá del «efecto rebote» esperable en el 2T, cabe preguntarse cuáles son las tendencias de fondo de la economía estadounidense. Si se toman las cifras de avance interanual, que registran mejor dichas tendencias, se constata que el componente clave de la recuperación está siendo el consumo privado, que lleva cuatro trimestres consecutivos creciendo en la zona del 3,0%-3,3% interanual. A este elemento central se ha sumado la clara recuperación de la inversión residencial. Por el contrario, la dinámica subyacente de la inversión no residencial es de desaceleración, mientras el sector exterior está restando algo más de crecimiento en los últimos trimestres.

El consumo seguirá siendo el puntal de la expansión. Partiendo de estas tendencias, ¿qué cabe esperar para los próximos trimestres? Nuestro escenario central mantiene como factor

EE. UU.: PIB

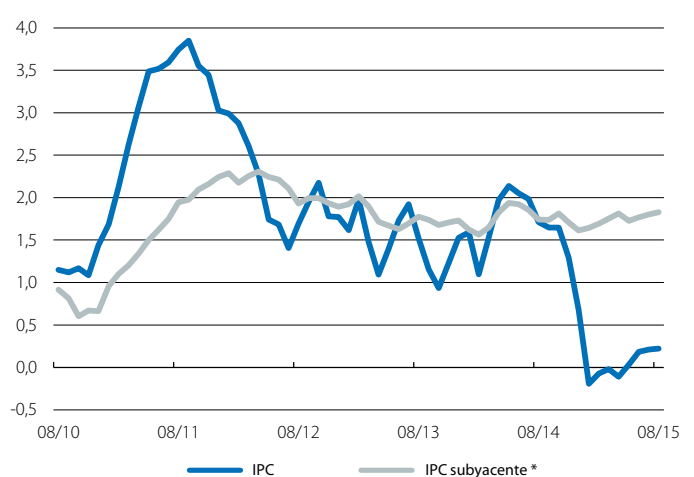
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: IPC e IPC subyacente

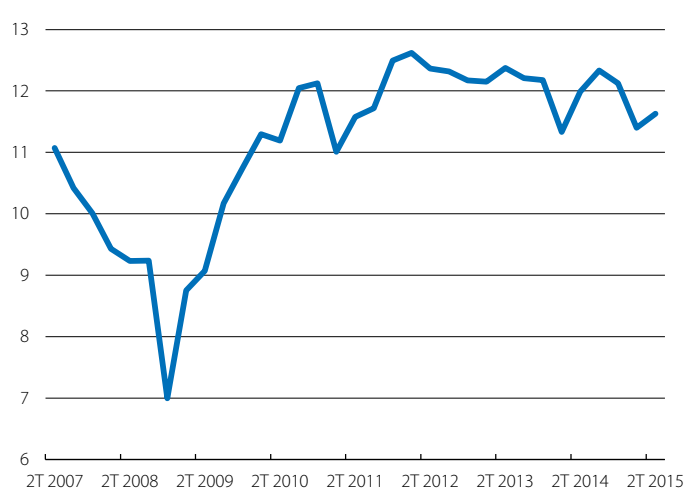
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: beneficios empresariales

(% del PIB)



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

esencial el dinamismo del consumo, puesto que los principales factores que explican las decisiones de gasto de los hogares están bien alineados. En particular, el consumo se está viendo apoyado por la triple conjunción de una fuerte creación de empleo (con la salvedad del dato de agosto, algo más débil, desde enero cada mes se han creado 212.000 empleos en promedio), unas condiciones financieras muy acomodaticias y la ausencia de tensiones inflacionistas (el IPC avanzó un mínimo 0,2% interanual en agosto). Por el momento, los indicadores conocidos de consumo del 3T (en particular, la confianza del consumidor) avalan que el consumo seguirá siendo fuerte.

La inversión se mostrará más alegre. Las perspectivas de la inversión residencial son claramente expansivas. Preveemos que la senda de recuperación ya vislumbrada tendrá un claro recorrido por delante, como apuntan indicadores anticipados como el de las viviendas iniciadas. Creemos que incluso la inversión no residencial mejorará en los próximos trimestres, porque el debilitamiento actual se debe, en parte, a la fuerte acumulación previa (y, por tanto, es un factor que perderá importancia con el tiempo). Asimismo, otros factores de apoyo de fondo seguirán siendo favorables: un nivel de beneficios alto (aunque se verá parcialmente afectado por el impacto de la revaloración del dólar), unas buenas perspectivas de la demanda y unas condiciones financieras favorables. Precisamente en este último ámbito, cabe mencionar que la Fed ha optado por mantener sin cambios su tipo de referencia y ha sugerido que el aumento, el primero desde 2004, tendrá lugar antes de finales de año (calendario que coincide con nuestro escenario, que prevé una subida en diciembre, con efectos en enero).

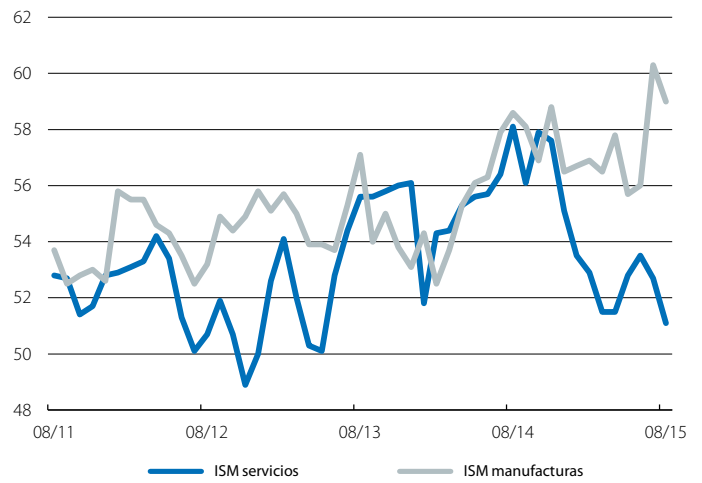
JAPÓN

Japón acelerará el paso en los próximos meses. Tras un primer semestre algo peor de lo esperado, las previsiones que se manejan apuntan a una segunda mitad de año con un crecimiento más robusto. Un factor clave en este escenario es la expectativa de un pulso del consumo privado algo más vivo, alentado por el mayor poder adquisitivo que genera la caída de la inflación como consecuencia de la evolución de los precios energéticos. A pesar de este efecto positivo de la contención inflacionista, es importante recordar que dicha contención complica los objetivos de la política económica de acelerar el crecimiento nominal. Asimismo, otro riesgo que se añade al escenario de recuperación proviene del sector exterior, ya que, a pesar de la debilidad del yen, están disminuyendo las exportaciones a EE. UU. y especialmente a China (ambos países representan un 37,4% del total de exportaciones niponas).

Mejora el pulso de las grandes empresas. Como atestigua el indicador de confianza empresarial Tankan, las grandes empresas mejoraron en el 2T, rompiendo con más de un año de estancamiento. Aunque este tipo de empresas se está beneficiando del debilitamiento del yen, cabe señalar que un yen barato no es igual de favorable para el resto de la economía. En particular, puede poner en apuros a las pequeñas y medianas empresas, que son importadoras de bienes intermedios y que, por tanto, afrontan precios exteriores más elevados.

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial

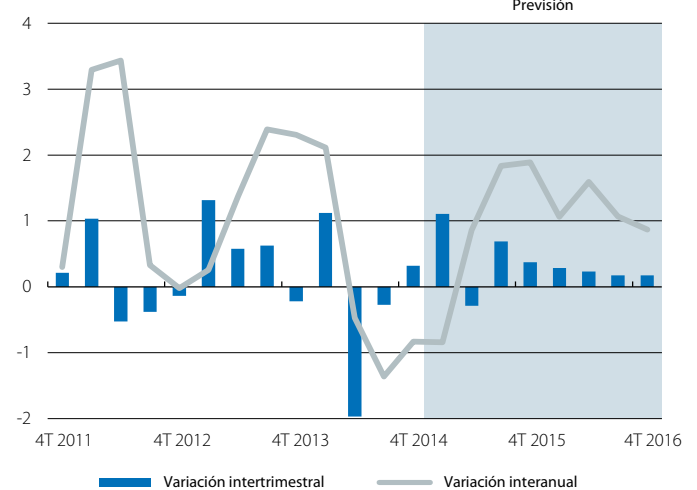
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

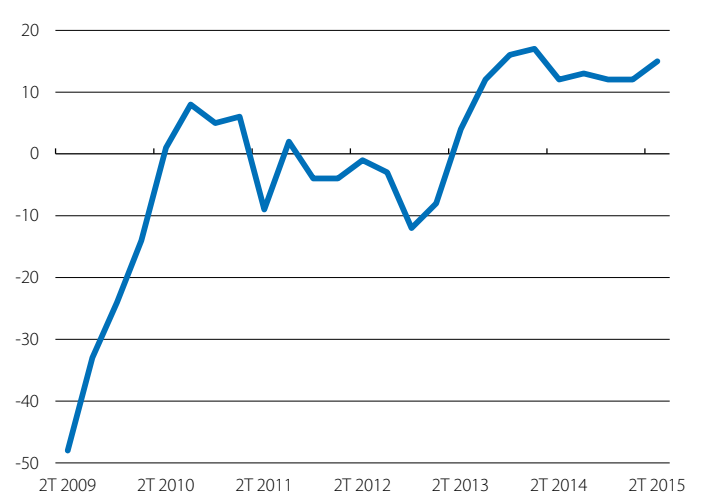
Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y Comunicaciones.

Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan)

Valor



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

FOCUS · China: vuelven las dudas

Desde mediados del verano han proliferado las noticias que vuelven a poner en duda la capacidad de la economía china de llevar a cabo un aterrizaje suave. El gigante asiático se encuentra inmerso en un profundo proceso de transformación económica, con el que pretende reducir el peso de la inversión y la exportación, y aumentar el del consumo y del sector servicios. Aunque se espera que esta difícil transición conlleve un menor crecimiento, a medida que este ha ido a menos en los últimos trimestres, los desequilibrios macroeconómicos han ido a más.¹ Hasta el verano, la rápida y acertada gestión de la política económica del Ejecutivo chino mantuvo a raya los temores sobre un posible aterrizaje brusco de la economía. Sin embargo, una serie de factores han vuelto a avivar el debate.

La primera cuestión que ha puesto en duda la solidez del crecimiento económico chino son los datos de actividad publicados. A pesar de que algunos indicadores han sido positivos, se ha tendido a dar más peso a los que muestran una evolución más débil de la economía (el índice PMI de manufacturas y el índice de producción industrial) y se ha ignorado el hecho de que las ventas minoristas y el avance del PIB del 2T se han situado ligeramente por encima de lo previsto. También se ha obviado la positiva evolución del mercado laboral: en el primer semestre del año se crearon 7,2 millones de puestos de trabajo, en consonancia con los 7,4 millones que se generaron durante el mismo periodo de 2014.² Cabe matizar que el crecimiento del consumo de electricidad sufrió una fuerte desaceleración en los últimos meses, pero esta serie es más errática y, por tanto, los movimientos de corto plazo deben interpretarse con cautela. En definitiva, la visión de conjunto suaviza el alarmismo de muchas lecturas, aunque no hay duda de que los riesgos a la baja han aumentado.

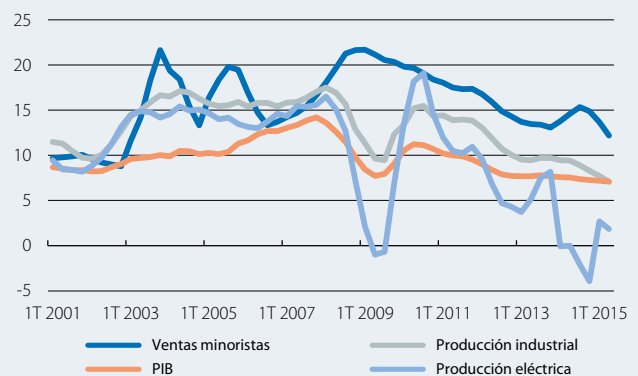
El segundo elemento discordante han sido los acontecimientos en el plano financiero, aunque también en este caso son importantes los matices. Por ejemplo, la caída de la bolsa, del 40% durante el pasado verano, se produjo después de un fuerte rally bursátil (del 140% entre agosto de 2014 y junio de 2015). Además, es preciso tener en cuenta que el peso de la bolsa es muy limitado en la economía china y que su volatilidad se ve exacerbada por la elevada presencia de inversores minoristas (en torno al 80%).

Finalmente, el tercero de los factores que ha generado cierta confusión en los últimos meses han sido las decisiones de política económica que han tomado las autoridades chinas. Concretamente, los episodios del verano han puesto de relieve la creciente tensión por parte del Ejecutivo entre favorecer una economía con un mayor protagonismo de las fuerzas del mercado, con claras ventajas a

largo plazo, y el hábito de actuar con contundencia ante cualquier viso de desaceleración económica. Por ejemplo, en el ámbito monetario, si a mediados de agosto el Gobierno anunciaba que la cotización del renminbi estaría respaldada por una mayor influencia del mercado, lo cual en ese momento comportó una depreciación de la moneda del orden del 3% frente al dólar, a los pocos días medió categóricamente para frenar la aceleración de las salidas de capital (limitadas, eso sí, dado el restringido grado de apertura de la cuenta financiera). En la misma línea, los recortes del tipo de interés y el coeficiente de caja para apoyar la ralentización no favorecen la contención del crédito. En el frente fiscal, no son menos los malabarismos. El mayor gasto en infraestructuras anunciado recientemente, aunque en la dirección correcta para asegurar un aterrizaje suave, se olvida de la necesidad de sanear las finanzas públicas y de abandonar el modelo inversor del pasado. Así pues, y a pesar del éxito que seguimos atribuyendo a China en su voluntad de convertirse en una economía más moderna, los riesgos de desviarse han aumentado.

China: PIB, producción industrial y ventas minoristas

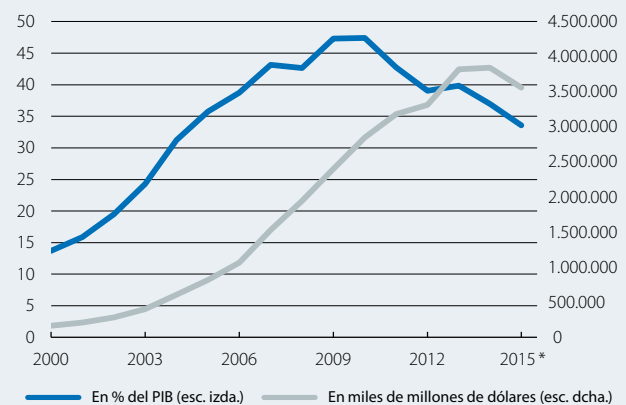
Promedio de los cuatro últimos trimestres, variación interanual (%)



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

China: reservas internacionales

(% del PIB) (Miles de millones de dólares)



Nota: * 2015: dato hasta agosto estimado.

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

1. Véase el Focus «¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?», publicado en el IM06 2015.

2. Véase Lam, M. R. W., Liu, X. y Schipke, M. A. (2015), «China's Labor Market in the New Normal» (No. 15-151), International Monetary Fund, para un análisis de la robustez del mercado laboral chino.

FOCUS · Irán y su posible nuevo papel en el mapa petrolero

El acuerdo nuclear firmado el 14 de julio entre Irán y los cinco miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas más Alemania, estipula que el país reduzca sus existencias de uranio enriquecido en un 98% en 15 años y su capacidad de enriquecerlo en dos tercios en 10 años. A cambio, se levantarán todas las sanciones impuestas por su programa nuclear, lo que le permitirá exportar petróleo a mercados hasta ahora restringidos, como la UE. En las primeras semanas de septiembre, el presidente de EE. UU., Barack Obama, se aseguró los apoyos suficientes en el Senado para sacar adelante la ratificación del acuerdo.

Las consecuencias potenciales de la vuelta del petróleo iraní a los mercados occidentales pueden ser significativas: Irán es el séptimo productor mundial, con 3,4 millones de barriles diarios (MBD) de crudo de un total global de 93 MBD en 2014; ocupa la cuarta posición en niveles de reservas, por detrás de Venezuela, Arabia Saudí y Canadá; y se encuentra en el grupo de los productores de más bajo coste.

En este contexto, y según estimaciones del Gobierno iraní, el levantamiento de las sanciones puede suponer un aumento de la producción mundial de 1,1 MBD ya en 2016. Un aumento que sin duda se verá favorecido por la mejora de la capacidad financiera del país, que recuperará el acceso a los activos que tenía bloqueados en el extranjero, y por el esperado incremento de las inversiones extranjeras. No en vano numerosas petroleras foráneas ya han mostrado un gran interés por el país. Así, el Gobierno espera alcanzar a medio plazo una producción total de 5 MBD, una cifra que no parece exagerada si se tienen en cuenta los 6 MBD que Irán producía en la década de 1970. En cuanto al impacto que pudiera derivarse del aumento de la producción iraní, solo hace falta percatarse de que, desde que Arabia Saudí iniciara en 2014 su estrategia de no ceder cuota de mercado, la oferta mundial de crudo se ha incrementado en torno a los 1,4 MBD. Las repercusiones de la manobra sobre el precio del crudo son de sobra conocidas.¹

Aunque la materialización del potencial petrolero del país presenta ciertos riesgos, parecen manejables. Desde el punto de vista macroeconómico, el recrudescimiento de las sanciones internacionales en 2012 y la reforma sobre los subsidios energéticos y alimentarios iniciada a finales de 2010, que situó la inflación en cotas superiores al 30%, han empujado la economía a una etapa de estanflación. El FMI estima que el país crecerá un reducido 0,6% en 2015 y los precios, un 16,5%. Este deterioro de las tasas de crecimiento se ha reflejado tanto en el saldo fiscal, que ha pasado de un superávit cercano al 3% del PIB en 2010 a un déficit estimado del 2,4% en 2015, como en el saldo corriente, que se ha reducido en casi 5 puntos del PIB hasta

1. El aumento de oferta ha sido consecuencia del incremento de la producción de Arabia Saudí, pero también de otros países, como Irak.

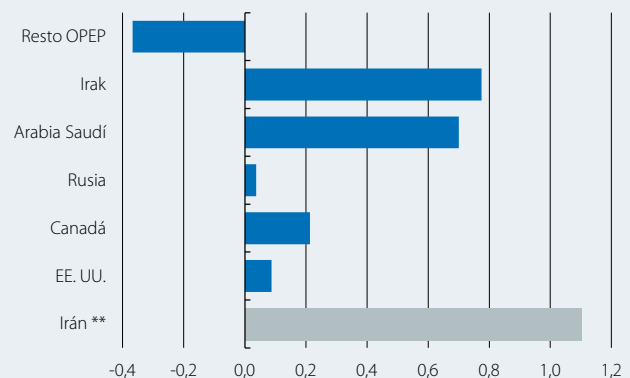
el +0,8% previsto en 2015. La buena noticia en este aspecto es que la implementación del acuerdo nuclear aumentaría las exportaciones energéticas de Irán de forma prácticamente inmediata, lo que mejoraría su panorama macroeconómico con relativa celeridad.² Asimismo, el empeoramiento fiscal de los últimos años no entraña un riesgo significativo, habida cuenta de que la deuda pública del país se sitúa en un contenido 11,8% del PIB, en consonancia con las economías del golfo Pérsico.

A nivel institucional también se deben afrontar ciertos retos. Así, el índice Ease of Doing Business elaborado por el World Bank, que clasifica las economías según la facilidad para hacer negocios en ellas, sitúa a Irán en el puesto 130 de un total de 189 países, lejos, por ejemplo, de la posición 49 que ocupa Arabia Saudí. Sin embargo, el establecimiento de un nuevo contrato para la explotación de los recursos energéticos, el Integrated Petroleum Contract, previsto para finales de 2015, es un paso importante en la mejora de las condiciones para los inversores extranjeros. Dicho contrato, aparte de alargar la duración permitida de explotación del recurso, amplía las fases de implicación de los inversores extranjeros, lo que aumentará la rentabilidad de las inversiones y, por tanto, su atractivo.

Por último, en el ámbito externo hay cierto nerviosismo ante la oposición al acuerdo manifestada por Israel y Arabia Saudí, dos aliados estratégicos de EE. UU., y por algunos políticos norteamericanos, entre ellos algunos candidatos a la campaña presidencial de 2016. Sin embargo, la avanzada fase en la que se encuentra el acuerdo, y el elevado compromiso que el propio Obama ha expresado con el éxito del mismo hacen poco probable el fracaso.

Incremento de la producción de petróleo *

(Millones de barriles diarios)



Notas: * Incremento entre noviembre de 2014 (cumbre OPEP) y agosto de 2015.

** Previsión del Gobierno iraní para 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Energy Information Administration.

2. Las exportaciones de Irán, de las cuales en torno al 70% son hidrocarburos y minerales, equivalen al 34% del PIB. Asimismo, los ingresos fiscales provenientes del sector del petróleo representaron el 45% del total en 2013.

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	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,4	4,8	4,8	3,7	4,3	4,0	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	90,9	92,7	101,3	96,2	91,0	101,3	103,0
Producción industrial	1,9	3,7	4,2	4,5	3,5	1,4	1,3	0,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	56,9	56,9	52,6	52,6	52,7	51,1	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	1.029	1.055	978	1.158	1.161	1.126	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	170	173	177	179	178,3	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,3	5,1	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	59,0	59,2	59,3	59,3	59,3	59,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,9	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	–2,9	–3,9	...	...
Precios									
Precios de consumo	1,5	1,6	1,8	1,2	–0,1	0,0	0,2	0,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	...

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
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
Producción industrial	–0,6	2,1	–0,3	–1,4	–2,2	–0,5	0,0	0,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	13,0	12,0	12,0	15,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,5	3,5	3,3	3,3	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,4	–2,6	–2,9	–2,6	–1,8	–1,4	–1,3	–1,1
Precios								
Precios de consumo	0,4	2,7	3,4	2,5	2,3	0,5	0,3	0,2
Precios de consumo subyacente	–0,2	1,8	2,3	2,1	2,1	0,4	0,6	0,8

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
Actividad								
PIB real	7,7	7,3	7,2	7,2	7,0	7,0	–	...
Ventas al por menor	13,1	10,3	16,3	11,7	10,5	10,2	10,5	10,8
Producción industrial	9,7	8,3	8,0	7,6	6,4	6,3	6,0	6,1
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	51,3	50,4	49,9	50,2	50,0	49,7
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	258	382	322	382	488	541	537	547
Exportaciones	7,8	6,0	13,0	8,6	4,6	–2,2	–8,3	–5,5
Importaciones	7,3	0,5	1,0	–1,7	–17,6	–13,5	–8,1	–13,8
Precios								
Precios de consumo	2,6	2,0	2,0	1,5	1,2	1,4	1,6	2,0
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	5,60	5,35	4,85	4,85	4,60
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3

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 · Avance sostenido, pero a un ritmo moderado

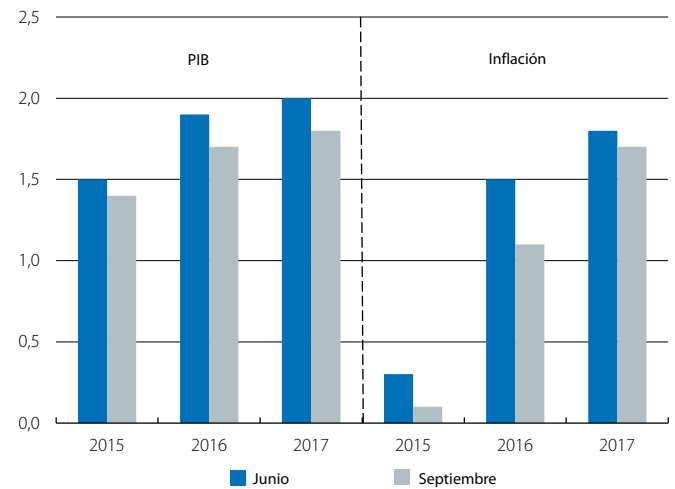
La recuperación de la eurozona sigue afianzándose, aunque sin acelerarse. La segunda revisión del PIB aumentó en 1 décima el crecimiento en los dos primeros trimestres del año. De esta forma, el PIB registró un avance del 0,4% intertrimestral en el 2T (0,5% en el 1T). De cara a los próximos meses, preveemos que la recuperación continuará a un ritmo similar que en el 2T, lo que situará el crecimiento del PIB en el 1,5% y el 1,8% anual para 2015 y 2016, respectivamente. Nuestro escenario actual de crecimiento para la eurozona es muy similar al contemplado por el BCE, que en septiembre revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento con respecto a las de hace tres meses, hasta el 1,4% en 2015 y el 1,7% en 2016. Tanto nuestras previsiones como las del BCE reflejan que, pese a la desaceleración de los emergentes, el proceso de recuperación continuará su camino. Asimismo, la institución prevé que el incremento gradual de la inflación será algo menor, a causa del descenso del precio del petróleo. Por lo que respecta a la incertidumbre generada en los últimos meses por la situación en Grecia, los resultados de las recientes elecciones al Parlamento generan cierto optimismo. Así, la amplia victoria de Syriza, con el mandato de implementar el tercer programa de rescate, debería facilitar el éxito del mismo y reducir este foco de inestabilidad.

El desglose del PIB del 2T muestra una aportación casi nula de la demanda interna al crecimiento. En concreto, su contribución fue de 0,03 p. p. como consecuencia del descenso de la inversión y las existencias, ya que el consumo privado de los hogares se mantuvo bastante robusto. Por tanto, en el 2T la demanda exterior fue la mayor contribuidora (con 0,3 p. p.), apoyada por el buen comportamiento de las exportaciones. De cara a los próximos meses, los indicadores avanzados del consumo y la inversión muestran que la demanda interna volverá a tomar impulso.

Ligera mejora de la actividad económica en el 3T. Esta buena marcha de la economía de la eurozona puede observarse en el índice de actividad PMI compuesto, que sigue en una cómoda zona expansiva pese a la desaceleración de septiembre (de 4 décimas, hasta los 53,9 puntos). En el conjunto del 3T, el índice aceleró levemente su ritmo expansivo hasta los 54,0 puntos, frente a los 53,9 del 2T. Por países, el mensaje debe matizarse. Por un lado, el índice alemán mostró una cierta mejora en el 3T con respecto al trimestre anterior. Ofrece la misma lectura el IFO alemán (índice de actividad empresarial), cuyo promedio de julio a septiembre (de 108,3 puntos) fue 1 décima mayor que el de abril a junio. Por otro lado, preocupa la ralentización en el 3T del PMI francés, que partía de unos niveles ya de por sí algo contenidos. Otros indicadores de actividad también muestran que la recuperación de la eurozona tiene visos de mantenerse a un ritmo similar al del 2T. Así, la producción industrial siguió en una senda alcista, con un aumento del 1,2% interanual en julio (en términos desestacionalizados). Destaca el fuerte incremento registrado en España, Italia y Portugal, del 5,0%, 2,4% y 1,3%,

Eurozona: previsiones de PIB e inflación del BCE

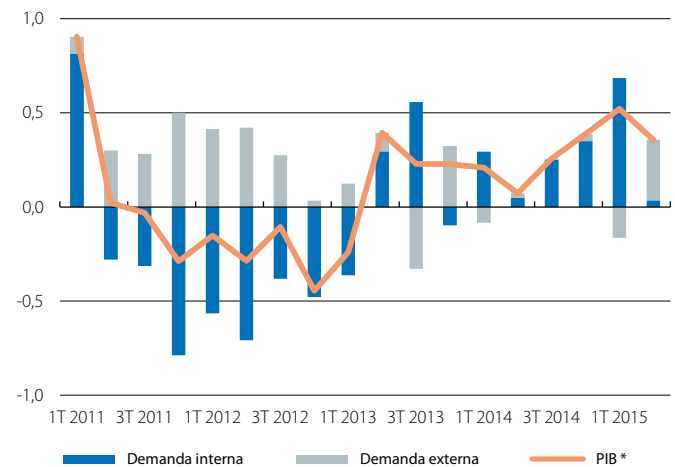
Variación anual (%)



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

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (p. p.)

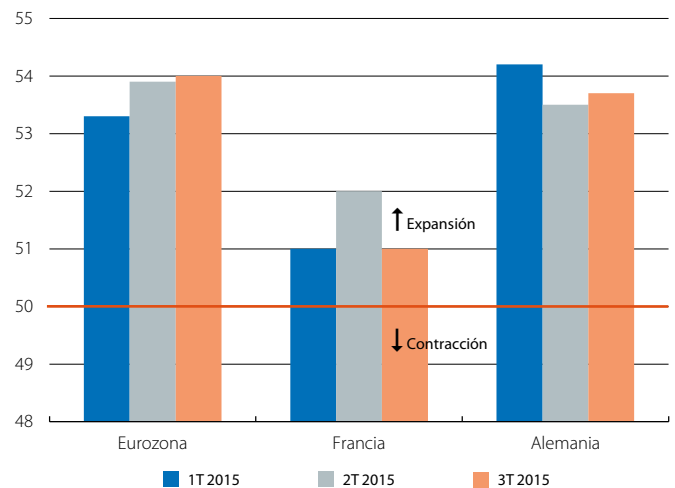


Nota: * Variación intertrimestral (%).

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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

respectivamente, lo que reafirma que la actividad de la periferia, a excepción de Grecia, conserva el buen tono. En cambio, el registro de Francia fue negativo, con una caída del 1,1% interanual en julio, lo que, de seguir así, apunta a que la inversión gala tendrá un mal comportamiento en el 3T.

El Gobierno francés presenta los Presupuestos Generales del Estado de 2016. La reducción prevista del déficit, del 3,8% este año al 3,3% el próximo, se sustenta en un cuadro macroeconómico factible, que contempla un crecimiento moderado del PIB (del 1,0% en 2015 y del 1,5% en 2016) y también de la inflación, (del 0,1% y del 1,0%, respectivamente), en consonancia con nuestras previsiones. El recorte del gasto presupuestado, de 16.000 millones de euros, parece ambicioso *a priori*, sobre todo tras las medidas anunciadas, que contemplan ayudas al sector agrario o un aumento del número de funcionarios (en particular en defensa). Según el escenario del Gobierno francés, la deuda crecerá hasta el 96,5% en 2016, 2 décimas más que en 2015. Las finanzas públicas, sin embargo, no mejorarán sin un mayor afianzamiento económico y una mayor recuperación de la competitividad perdida por parte de la economía gala. El Gobierno parece consciente de ello y ha anunciado para el próximo ejercicio reformas en ámbitos clave como el mercado laboral, aunque todavía no haya precisado su alcance.

En el conjunto de la eurozona, el consumo sigue siendo robusto en el 3T, apoyado por la recuperación gradual del mercado laboral. Las ventas minoristas mostraron un notable ritmo de avance en julio, del 2,7% interanual (2,2% en el 2T). Asimismo, el índice de confianza del consumidor de la eurozona, si bien cayó levemente en el 3T, todavía se sitúa en niveles considerables. El mejor comportamiento del empleo está ayudando a la recuperación del consumo. Efectivamente, los datos registran una ligera aceleración del ritmo de crecimiento de la ocupación en la eurozona, con una subida del 0,3% intertrimestral en el 2T 2015 (0,2% en el 1T). Además, la tasa de desempleo de la eurozona se situó en el 11,0% en agosto, 0,5 p. p. por debajo del registro del mismo mes del año anterior. De cara al segundo semestre, las expectativas de creación de empleo que recoge la Comisión Europea sugieren que la buena marcha del mercado laboral continuará, sobre todo en el sector de servicios. Si se acaba materializando, la mejora de las expectativas de contratación contribuirá a estimular el consumo de los hogares.

La periferia recupera, a través de los salarios, parte de la competitividad perdida. El aumento de los costes salariales en la eurozona, del 1,9% interanual en el 2T, se aceleró ligeramente con respecto al mismo trimestre del año anterior (1,5%). No obstante, este dato enmascara una evolución muy distinta entre países. En Alemania, donde los niveles de paro son mínimos, se observan incrementos salariales significativos (del 3,3% interanual en el 2T). En cambio, los aumentos son mucho más contenidos en Italia y España, del 0,0% y el 0,7%, respectivamente. Además, los incrementos salariales registrados en los últimos meses, sobre todo en Alemania, han sido mayores que las subidas de precios, lo que ha permitido que los trabajadores ganaran poder adquisitivo y aumentaran su capacidad de consumo.

Francia: indicadores de actividad

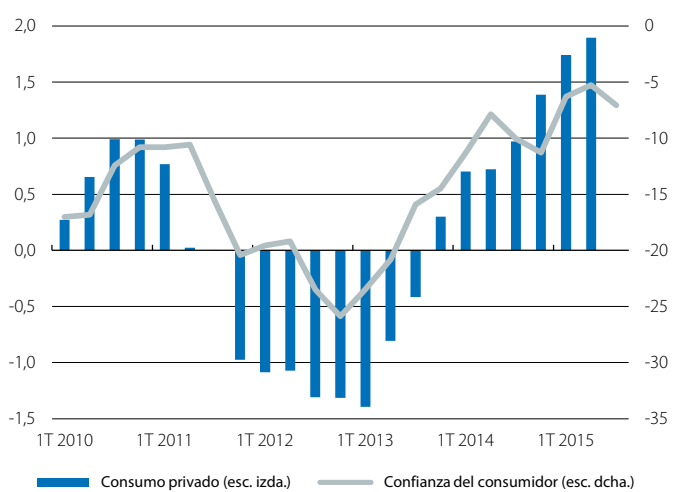
Variación interanual (%)

	Último dato
PIB	1,1
Producción industrial	-0,8
Ventas minoristas	4,0
PMI compuesto (puntos)	51,4
Exportaciones	8,0
Importaciones	1,5
Tasa de paro	10,8
Precios al consumo	0,1

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

Eurozona: indicadores de consumo

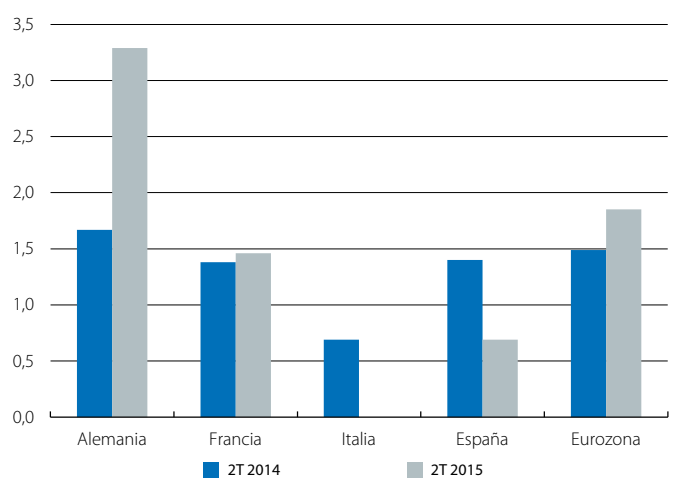
Variación interanual (%)



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

Eurozona: costes salariales por hora *

Variación interanual (%)



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

La inflación sorprende a la baja y vuelve a valores negativos.

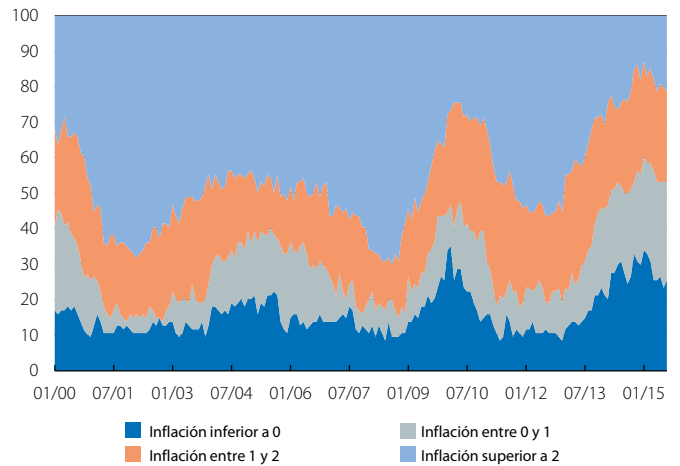
En septiembre, la variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona cayó 2 décimas y se situó en el -0,1%, después de cinco meses seguidos en positivo. Este descenso responde a la importante reducción del componente energético (del 8,9%), algo mayor de lo esperado. En cambio, la inflación subyacente permaneció estancada en un nivel moderado (0,9%). La distribución de los bienes del IPCA en función del nivel de inflación ayuda a valorar si la baja inflación es un hecho generalizado o si se debe principalmente a la caída del precio de algún componente específico como la energía. Este desglose muestra que el peso de los bienes cuya inflación es negativa se ha reducido en los últimos meses, lo que indica que son menos los bienes en esta situación y que, por tanto, el petróleo es el mayor responsable del bajo nivel de inflación. De cara a finales del año, no obstante, la inflación debería recuperarse, ya que se evaporará el efecto base de la intensa caída del precio del petróleo iniciada a finales del 2014. Asimismo, la inflación subyacente debería seguir su senda ascendente por el mayor impulso de la demanda interna y el encarecimiento de las importaciones a causa de la depreciación del euro.

El sector exterior sigue siendo un apoyo importante al crecimiento económico. La depreciación del euro de los últimos trimestres ha estado contribuyendo a mejorar la relación competitividad-precio de los productos de la eurozona, lo que favoreció las ventas al exterior. En efecto, las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo aumentaron a buen ritmo y alcanzaron un 6,8% interanual en julio (7,7% en el 2T), mientras que las importaciones crecieron a un ritmo muy inferior (1,3%). De esta forma, la balanza comercial alcanzó los 31.400 millones de euros en julio, lo que supone un importante avance respecto al mismo periodo del pasado año (21.200 millones). Este superávit de la cuenta de bienes facilita que la balanza por cuenta corriente de la eurozona mantenga una buena tónica. En el futuro, esperamos que la contribución del sector exterior al avance del PIB siga siendo positiva. Sin embargo, será clave que el impacto de la desaceleración de las principales economías emergentes acabe teniendo un alcance moderado y temporal, tal y como prevemos.

Continúa la reducción del diferencial de los costes de financiación de las empresas entre países. Las medidas de política monetaria del BCE han contribuido a mejorar la confianza en la recuperación generalizada de la eurozona, lo que se ha materializado en un descenso de las divergencias entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios para las empresas no financieras. Así, en España e Italia, dichos costes se situaron en julio en el 3,3% y el 2,9%, respectivamente, frente al 4,6% y el 4,0% del mismo mes del año anterior. En cambio, en Alemania la caída fue menor y se situó en el 2,6%. Los bajos costes de financiación están respaldando el aumento gradual del crédito en la eurozona. En concreto, según datos del BCE, el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se aceleró hasta el 1,4% en julio (frente al 0,9% del 2T). Pese a esta mejora, el volumen del crédito continúa en niveles históricamente bajos, pero deberá ir aumentando a la par que la recuperación económica y las mejores condiciones de financiación.

Eurozona: distribución de los bienes del IPCA en función del nivel de inflación

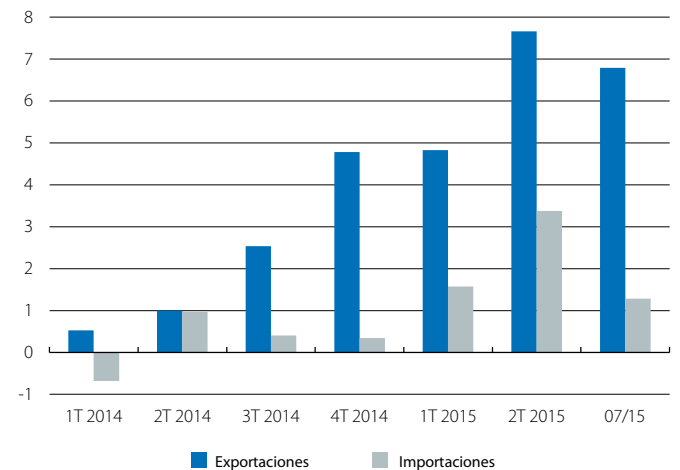
Peso de cada grupo (% del total)



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

Eurozona: balanza de bienes *

Variación interanual (%)

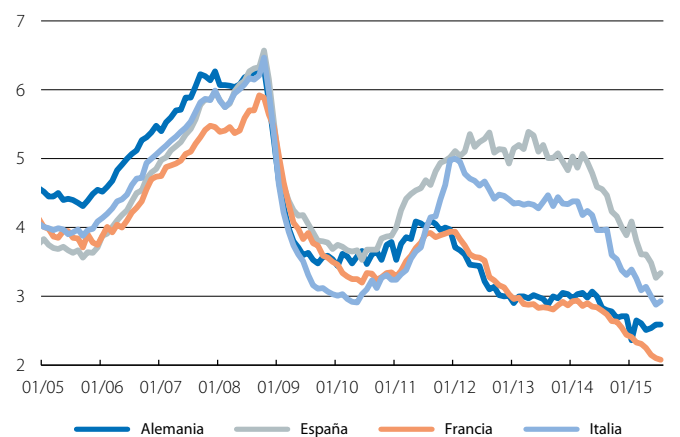


Nota: * Datos nominales y desestacionalizados.

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

Costes de financiación para las empresas no financieras *

(%)



Nota: * Tipo de interés de préstamos hasta 1 millón de euros.

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

FOCUS · Grecia: ¿a la tercera va la vencida?

Tras varios meses de duras negociaciones entre el Gobierno griego y sus acreedores internacionales, finalmente se ha llegado a un acuerdo para iniciar un nuevo programa de asistencia financiera, el tercero en cinco años. Es un buen momento para mirar atrás, examinar cuáles fueron los errores de los anteriores rescates y valorar si se vuelven o no a repetir.

Antes de embarcarnos en la valoración de los dos primeros programas de rescate, es preciso conocer las líneas maestras del nuevo. Este programa, de tres años de duración, aportará 86.000 millones de euros¹ a las arcas griegas. A cambio, el Gobierno deberá implementar un conjunto de reformas para sanear las cuentas públicas, cambiar el modelo de crecimiento del país y, así, recuperar la confianza de los inversores. Estas reformas se fundamentan en cuatro pilares. El primero persigue la sostenibilidad de la deuda pública. Si bien se han relajado los objetivos de déficit fijados para que sean más realistas, se exige la implementación de medidas adicionales que buscan reforzar los mecanismos de control, planificación y ejecución presupuestaria. El segundo pilar pretende salvaguardar la estabilidad financiera mediante un plan para recapitalizar la banca y lidiar con los elevados niveles de morosidad. El tercer pilar hace hincapié en las reformas estructurales necesarias para relanzar el crecimiento y la competitividad. Para lograrlo, no solo enfatiza la necesidad de optimizar el uso de los fondos del Banco Europeo de Inversiones,² sino que plantea programas para incentivar la formación profesional, la implementación de las recomendaciones pendientes de la OCDE en materia de competencia, la eliminación de restricciones en las profesiones reguladas, iniciativas para fomentar la exportación o el desarrollo de un riguroso plan de privatizaciones bajo el control de un fondo independiente, entre otras muchas medidas. El último pilar busca modernizar el Estado y las Administraciones públicas mejorando su eficiencia y luchando contra la corrupción.

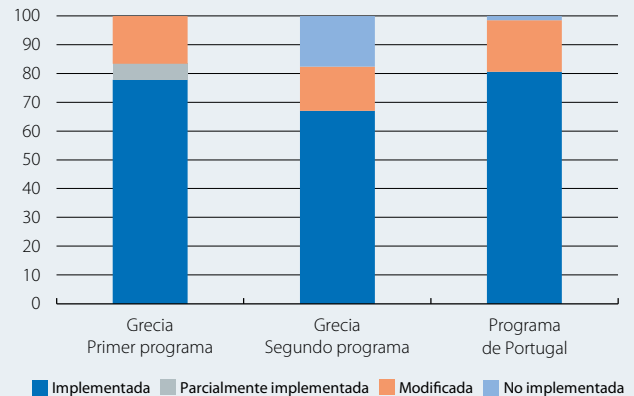
Gracias al seguimiento que hace el FMI de los programas a los que da apoyo económico, podemos examinar algunas particularidades de los dos primeros rescates. Concretamente, como se observa en el primer gráfico, el grueso de las reformas del programa de 2010 iba encaminado a sanear las cuentas públicas mediante medidas de ajuste fiscal y reformas en las Administraciones públicas. Si bien tiene sentido, dado que el elevado nivel de deuda pública fue el origen de la crisis griega, las reformas para fomentar el crecimiento a corto plazo quedaron relegadas a un segundo plano (son las clasificadas como «otras medidas estructurales» en el segundo gráfico). En cambio, esta composición cambió en el segundo rescate, al balancear-

se la necesidad de consolidación fiscal con la de mejorar el modelo de crecimiento del país mediante más reformas en el mercado de productos y en materia de competitividad. Sin embargo, el éxito del segundo programa fue moderado a causa de la falta de compromiso del Gobierno en la ejecución del programa, lo que provocó retrasos y que cerca del 20% de las reformas no llegaron a implementarse. La comparativa con Portugal es elocuente.

El nuevo programa de Grecia se asemeja al segundo en el hecho de que las reformas estructurales ganan importancia sin dejar de lado las necesidades de consolidación fiscal. En este marco, lo que podría marcar la diferencia para que tenga éxito será su grado de implementación. Por ahora hay marcados indicios que hacen pensar que el compromiso del Gobierno ante este nuevo programa es firme. La reelección de Syriza en los últimos comicios le dio mayor legitimidad para implementarlo, aunque el seguimiento cercano sobre el terreno de las autoridades europeas va a ser clave.

Desglose de las reformas según el grado de implementación

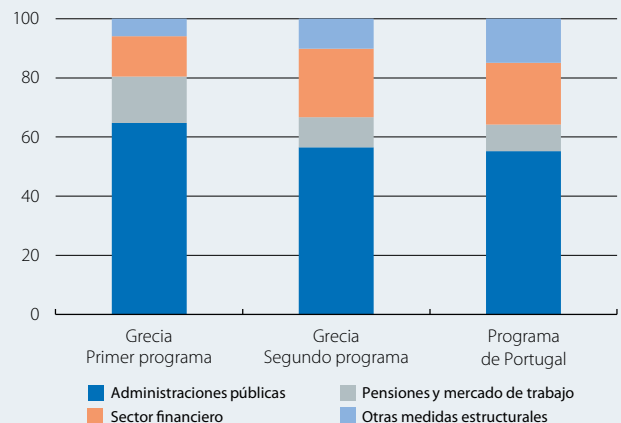
(% sobre el total de reformas)



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

Desglose de las reformas según el objetivo

(% sobre el total de reformas)



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

1. Se incluyen 25.000 millones de euros destinados a la recapitalización de la banca.

2. Se destinan 35.000 millones de euros entre 2014 y 2020 para Grecia.

FOCUS · Las tareas pendientes del sistema bancario italiano

La evaluación de la banca europea llevada a cabo por el BCE el año pasado señaló al sistema bancario italiano como uno de los más débiles: ocho de los 15 bancos examinados suspendieron en el análisis de calidad de sus activos y carecían de suficiente capital para superar el escenario base de las pruebas de estrés. Si bien muchos ya han efectuado ampliaciones de capital para subsanar sus deficiencias, el sector bancario transalpino sigue sometido a una fuerte presión, ya que la calidad de sus activos sigue deteriorándose. Desde el inicio de la crisis, la tasa de morosidad se ha triplicado hasta situarse en el 17,7% del crédito total en 2014, y el crédito problemático representa el 22% del PIB. Ante esta situación, el FMI ha publicado un conjunto de recomendaciones para instar a las autoridades a actuar al respecto. En respuesta, el Gobierno de Matteo Renzi ya ha empezado a implementar algunas medidas que deberían acelerar el saneamiento de los balances de la banca.

Tradicionalmente, el negocio de la banca italiana ha estado muy vinculado a la concesión de crédito al sector empresarial, en su mayoría formado por pymes. Este modelo de negocio explica por qué, cuando se produjo un *shock* en la economía real, este impactó con fuerza en la banca. A diferencia de países como España o Irlanda, Italia no sufrió un *boom* inmobiliario, de modo que los bancos entraron en la crisis con unos balances saneados. Sin embargo, ante el empeoramiento de la actividad empresarial, la morosidad aumentó rápidamente, lo que mermó la rentabilidad y la solvencia de la banca y limitó su capacidad para asumir un mayor riesgo crediticio. A su vez, la menor capacidad crediticia de la banca limitó la inversión y ralentizó la recuperación económica del país.

El FMI estima¹ que sanear los balances de la banca italiana mejoraría sustancialmente su capacidad crediticia. No obstante, varios factores han obstaculizado un saneamiento más rápido de dichos balances. Entre ellos destacan factores económicos, tales como una cartera de créditos dudosos heterogénea y de difícil valoración y un sistema impositivo que no incentivaba a un mayor aprovisionamiento, debido a limitaciones en las deducciones fiscales. Entre los factores legales cabe mencionar un lento sistema judicial que prolonga los tiempos de resolución de estos activos.

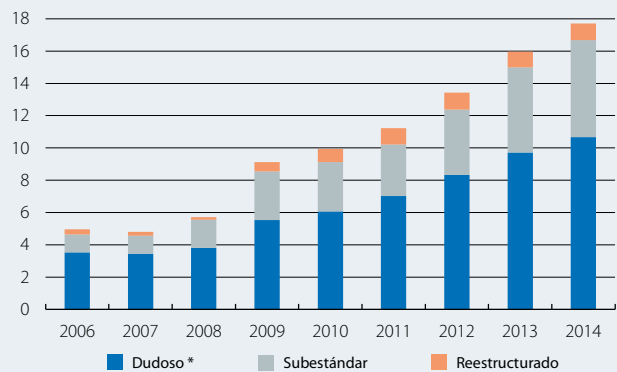
Con el fin de que el crédito vuelva a fluir lo antes posible, el Gobierno ha empezado a trabajar en un paquete de medidas. Por ejemplo, aprobó un real decreto que facilita y acelera la recuperación de la garantía del crédito cuando este se declara fallido y modificó la ley fiscal para permitir que las provisiones sean fiscalmente deducibles en el año en que se generan, y no a lo largo de cinco años como ocurría antes. Asimismo, el Gobierno está negociando con la Comisión Europea la creación de un «banco malo» con participación pública que adquiriría crédito dudoso concedido a empresas, lo que clarificaría la solvencia de los bancos y

mejoraría su capacidad crediticia. Pero aún quedan cuestiones técnicas por resolver, desde cómo se valorarán los activos adquiridos por la institución hasta cómo se financiará este ente sin perjudicar en exceso las cuentas públicas. Si bien este conjunto de medidas va en la dirección correcta, deberían ir acompañadas de mejoras en la gobernanza corporativa para mejorar los mecanismos de gestión de riesgo e impedir, así, que la situación se repita. En esta dirección, el Gobierno aprobó un decreto ley que exige a los bancos cooperativos con más de 8.000 millones de euros en activos transformarse en empresas cotizadas, lo que podría promover la consolidación del sistema bancario y una gobernanza más moderna.

En definitiva, el plan de acción del Gobierno italiano permitiría reducir los elevados niveles de crédito problemático, lo que mejoraría la solvencia de las instituciones bancarias. Además, la puesta en marcha de la unión bancaria europea y la asunción de la supervisión bancaria por parte del BCE ayudarán a dotar de mayor transparencia y credibilidad al sistema bancario italiano, lo que mejorará su posición para apoyar la recuperación económica.

Crédito problemático de la banca italiana

(% crédito total)

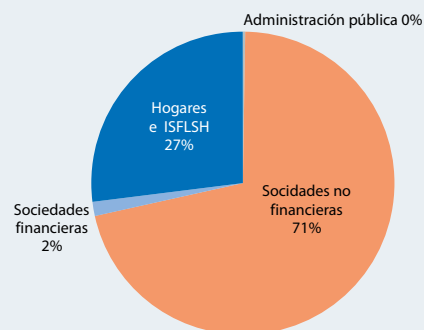


Nota: * Incluye la exposición a cualquier prestatario en una situación de insolvencia y a cualquier prestatario cuyos préstamos no estén incluidos en otra categoría y que tengan posiciones en descubierto de más de 90 días.

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

Crédito dudoso por sectores

(% del total de crédito dudoso)



Nota: ISFLSH son instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Datos de julio de 2015.

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

1. Resolving nonperforming loans in Italy: a comprehensive approach, Italy: Selected Issues 2015, Country Report No. 15/167.

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
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,3	1,9	2,1	2,2	2,7	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	0,3	1,6	1,3	1,9	...	...
Confianza del consumidor	-18,7	-10,1	-11,3	-6,3	-5,3	-7,2	-6,9	-7,1
Sentimiento económico	93,8	101,6	100,8	102,6	103,7	104,0	104,1	105,6
PMI manufacturas	49,6	51,8	50,5	51,4	52,2	52,4	52,3	52,0
PMI servicios	49,3	52,5	51,7	53,5	54,1	54,0	54,4	54,0
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	11,1	11,0	11,0	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,5	10,4	10,4	10,7	10,8	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,8	12,4	12,4	12,0	11,9	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,7	23,1	22,6	22,3	22,2	...

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

Sector exterior

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

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

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	06/15	07/15	08/15
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-2,6	-1,7	-0,8	-0,4	-0,3	0,3	0,4
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,7	0,9	1,0
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	7,9	6,0	7,2	9,7	11,7	12,3	12,8	11,9
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,1	-3,1	-3,9	-4,3	-4,6	-4,5
Instrumentos negociables	-14,8	-7,2	1,3	3,8	5,6	0,5	2,7	1,1
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	...

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

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

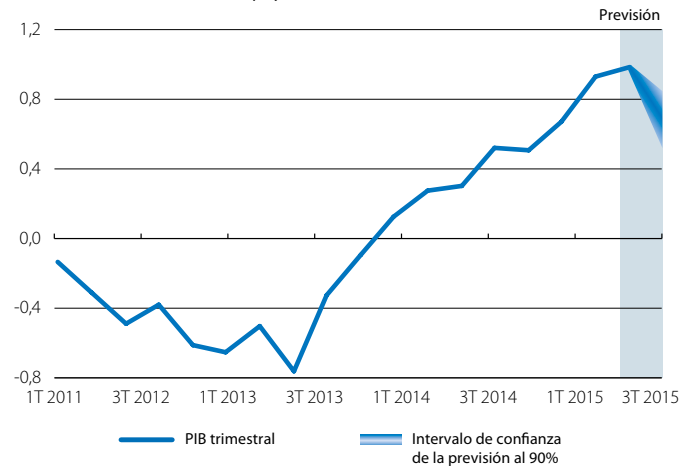
COYUNTURA · La recuperación prosigue, aunque aminora el ritmo de avance

El indicador de actividad de CaixaBank Research estima que el ritmo de crecimiento se desaceleró ligeramente en el 3T. El crecimiento del PIB ha sido particularmente vigoroso en los dos primeros trimestres del año gracias a factores de apoyo temporal, como la depreciación del euro, la relajación de la política fiscal y, en especial, el abaratamiento del petróleo, que han beneficiado de forma notable la economía española. Era de esperar que, a medida que el impacto de estos apoyos ha ido perdiendo fuerza, el ritmo de avance fuera algo menos dinámico. Así lo refleja el indicador de actividad de CaixaBank Research, que sitúa el crecimiento del PIB en el 3T en consonancia con la previsión del Banco de España (0,8% intertrimestral), un registro ligeramente por debajo del 2T (1,0% intertrimestral). De todos modos, la recuperación 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. Además, esperamos que el perfil de desaceleración sea más moderado que el que manejábamos antes del verano, gracias al efecto positivo del nuevo descenso del precio del petróleo. Así, revisamos al alza el crecimiento esperado en 2016, del 2,6% al 2,7% (y mantenemos sin cambios la previsión para 2015 en el 3,1%). Con todo, los riesgos que rodean estas previsiones están ligeramente sesgados a la baja en vista de algunos acontecimientos recientes. En clave interna, la prima de riesgo de España ha aumentado desde mediados de julio y ya supera a la de Italia. Dada la ausencia de novedades económicas de fondo, el aumento se atribuye a la incertidumbre que despiertan las citas electorales del tramo final de 2015. El entorno externo también podría ser algo menos favorable a causa de una ralentización de las economías emergentes más acusada de lo previsto y del impacto que pueda tener en la recuperación de la eurozona.

La recuperación del mercado laboral continúa, pero pierde algo de fuelle. En consonancia con la suave desaceleración de la actividad, el número de afiliados a la Seguridad Social en términos desestacionalizados cayó levemente en el mes de agosto (-13.980), tras un mes de julio con unos datos algo flojos (10.500) en relación con el promedio registrado entre enero y junio (57.311). Gran parte del descenso de los meses estivales se explica por una menor contribución de la Administración pública, después de los fuertes incrementos que registró en el primer semestre. En consecuencia, la tasa de variación interanual se desaceleró hasta el 3,2% en agosto, una cota todavía elevada. Además, el dinamismo que muestran las ramas de actividad relacionadas con la economía de mercado, junto con la importante mejora de las expectativas de creación de empleo en septiembre, tanto en los servicios como en la industria, hacen prever que el mercado laboral seguirá evolucionando favorablemente en el tramo final del año.

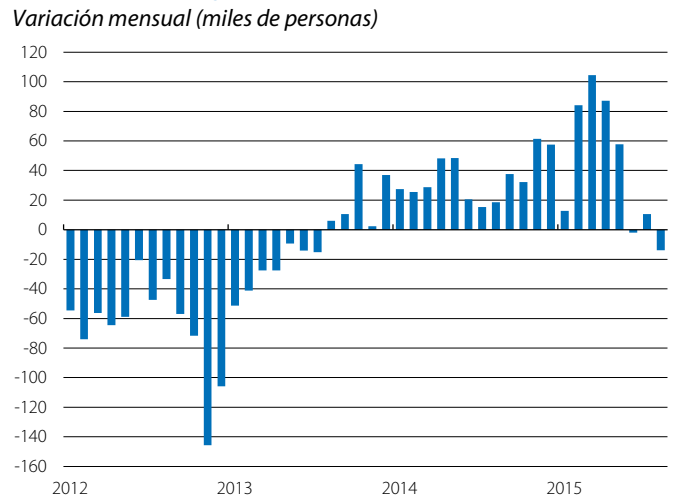
La capacidad de ahorro de los hogares poco a poco se restaura. El fuerte incremento del consumo privado en el 2T (3,5%

Indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research.

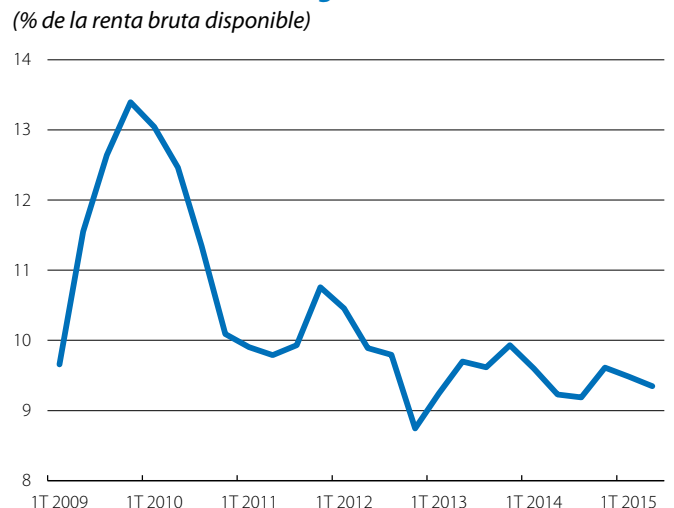
Afiliados a la Seguridad Social Variación mensual (miles de personas)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

Tasa de ahorro de los hogares (% de la renta bruta disponible)



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

interanual) fue compatible con un aumento del ahorro bruto de los hogares (3,2% interanual), con lo que la tasa de ahorro se mantuvo prácticamente estable en el 9,3% de la renta bruta disponible. Detrás de esta dinámica, que permite que los hogares aumenten el consumo sin mermar su capacidad de ahorro, se encuentra la mejora de las rentas salariales (2,9% interanual), que, a su vez, se apoya en la recuperación del mercado laboral. Adicionalmente, el descenso del precio del petróleo está teniendo un papel importante en mantener el poder adquisitivo de los hogares en un contexto de contención salarial, ya que la factura energética se ha reducido sustancialmente y la inflación se sitúa en cotas muy bajas.

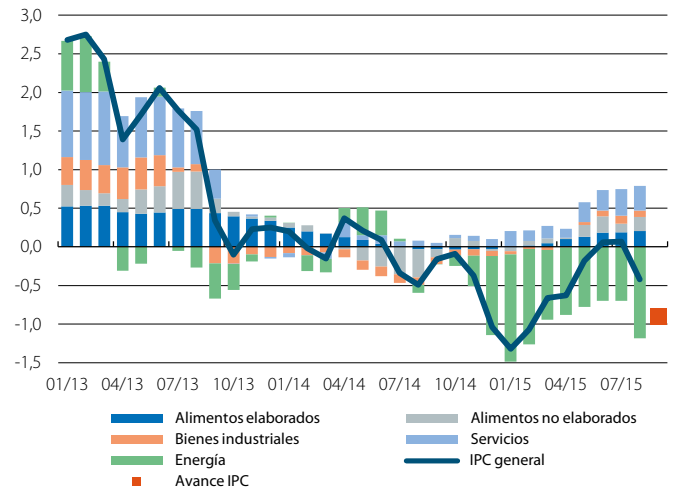
El escenario más bajista del petróleo comporta una importante revisión a la baja de la inflación. En septiembre, la inflación se desplomó hasta el -0,9%, lo que supone una reducción de 5 décimas respecto a la inflación del mes anterior y se explica fundamentalmente por la caída del precio de los carburantes y la electricidad. Por su parte, la inflación subyacente retrocedió 1 décima en agosto (del 0,8% al 0,7%) a causa, sobre todo, del descenso del precio del transporte, muy ligado a la evolución del precio del petróleo. El nuevo escenario del precio del crudo nos ha obligado a revisar sustancialmente a la baja las previsiones de inflación, tanto para este año como para el próximo.

El saldo exterior se beneficia de la caída del precio del crudo. Las exportaciones de bienes aumentaron un 5,5% en el acumulado de enero a julio con respecto al mismo periodo de 2014, aupadas por el sector del automóvil. También el sector turístico sigue deparando buenas noticias: en lo que va de año llegaron a España 47,2 millones de turistas internacionales, 1,8 millones más que en 2014. La fuerte caída del turismo procedente de Rusia se ha compensado con creces con el significativo aumento del número de turistas procedentes de Francia, EE. UU. y Asia. Por su parte, el crecimiento de las importaciones de bienes se mantiene contenido (4,5% en el acumulado de enero a julio) en gran parte gracias a la reducción de las importaciones energéticas (-28,4% en el acumulado de enero a julio). La rebaja del precio del petróleo ayudará a que, por tercer año consecutivo, se cierre el ejercicio con un superávit por cuenta corriente, que prevemos que se sitúe alrededor del 1,7% del PIB. Esta es una cuestión de vital importancia para lograr reducir el elevado nivel de endeudamiento externo de la economía española. Los datos más recientes, correspondientes al 2T, muestran que la posición inversora internacional neta se situó en el 91,1% del PIB, 4,9 p. p. menos que en el 2T 2014, pero todavía muy por encima del umbral del 35% que marca la Comisión Europea como un nivel sostenible.

Las cuentas públicas mejoran gracias al incremento de los ingresos tributarios en un entorno económico favorable. El déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) acumulado hasta julio fue del 3,3% del PIB, 5 décimas por debajo del valor registrado en 2014, aunque seguramente el ajuste que se está llevando a cabo será insuficiente para conseguir el objetivo de final de año. Esta mejora se sustenta en el notable incremento de los ingresos tributarios (+4,2% entre enero y julio), y no tanto en la reducción del gasto total, más bien moderada, puesto que la caída del gasto en intereses (-1,1%) y prestaciones por desempleo (-17,6%) se compensó casi totalmente con el

IPC

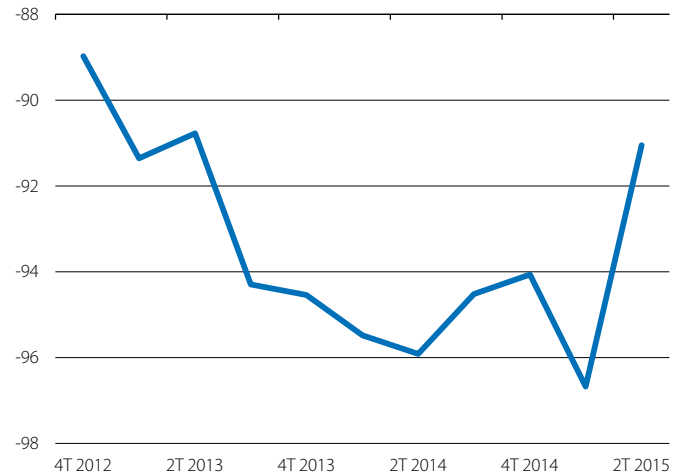
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Posición de inversión internacional neta

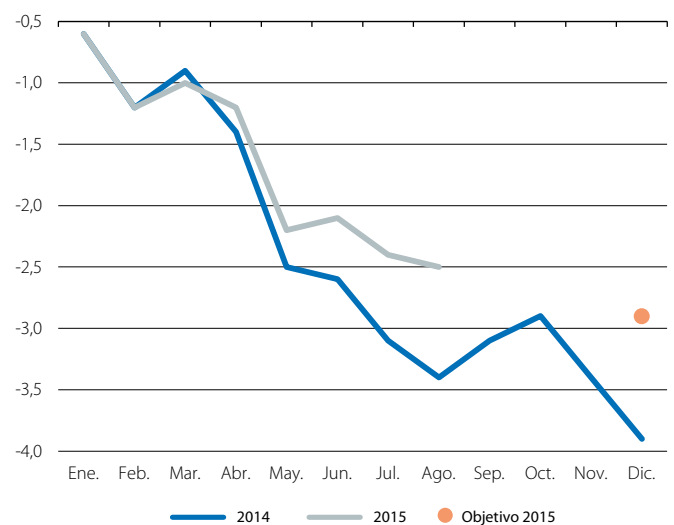
(% del PIB)



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

Ejecución presupuestaria del Estado

(% del PIB)



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

aumento en otras partidas como la remuneración de los asalariados (+2,0%) y del gasto en pensiones (+3,8%). Así pues, parece que se está usando el margen que ofrece la mejora económica para incrementar el gasto discrecional (véase el Focus «PGE 2016: del ajuste estructural al cíclico» en este mismo informe). Por administraciones, tanto el Estado como las CC. AA. mejoran sus registros del año anterior, mientras que el déficit de la Seguridad Social vuelve a deteriorarse. En relación con este último aspecto, el Gobierno ha planteado la posibilidad de que algunas pensiones (viudedad y orfandad) que actualmente se financian como contributivas pasen al ámbito no contributivo y se financien vía presupuestos.

La recuperación del mercado inmobiliario gana intensidad.

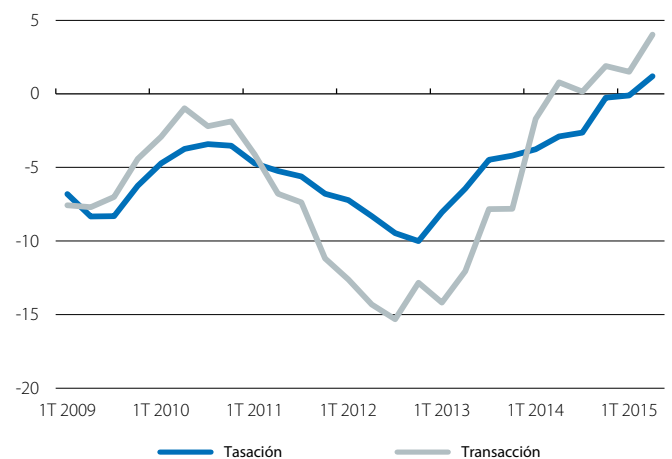
Tras ocho años en contracción, el precio de tasación de la vivienda volvió a crecer en el 2T (1,2% interanual). Asimismo, el índice de precios de la vivienda que elabora el INE basándose en datos de transacción registró un notable avance en el 2T (4,0% interanual). Este dinamismo de los precios fue algo superior al esperado y denota que, tras años con un nivel muy bajo de actividad en el sector de la construcción, la disponibilidad de viviendas por vender en algunas zonas podría empezar a escasear a pesar de que, en agregado, el stock de viviendas vacías es todavía muy elevado. La relajación de las condiciones financieras también desempeña un papel importante en la recuperación del sector. En julio, la concesión de hipotecas para la compra de viviendas avanzó un 22,7% interanual, lo que supone un apoyo fundamental para la demanda (las compraventas de viviendas en el acumulado de 12 meses crecieron un 10,9% interanual en el mismo mes).

El crédito se suma a la recuperación. En julio, el ritmo de caída del crédito total se redujo hasta el -5,4% interanual, lo que señala que el ajuste del saldo vivo de crédito está cada vez más cerca de finalizar. Algunos segmentos ya anotaron tasas de crecimiento interanual positivas en el 2T, como el crédito al sector servicios y a la agricultura. En cambio, el saldo vivo del crédito a promotores y a la construcción, precisamente los segmentos en los que se concentran la mayor parte de activos dudosos, todavía se contrae a tasas de dos dígitos. En cuanto a los depósitos, en julio se mantuvo la tónica de los últimos meses, con un fuerte traspaso de plazo a vista y una ligera reducción del saldo total por el incremento de las suscripciones de fondos, que se espera que se modere debido al incremento de la volatilidad en los mercados financieros en las últimas semanas.

La revisión de la serie contable del PIB revela una mayor profundidad de la recesión. Según los nuevos datos publicados por el INE, el PIB cayó un 3,9% acumulado entre 2011 y 2014, y no un 2,5% como se había estimado anteriormente. La cifra de crecimiento de 2014 no se alteró y sigue en el 1,4%, pero la composición es muy distinta: la menor contribución de la demanda interna (de 1,6 p. p. frente a los 2,2 p. p. anteriores) se compensó con una menor contribución negativa de la demanda externa (de -0,2 p. p. frente a los -0,8 p. p. anteriores). En cambio, el PIB se revisó sustancialmente a la baja en 2011, 2012 y 2013, como consecuencia de una mayor caída del consumo privado, fundamentalmente. Si comparamos el nivel de 2014 con el máximo alcanzado antes de la crisis en 2008, el PIB se encuentra un 7,3% por debajo (en lugar del 6% estimado anteriormente), y el consumo privado, un 11,0% (en lugar del 8,2%).

Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento (tasación) y del INE (transacción).

Crédito y morosidad en el 2T 2015

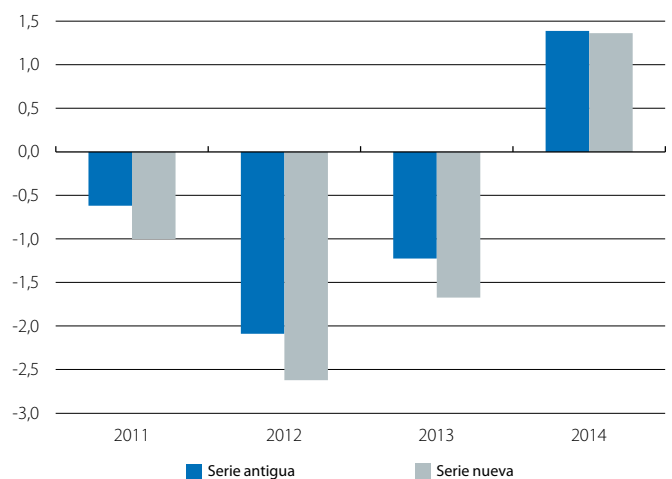
	Saldo (miles de millones de euros)	Var. interanual (%)	Tasa morosidad (%)
Hogares (vivienda)	564	-5,3	5,3
Hogares (consumo)	116	-1,9	9,6
Actividades productivas	661	-4,6	16,2
Construcción	46	-16,9	29,8
Promotor	138	-14,2	32,1
Servicios	349	0,1	9,8
Industria	110	-0,3	11,8
Agricultura	18	1,1	11,0
Total *	1.341	-4,7	11,0

Nota: * El saldo total no incluye el crédito a ISFLSH ni el crédito no clasificado.

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

PIB

Variación anual (%)



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

FOCUS · El empleo a tiempo parcial en España

La paulatina mejora del mercado laboral se empieza a percibir en varias dimensiones. En el 2T 2015, el ritmo de creación de empleo se aceleró hasta el 3,0% interanual y la tasa de paro se redujo hasta el 22,4%, con lo que acumula una caída de 4,5 p. p. desde el máximo alcanzado en el 1T 2013. Asimismo, tras años de fuertes incrementos, la tasa de desempleo de larga duración también da signos de estabilización (véase el Focus «Sobre el desempleo de larga duración en España» del IM 02/2015). Otra dimensión relevante para tomar el pulso del mercado laboral es el subempleo, entendido aquí como los trabajadores ocupados a tiempo parcial que querrían trabajar a tiempo completo, esto es, el empleo a tiempo parcial involuntario. Veamos cómo ha evolucionado este tipo de empleo en los últimos años.

En 2007, antes de la crisis, el porcentaje de empleo a jornada parcial sobre el total (tasa de parcialidad) se situaba en España en el 11,6%, muy por debajo de la tasa de la eurozona, del 19,1%. En 2014, la tasa de parcialidad había aumentado 4,3 p. p., hasta el 15,9%. Durante este periodo, dicha tasa también experimentó un incremento en la eurozona, aunque algo menor (3,1 p. p.). No obstante, si se distingue entre el empleo a tiempo parcial voluntario y el involuntario, se observa una evolución marcadamente dispar (véase el primer gráfico). En España, el incremento de la parcialidad se concentró íntegramente en el tipo involuntario, que aumentó 6,3 p. p., hasta el 10,1%. De hecho, el empleo a tiempo parcial voluntario retrocedió entre 2007 y 2014, instigado quizás por los efectos de la crisis, que provocaron que parte de la población femenina alargara la jornada laboral para contrarrestar la situación de paro de otros miembros del hogar.¹ En la eurozona, en cambio, el incremento de la parcialidad ocurrió tanto en la modalidad voluntaria como en la involuntaria, aunque el peso de la involuntaria también aumentó a raíz de la recesión.

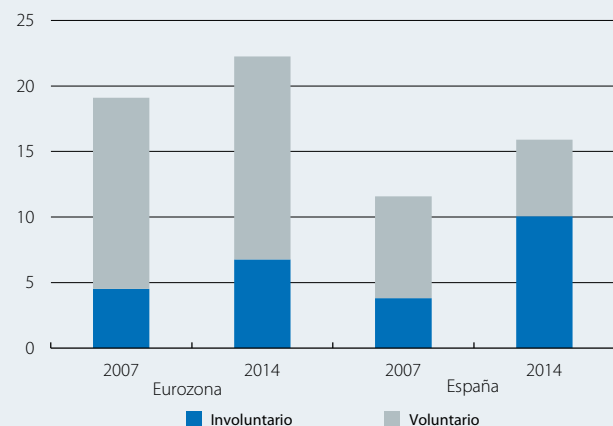
El intenso incremento del empleo a tiempo parcial involuntario en España durante la crisis sugiere que algunas empresas con dificultades económicas utilizaron la reducción de horas para llevar a cabo el ajuste laboral. Esta dinámica fue favorecida por la reforma laboral de 2010, que introdujo medidas para aumentar la flexibilidad interna de las empresas,² y por los cambios legislativos aprobados en 2013 para facilitar el trabajo a tiempo parcial.³ Esta forma de ajuste, que puede ser conveniente en una etapa recesiva, ya que evita que la destrucción del empleo se agrave, también tuvo lugar en la eurozona, pero con menor intensidad porque la severidad de la crisis fue inferior. Además, es posible que la tasa de parcialidad no refleje que una

parte de la reducción de horas haya tenido lugar en trabajos a tiempo completo.

Los datos más recientes indican que la tasa de parcialidad involuntaria en España se ha estabilizado (véase el segundo gráfico). Dicha estabilización es resultado de una tasa que se ha mantenido constante en el sector de los servicios y de un ligero descenso en la industria. Por el contrario, la tasa de parcialidad involuntaria siguió aumentando en la construcción. En cuanto a la tasa de parcialidad voluntaria, los niveles españoles son muy inferiores a los de la eurozona, bien porque el marco institucional no la facilita, bien porque, al menos durante la recesión, las familias no pudieron permitirse reducir su jornada laboral. En los próximos trimestres, a medida que la recuperación económica se vaya afianzando y la mejora de la actividad se traslade al mercado laboral, es de esperar que este cambio de rumbo en la evolución del trabajo a tiempo parcial involuntario se consolide y se haga extensible a todos los sectores productivos y que, por otro lado, el empleo a tiempo parcial voluntario vuelva a aumentar.

Empleo a tiempo parcial

(% sobre el empleo total)



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

Empleo a tiempo parcial *

(% sobre el empleo total) (% sobre el empleo a tiempo parcial)



Nota: * Promedio de cuatro trimestres.

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

1. Véase «The Crisis and Its Aftermath: a Stress Test for Societies and for Social Policies», Society at Glance 2014, OCDE.

2. En el RDL 10/2010, la reducción de jornada permitida por motivos económicos, técnicos u organizativos pasa del rango 33%-50% a 10%-70%. El RDL 3/2012 y el RDL 1483/2012 clarifican las condiciones económicas en que las empresas pueden hacer uso de la mayor flexibilidad interna.

3. Véase RDL 16/2013.

FOCUS · Hacia un modelo productivo menos dependiente de las importaciones

El dinamismo de las importaciones en la actual etapa de recuperación ha puesto en entredicho la capacidad de mantener la cuenta corriente en superávit. Una corrección sostenible del desequilibrio exterior debería fundamentarse en un modelo productivo que, además de contar con una base exportadora más amplia y competitiva, también dependiera menos de las importaciones. En este Focus se analiza el comportamiento de las importaciones desde que se inició la recuperación, en el 3T 2013, para constatar que la economía española parece haber encauzado el camino hacia tal transformación.

Una primera estrategia para valorar el crecimiento de las importaciones es relacionarlo con la evolución de los distintos sectores que están impulsando el crecimiento. Así, si los sectores que precisan de más *inputs* importados para poder elaborar sus productos son los que impulsan la mejora de la actividad económica, será normal que las importaciones también crezcan con fuerza. Esto es precisamente lo que está sucediendo: la recuperación está siendo más vigorosa en las ramas de actividad que presentan un mayor contenido importador.¹ La industria, que es el sector con el contenido importador más elevado (38,2%), registró el mayor crecimiento acumulado de su valor añadido entre el 2T 2013 (inicio de la recuperación) y el 2T 2015 (dato más reciente). Una valoración similar se puede hacer analizando el crecimiento desde la óptica de la demanda. Los componentes que se están recuperando a un mayor ritmo son el consumo privado, en especial de bienes duraderos, y la inversión, precisamente los componentes de mayor intensidad importadora (29,0% y 35,8%, respectivamente).

De todas formas, es preciso tener en cuenta que, muy probablemente, esto no refleja un cambio estructural de la economía hacia los sectores de mayor contenido importador. La industria, por el lado de la oferta, y la inversión y el consumo de bienes duraderos, por el lado de la demanda, tienden a fluctuar mucho a lo largo del ciclo económico: caen más durante las recesiones y crecen más durante la fase expansiva del ciclo. De hecho, el peso de la industria y de la inversión presenta una tendencia secular a la baja en los países desarrollados, lo que debería favorecer una menor dependencia de las importaciones a largo plazo.

Para determinar mejor si la tendencia de fondo de la economía española es a reducir la dependencia de las importaciones, es necesario calcular el contenido importador de las distintas partidas del PIB a lo largo del tiempo. Desafortunadamente, los datos disponibles no tienen la frecuencia necesaria. De hecho, las estimaciones más recientes

1. El contenido importador es la proporción del valor de la producción que corresponde a consumos intermedios importados.

del contenido importador de los principales componentes de demanda del PIB corresponden a 2005.² De todas formas, un sencillo ejercicio resulta ser muy ilustrativo. Tomando como referencia el contenido importador estimado en 2005, se puede extrapolar la evolución de las importaciones según el crecimiento observado en los distintos componentes de demanda del PIB. Así, si el crecimiento de las importaciones predicho es superior al observado, se puede concluir que se ha reducido el contenido importador. Este es precisamente el resultado que se obtiene. Por tanto, cuando se tiene en cuenta el crecimiento de los componentes del PIB, y el contenido importador estimado en 2005, el fuerte crecimiento de las importaciones observado durante los últimos años queda matizado. Por ejemplo, las importaciones deberían haber crecido un 7,6% interanual en el 2T 2015 si la intensidad importadora se hubiera mantenido constante desde 2005, y, en realidad, crecieron un 6,8%.

Dos reflexiones respecto al resultado obtenido. Primero, parte de la diferencia entre la evolución observada de las importaciones y la predicha según la evolución de los componentes del PIB y su contenido importador responde a la caída del precio del petróleo, que ha provocado que el crecimiento de las importaciones esté siendo más moderado en términos nominales. De todos modos, antes de que el precio del petróleo empezara a descender, el crecimiento de las importaciones ya era inferior al predicho. Ello refuerza la idea que se está produciendo un cambio estructural hacia una menor dependencia de las importaciones. Segundo, visto que las ramas de actividad que más están creciendo son aquellas con un mayor contenido importador, cabría esperar que el crecimiento de las importaciones observado fuera superior al predicho, y no inferior. Este segundo factor, por tanto, también refuerza la idea del cambio hacia un patrón de crecimiento menos dependiente de las importaciones.³

En definitiva, la evidencia no es directa y, por tanto, es necesario un análisis más detallado para llegar a conclusiones firmes. Pero el ejercicio llevado a cabo apunta a que las ganancias de competitividad obtenidas durante los últimos años están ayudando a construir un modelo de crecimiento menos dependiente de las importaciones. Si se sigue avanzando en la misma dirección, la economía española será capaz de crecer a ritmos elevados sin generar desequilibrios externos.

2. Véase «El contenido importador de las ramas de actividad en España», *Boletín Económico*, febrero 2012, Banco de España.

3. La evolución teórica de las importaciones según la intensidad importadora estimada en 2005 se lleva a cabo con un nivel de desagregación por componentes de demanda limitado. Dado el efecto composición comentado, si se pudiera desarrollar dicho ejercicio con un mayor detalle, el crecimiento predicho de las importaciones sería superior.

FOCUS · PGE 2016: del ajuste estructural al cíclico

Los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2016, que presentó el Gobierno el pasado mes de julio en el Parlamento, incluyen una mejora del cuadro macroeconómico de la economía española, con un crecimiento previsto del 3,3% en 2015 y del 3,0% en 2016. Este escenario es el que debe permitir que el déficit fiscal para 2016 llegue al 2,8%, lo que supondría abandonar el procedimiento de déficit excesivo, puesto que la cifra se sitúa por debajo del umbral del 3%. La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AiRef) ha juzgado estas previsiones como razonables en su conjunto aunque no exentas de riesgos. En este Focus se analizan tanto la composición del ajuste previsto como su verosimilitud.

La mayor parte de la reducción del déficit no responde a un aumento de los ingresos, sino a una reducción de los gastos. Empezando por los primeros, los PGE prevén que los ingresos no financieros totales aumenten ligeramente en 2016 (+0,6%) mediante la disminución de los ingresos no tributarios (-32,5%), excepcionalmente altos en 2015,¹ que quedarían compensados por un fuerte incremento de los ingresos tributarios (+6,2%). La recaudación tributaria estaría impulsada por la mejoría económica, que se traduciría en un aumento de la recaudación por IRPF (+5,5%), por impuesto sobre sociedades (+10%) y por IVA (+4,6%). En la Seguridad Social, los ingresos por cotizaciones sociales aumentarían un 6,7%. Estas previsiones de ingresos asumen que el impacto de la actividad económica sobre la recaudación será superior al históricamente registrado, lo que puede indicar un ligero optimismo. Además, la reforma tributaria se acabará de implementar con la rebaja del impuesto sobre sociedades y mediante un año completo de rebaja del IRPF, por lo que los ingresos previstos deberían ser menores.

Por lo que se refiere a los gastos del Estado, está previsto que disminuyan en 2016 (-3,0%) debido a la importante reducción del pago de intereses y de las transferencias corrientes. El menor gasto en el pago de intereses (-5,6%) refleja el menor coste medio de la deuda y su estabilización. Las transferencias corrientes se reducen en un 3,2% como consecuencia de la menor aportación al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) a causa de la disminución del gasto por prestaciones de desempleo. Las previsiones de ambas partidas parecen plausibles, a tenor del cuadro macroeconómico esperado.

Excluyendo estas reducciones cíclicas, los gastos aumentarán en 2016 en gran parte del resto de partidas (gastos de personal, clases pasivas, aportación a la Seguridad Social, etc.). Es en este apartado de gastos, además, donde se

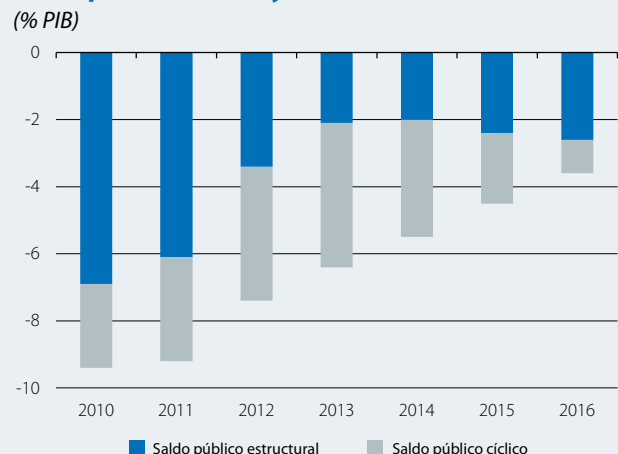
1. En 2015, la partida de ingresos no tributarios fue excepcionalmente elevada debido a los ingresos derivados de la privatización de AENA.

concentran la mayoría de las nuevas medidas incluidas en los presupuestos. Entre ellas, destacan las que afectan al colectivo de funcionarios: obtendrán un aumento salarial del 1% y la devolución del 50% de la paga extra suprimida en 2012 y de los días libres («moscosos» y «canosos»), y aumentará la tasa de reposición de sus plantillas, gracias al incremento previsto de los costes de personal del Estado, del 5,0%.

Los PGE 2016 establecen el mismo objetivo de déficit para 2016 que contemplaba el Programa de Estabilidad 2014-2017, presentado en abril de 2014. Este programa, no obstante, contemplaba un crecimiento del PIB muy inferior, del 1,8% en 2015 y del 2,3% en 2016, lo que implica que el ajuste estructural que se planea llevar a cabo ahora entre 2015 y 2016 sea muy inferior al previsto cuando se acordó la senda de reducción de déficit público con la Comisión Europea. Si se mantuviera el ajuste estructural calculado entonces (de 5 décimas) y se cumplieran las previsiones económicas del Gobierno, el déficit podría reducirse hasta el 2,3% en el próximo año. Como se apunta en los PGE, el ajuste no viene dado ahora, como en años anteriores, por medidas discrecionales de reducción del gasto o de aumento de los recursos tributarios, sino por el aumento de los ingresos y la reducción de los gastos gracias a la mejoría económica.

Los PGE 2016 suponen, pues, un cambio tras varios años de fuertes ajustes estructurales: en la actualidad son las mejoras cíclicas de la economía las que ayudarán a reducir el déficit. Lo óptimo sería realizar los ajustes estructurales cuando el viento sopla de cola para recuperar más rápidamente la buena senda de las finanzas públicas, y evitar tener que repetir la experiencia de afrontarlos cuando el viento viene de cara.

Saldo público cíclico y estructural



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

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

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	06/15	07/15	08/15
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	0,9	1,5	2,2	2,3	2,4	2,4
Construcción	-12,1	-1,6	1,6	4,6	5,6	5,3	4,9	4,5
Servicios	-2,0	2,2	2,8	3,5	3,7	3,6	3,6	3,4
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	2,3	3,0	3,8	3,7	3,7	3,5
No asalariados	-0,6	2,2	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7
TOTAL	-3,2	1,6	2,3	2,9	3,5	3,4	3,4	3,2
Población ocupada²	-2,8	1,2	2,5	3,0	3,0	-	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	-14,2	18,8	23,0	24,1	7,7	15,1	8,6	10,1
Temporales	6,4	13,1	7,7	12,2	11,2	13,5	9,2	10,0
TOTAL	4,0	13,4	8,8	13,2	10,9	13,6	9,1	10,0
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-6,9	-9,8	-9,3	-10,5	-14,3	-13,4
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,7	-6,1	-7,4	-7,1	-7,9	-7,6
TOTAL	2,7	-5,6	-5,8	-6,5	-7,6	-7,4	-8,5	-8,1

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
General	1,4	-0,1	-0,5	-1,0	-0,3	0,1	-0,4	-0,9
Subyacente	1,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,8	0,7	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	0,8	0,3	1,9	1,7	2,7	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-4,3	-9,7	-6,4	-5,8	-9,8	...

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	06/15	07/15
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	4,8	4,3	4,4	5,4	7,8	8,9
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,3	5,0	2,5	5,8	9,8	6,4
Saldo corriente	15,6	10,2	7,5	10,2	12,1	15,0	15,0	16,2
Bienes y servicios	33,5	26,0	25,6	26,0	27,4	27,6	27,6	28,2
Rentas primarias y secundarias	-17,9	-15,7	-18,1	-15,7	-15,3	-12,6	-12,6	-12,0
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,3	14,7	13,4	14,7	15,6	19,1	19,1	21,0

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	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	07/15	08/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,8	-5,8	-3,7	-5,9	-0,7	-2,9	-	-
Estado ¹	-4,9	-3,9	-3,1	-3,9	-1,0	-2,1	-2,4	-2,5
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,0	-1,7	-0,2	-0,8	-0,7	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,4	0,6	0,1	0,2	-	-
Seguridad Social	-1,1	-1,1	0,0	-1,1	0,3	-0,4	-0,2	...
Deuda pública (% PIB)	92,1	97,7	96,8	97,7	98,0	97,7	...	...

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	06/15	07/15	Saldo 07/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-8,2	-4,9	-4,4	-4,6	-5,0	-4,5	-4,6	-4,6	1.665,8
Empresas no financieras	-10,6	-4,8	-4,0	-4,7	-5,6	-5,1	-5,4	-5,2	932,5
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,0	-4,6	-4,1	-3,7	-3,7	-3,7	733,2
Administraciones públicas ⁴	16,8	7,0	5,9	6,7	4,9	4,1	4,0	3,4	1.040,1
TOTAL	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	2.705,9
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	-1,7	-1,0	1.163,6
A la vista	4,2	10,8	13,6	14,8	17,9	19,5	18,2	19,7	367,9
De ahorro	-0,1	5,8	6,9	6,8	10,5	12,3	12,9	13,6	243,2
A plazo	1,7	-7,6	-9,4	-11,3	-13,5	-15,5	-16,5	-16,1	530,6
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,3	5,2	8,9	10,5	8,2	6,0	22,0
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-6,8	-6,8	-11,4	-11,5	-13,0	-16,1	102,9
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,7	-2,2	-2,3	-2,2	-2,8	-2,4	1.266,5
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,0	12,5	12,1	11,0	11,0	10,9	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	59,1	58,1	58,5	60,0	60,0	60,3	-

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.

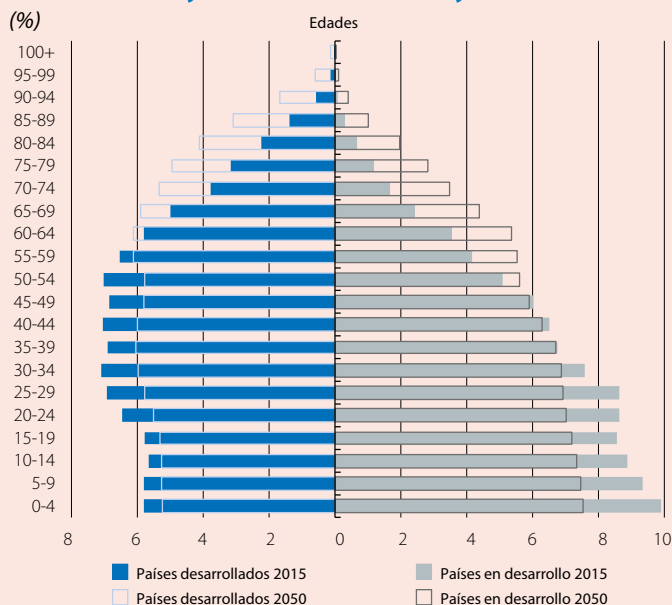
EL RETO DEMOGRÁFICO

El impacto de la transición demográfica ¿es inevitable?

El crecimiento de la población se ha ido reduciendo de manera paulatina en los países desarrollados a lo largo de este último medio siglo. Este fenómeno corresponde al final de etapa de una transición demográfica en la que una sociedad que ya ha reducido su tasa de mortalidad de manera importante disminuye también su tasa de natalidad hasta cuotas similares (o incluso menores), y se produce un estancamiento (o descenso) del tamaño de la población. Al mismo tiempo, a este estancamiento de la población se le añade un aumento de la esperanza de vida que conduce a un importante envejecimiento. En este Dossier analizamos la amplitud de esta transición demográfica, su impacto sobre la macroeconomía y los cambios que pueden producirse a nivel poblacional y que podrían modificar este impacto.

El informe «Perspectivas de la Población Mundial 2015» de las Naciones Unidas describe la ralentización del crecimiento de la población y señala que incluso se volverá negativo en algunas áreas geográficas. El descenso del nivel de población, que ya comenzó hace una década en países como Alemania, proseguirá durante el próximo decenio en otros, como España e Italia, y alcanzará al conjunto de la eurozona en 2030. Asimismo, los flujos de inmigración actuales, aunque positivos, no serán suficientes para contrarrestarla. A esta disminución se suma un cambio en la pirámide poblacional, que presenta una mayor proporción de población en edades avanzadas.

Distribución de la población mundial en países desarrollados y en desarrollo, 2015 y 2050



Nota: Los países desarrollados corresponden a aquellos con un PIB per cápita superior a 3.975 dólares y los países en desarrollo corresponden a aquellos con un PIB per cápita menor.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de las Naciones Unidas («Perspectivas de la Población Mundial 2015»).

Esta importante transformación demográfica puede influir de manera directa en el crecimiento económico. Una menor población puede conllevar una menor oferta laboral, un menor consumo agregado y una menor necesidad de inversión, lo que disminuiría el tamaño de la economía en su conjunto. Por otro lado, el envejecimiento de la población implica un cambio de las características de su economía, al tener distintos grupos de edad distintas necesidades y capacidades productivas. La teoría del ciclo vital postula que los individuos intentan mantener un nivel estable de consumo a lo largo de su vida, de manera que ahorran cuando están en activo y empiezan a gastar sus ahorros a partir del momento de la jubilación. Así, suponiendo que no hay cambios en el comportamiento de los distintos grupos de edad ni en el nivel de población total, un envejecimiento de la población puede reducir la oferta laboral a la vez que el nivel de ahorro agregado. Sin embargo, una mayor esperanza de vida puede incentivar a los individuos a trabajar durante más tiempo, a invertir más en educación para aumentar su capital humano o ahorrar más antes de la jubilación para financiar un periodo más largo de inactividad, lo que podría contrarrestar los efectos mencionados. En gran medida, el efecto agregado sobre la oferta laboral determinará el impacto del envejecimiento sobre el PIB per cápita. La evidencia empírica señala que, hasta la fecha, dicho impacto ha sido negativo, aunque más bien limitado.¹ El impacto del envejecimiento sobre el ahorro agregado también parece ser negativo (para más detalle, véase «Demografía y precios de los activos financieros: se agotan los vientos de cola» del presente Dossier). El cambio demográfico puede influir asimismo en los precios al añadir presiones deflacionarias en la economía si disminuye la

para contrarrestarla. A esta disminución se suma un cambio en la pirámide poblacional, que presenta una mayor proporción de población en edades avanzadas. El número de individuos de más de 65 años ha pasado de representar el 15% de la población de la eurozona en 1990 al 21% en 2015 y se espera que llegue al 24% en 2025 y alcance el 32% en 2050. En países como Alemania, Italia o España, más de un tercio de la población tendrá más de 65 años en esa fecha. La excepción (relativa) es Francia, que, gracias a una tasa de natalidad más elevada, podrá ir aumentando la población y retrasar el envejecimiento, aunque un 26% de sus ciudadanos serán mayores de 65 años en 2050. Evidentemente, este envejecimiento también se registrará en un futuro en los países en vías de desarrollo, aunque su pirámide poblacional muestra que aún no se está produciendo en la mayoría. Así, estos países tienen el potencial de retrasar el fenómeno de envejecimiento poblacional de los desarrollados, al menos de manera parcial, vía la inmigración.

Esta importante transformación demográfica puede influir de manera directa en el crecimiento económico. Una menor población puede conllevar una menor oferta laboral, un menor consumo agregado y una menor necesidad de inversión, lo que disminuiría el tamaño de la economía en su conjunto. Por otro lado, el envejecimiento de la población implica un cambio de las características de su economía, al tener distintos grupos de

1. Véase IMF (2014), «Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy», IMF Working Paper 14/210.

demanda agregada (al reducirse la población, por ejemplo) y en la sostenibilidad del Estado del bienestar, al aumentar la proporción de población dependiente (véase «Cómo afectan las canas al gasto público», también en este Dossier).

Varios factores pueden modificar el impacto previsto de la transición demográfica en la economía. En primer lugar, aunque en este Dossier nos centremos en los aspectos demográficos, no hay que olvidar que un aumento de la productividad de la economía (a través de la tecnología, por ejemplo) puede contrarrestar de manera significativa los efectos del envejecimiento, puesto que una mayor productividad incrementaría la tasa de crecimiento potencial a lo largo del periodo (véase el segundo gráfico). En segundo lugar, hay que tener en cuenta que las previsiones demográficas se han realizado bajo hipótesis específicas (como el nivel de fertilidad, de mortalidad o de inmigración) difíciles de predecir con exactitud, en particular a largo plazo, y existe por tanto un grado de incertidumbre sobre cómo acabarán materializándose. Finalmente, las previsiones demográficas asumen que el comportamiento de cada generación se mantiene constante, pero como hemos mencionado anteriormente, el comportamiento poblacional puede modificarse en respuesta a los cambios demográficos.² Por ejemplo, si la edad de jubilación se ajustara al alza a medida que crece la esperanza de vida, el crecimiento del PIB podría ser más elevado.

Analicemos más en detalle los cambios en el comportamiento poblacional que pueden contrarrestar el impacto de esta transición demográfica: la natalidad, la inmigración y la oferta laboral. Un aumento de la tasa de natalidad puede reducir el envejecimiento poblacional. Sin embargo, la natalidad es endógena al desarrollo de un país y, a medida que este se va desarrollando, la natalidad disminuye hasta un nivel de bienestar tal en el que las preferencias sociales suelen cambiar y el Estado puede permitirse financiar importantes políticas de apoyo a la natalidad. En cualquier caso, modificar el patrón de natalidad de una sociedad es complejo y caro, por lo que difícilmente podrá contrarrestar por sí solo el efecto del envejecimiento.

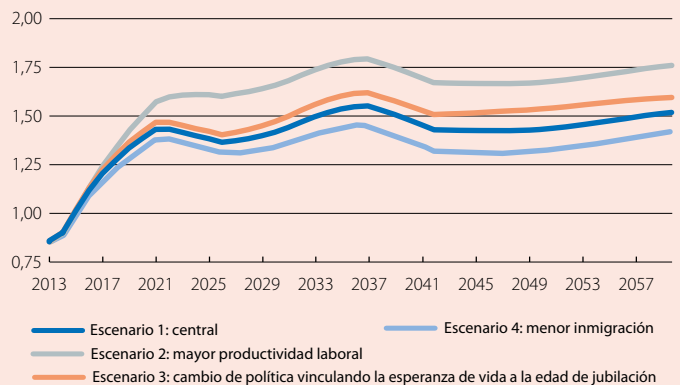
Otra palanca para compensar el cambio demográfico de los países desarrollados es intensificar los flujos de inmigración. Se prevé que la inmigración neta anual entre 2020 y 2050 sea de un tamaño equivalente al 0,22% de la población de la eurozona y que tenga una mayor incidencia en España (0,27%), Alemania (0,25%) o Italia (0,24%) que en Francia (0,15%). Hay que tener en cuenta, sin embargo, la dificultad de predecir los flujos migratorios, que dependen tanto de las condiciones económicas y sociales de los países de origen como de los de acogida y que pueden cambiar rápidamente, como evidencia la reciente entrada masiva de refugiados a Europa estas últimas semanas. En todo caso, los flujos migratorios pueden tener un impacto considerable, en particular para los países con un mayor envejecimiento poblacional, como Alemania, pero deben gestionarse con las políticas de inmigración adecuadas para lograr que la integración tenga éxito.

Finalmente, se puede reducir el impacto de estos cambios demográficos a través de un aumento de la oferta laboral, ya sea mediante una vida laboral más extensa, ya sea mediante una mayor participación laboral. El incremento de la esperanza de vida, en especial de los años con buena salud, va a permitir que se pueda trabajar durante mucho más tiempo, un factor muy relevante pero que no siempre se tiene lo suficientemente en cuenta. Otra manera de acrecentar la oferta laboral es potenciar la participación laboral femenina y de otros grupos infrarrepresentados en la fuerza laboral, como los inmigrantes, así como incrementar el número de horas trabajadas.

En definitiva, los cambios en el comportamiento de la población pueden solucionar una parte importante de la transición demográfica que muy probablemente se producirá. Pero para ello es imprescindible utilizar todos los frentes disponibles, incluyendo la toma de decisiones políticas en el diseño institucional (reformas de los sistemas de pensiones y tributarios, de las políticas de inmigración, etc.). Si no, será casi imposible que los individuos tengan los incentivos y recursos necesarios para poder ajustar sus decisiones en la dirección correcta.

Josep Mestres Domènech
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Tasas de crecimiento del PIB potencial previstas en la Unión Europea (2013-2060), varios escenarios



Nota: El escenario 1 (central) contiene ya cambios previstos en distintas áreas (jubilación, participación laboral, inmigración, etc.). El escenario 2 asume la convergencia hacia una productividad laboral 0,25 p. p. más alta que la del escenario central. El escenario 3 asume una salida más tardía del mercado de trabajo en función del aumento de la esperanza de vida. El escenario 4 asume una inmigración un 20% menor que en el escenario central.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea («The 2015 Ageing Report»).

2. Véase Bloom *et al.* (2011), «Implications of Population Aging for Economic Growth», NBER Working Paper 16705.

Demografía y precios de los activos financieros: se agotan los vientos de cola

No sorprenden, por abundantes, los análisis que pretenden explicar el movimiento de los precios de los activos financieros basándose en factores como la coyuntura económica, las actuaciones de los bancos centrales, las noticias empresariales o los eventos geopolíticos. Sí pueden sorprender, por ser menos frecuentes, los que ponen el foco en la demografía. La miopía que sufre una gran parte de los inversores les lleva a omitir esta variable, cuya fuerza es tan lenta en el tiempo como poderosa en intensidad. En efecto, la teoría sugiere y la evidencia histórica muestra que las dinámicas demográficas condicionan los dos ingredientes fundamentales de la valoración de activos: el tipo de interés real libre de riesgo y las primas de riesgo.

En un Dossier anterior¹ nos referíamos a la conclusión básica que postula la teoría económica respecto al impacto sobre el tipo de interés: una mayor proporción de población adulta y cercana a la jubilación conlleva un tipo real de interés de equilibrio más bajo. El marco conceptual descansa en la denominada hipótesis del ciclo vital, según la cual los perfiles de renta, consumo y ahorro de los individuos van cambiando con la edad: cuando son jóvenes se endeudan (principalmente para la adquisición de vivienda), en la edad adulta ahorran (para repagar la deuda y en previsión de la vejez) y en la jubilación desahorran. En agregado, un aumento de la proporción de población en la franja de edad adulta (digamos 40-65 años) supondría un mayor volumen de ahorro que, *ceteris paribus*, presionaría el tipo de interés a la baja. Por el contrario, en cuanto una masa suficiente de personas se desplazase hacia la región de la jubilación, el tamaño del ahorro total se reduciría, lo que presionaría el tipo de interés de equilibrio al alza. Esta conclusión esencial se mantiene en los múltiples modelos que se han propuesto para enriquecer el análisis, incorporando variantes respecto a las interacciones entre las distintas generaciones solapadas, la presencia de seguridad social, las herencias, la incertidumbre, etc.

Los datos han evolucionado en línea con la pauta teórica. De hecho, el singular fenómeno demográfico de la generación del *baby boom* (los nacidos tras la Segunda Guerra Mundial) está resultando un experimento natural paradigmático, al menos hasta ahora. Efectivamente, la transición demográfica (el recorrido de los numerosos *baby boomers* por la edad adulta hasta llegar a las puertas de la jubilación) habría supuesto una bajada del tipo de interés real de equilibrio de cerca de 2 puntos en las últimas tres décadas, según un reciente informe.²

Conforme dicha generación se adentre en la jubilación, el tipo de interés debería aumentar con notable rapidez: 1 punto en cinco años y 2,25 puntos en 10 años. De este modo, en el no muy lejano 2025, el tipo real de interés habría retornado a su valor histórico de equilibrio, en torno al 2,5%-3,0%, de la mano de un espectacular descenso estimado del ahorro global del orden del 25% (unos 6 puntos del PIB mundial). Estas cifras ponen de manifiesto el poderoso efecto que puede llegar a tener la demografía sobre el cimiento de los mercados financieros, si bien hay que tomarlas con las debidas cautelas por diversos motivos. Por un lado, el propósito de estas estimaciones es calibrar el efecto de la demografía sobre el tipo de interés por la vía de la oferta de ahorro, considerando que la demanda de ahorro (para atender la inversión real) se ajusta al tipo de interés, o que se desplaza en mucha menor medida que la oferta, de modo que es el movimiento de esta última lo que determina el tipo de interés real. Por otro lado, el grado de convicción en las proyecciones de ahorro de los países emergentes no es elevado, y no solo porque las propias previsiones demográficas sean cuestionables, sino también por la ausencia de referencias históricas sobre el comportamiento del ahorro de los individuos en contextos análogos de transformación económica radical. Dos países serán clave: la India y China (cuya elevadísima tasa de ahorro dio pie a la expresión *global savings glut*).

La conexión teórica entre la demografía y el precio de los activos con riesgo (por ejemplo, las acciones) también se articula mediante relaciones sencillas en su esencia. Por un lado, la equiparación del precio de cada activo con la suma de los flujos que genere en el futuro (dividendos en el caso de las acciones), pero descontados con una determinada tasa para valorarlos al momento presente, de modo que una mayor tasa de descuento supondría un menor precio actual del activo (y una menor ratio PER, *price-to-earnings ratio* o ratio precio-ganancias). Dicha tasa se compone del tipo de interés real libre de riesgo antes analizado, más una prima de riesgo bursátil (*equity premium*). Por otro lado, la idea de que la actitud hacia el riesgo del individuo típico cambia a lo largo del ciclo vital. En particular, la tolerancia al riesgo inherente a la bolsa es alta en la juventud y a principios de la edad adulta y baja conforme se acerca la jubilación. Fruto de ello y de las necesidades y posibilidades financieras, la composición de su cartera va cambiando: el peso de las acciones es alto al principio y bajo al final. En consecuencia, la dinámica demográfica

1. Véase «Tipos de interés reales bajos y estabilidad económica» en el IM09/2014.

2. Gavin, M. (2015) «Equity Gilt Study», Barclays.

acaba incidiendo sobre la prima de riesgo exigida en el mercado: el envejecimiento de los inversores supone una prima al alza, una corriente vendedora para reducir el peso de la renta variable y unas cotizaciones a la baja.

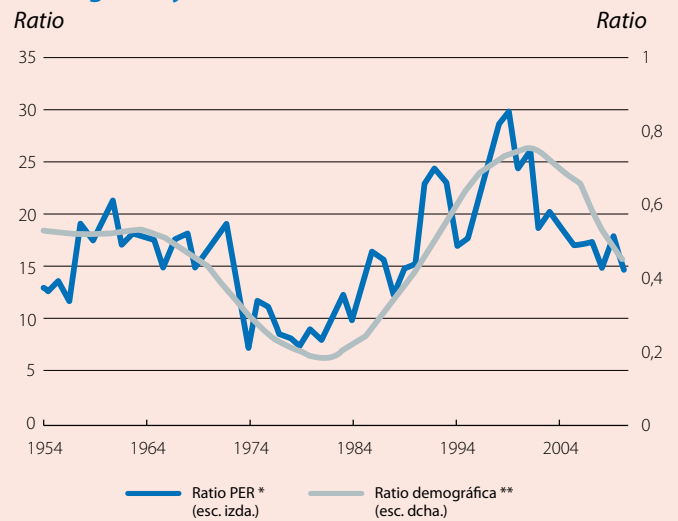
También en este ámbito los datos tienden a respaldar los resultados que postula la teoría, y de nuevo con los *baby boomers* como protagonistas. En las últimas tres décadas las bolsas desarrolladas han deparado rendimientos notablemente más altos que en las décadas precedentes, coincidiendo con el paso de los miembros de dicha generación por la fase álgida de la acumulación de renta variable, entre los 35 y los 55 años. Diversos estudios empíricos³ han encontrado una elevada correlación entre la distribución por edades y las cotizaciones bursátiles, la mayoría de ellos referidos a EE. UU. En el gráfico puede apreciarse el estrecho comovimiento entre la ratio bursátil PER y la ratio demográfica definida como el cociente entre la población en la cohorte de edad mediana (40-49 años) y la población en la cohorte alrededor de la jubilación (60-69 años). Esta ratio parece especialmente apropiada para capturar el sentido de la teoría por cuanto compara las dos cohortes más significativas para decantar la balanza, dejando fuera a los muy jóvenes por la escasa relevancia de sus carteras de acciones y a los que ya llevan tiempo en la jubilación. Un incremento en esta ratio se asocia con un aumento en la valoración de las acciones.

Las proyecciones para las próximas dos décadas en función de estas relaciones no invitan al optimismo inversor: la demografía de los países emergentes irá asimilándose a las actuales en los desarrollados, la población mundial estará cada vez más envejecida, la reducción del ahorro presionará al alza el tipo de interés real libre de riesgo y la prima bursátil también aumentará por la mayor proporción de personas en plena edad de jubilación o acercándose a ella. Ello implicará una tasa de descuento más elevada que la actual, que tenderá a presionar a la baja los precios de los activos. No obstante, vale la pena resaltar algunas consideraciones que podrían matizar, o incluso contrarrestar, estas sombrías previsiones. Por un lado, durante el proceso de aumento del tipo de interés disminuirá el valor de las carteras existentes de bonos a tipo fijo, pero una vez se alcance un nuevo nivel de equilibrio más elevado, los rendimientos serán más atractivos. Además, los datos más recientes indican que la recomposición de carteras por la población jubilada se realiza más lentamente que por los trabajadores en edad de ahorrar, de modo que el efecto negativo sobre la renta variable podría ser más tenue de lo que se ha observado en sentido positivo durante las tres últimas décadas. Por último, y para completar el escenario, las cotizaciones bursátiles no solo dependerán de la tasa de descuento sino también del flujo de dividendos, de beneficios y, al final, del crecimiento económico. Esto nos lleva a otro gran factor de los análisis de largo plazo: la innovación tecnológica, que en el transcurso de la historia ha permitido grandes avances de productividad y renta. Se erige ahora como la gran esperanza para contrarrestar unos vientos demográficos que están dejando de ser favorables.

José Suárez-Lledó

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Demografía y rendimientos bursátiles



Notas: * Ratio PER (precio/ganancias) en la bolsa de EE. UU.

** La ratio demográfica se define como el cociente entre la población en la cohorte de edad mediana (40-49 años) y la población en la cohorte alrededor de la jubilación (60-69 años) en la bolsa de EE. UU.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de Liu, Z. y Spiegel, M. (2011).

3. Favero, J., Gozluclu, M. y Tamoni, M. (2011) «Demographic trends, the dividend-price ratio and the predictability of long-run stock market returns», Journal of Financial and Quantitative Analysis; Liu, Z. y Spiegel, M. (2011) «Boomer Retirement; Headwinds for U. S. Equity Market» (2011-26), FRBSF Economic Letter; Geanakoplos, C., Magill, A. y Quinzii, A. (2004) «Demography and the Long Run Behaviour of the Stock Market», Brookings Papers on Economic Activities; Poterba, J. (2001) «Demographic Structure and Asset Returns», The Review of Economics and Statistics.

Cómo afectan las canas al gasto público

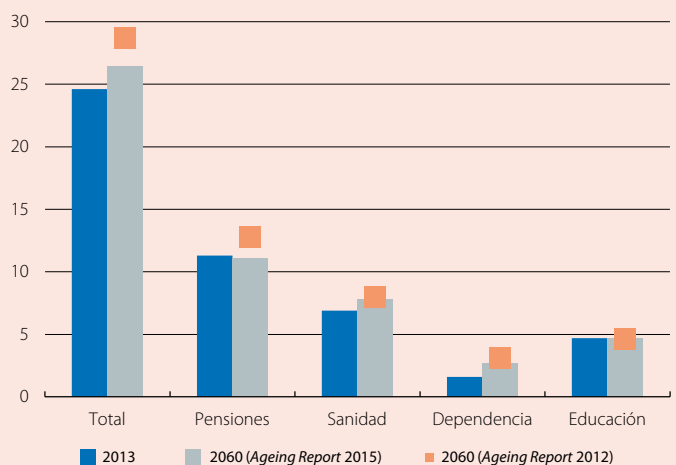
A medida que los países peinan más canas, aumentan las voces que alertan de la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. El envejecimiento de la población y el consiguiente aumento de las ratios de dependencia pueden disminuir los ingresos fiscales e incrementar el gasto público de manera sustancial. Cualquier medida que ayude a contener este gasto, así como políticas que engrosen los ingresos de las arcas públicas, son vitales en regiones que, como la UE, envejecen. Sin embargo, todavía no se ha logrado consensuar una estrategia para hacer frente a uno de los grandes retos que deben afrontar los Estados del bienestar.

El envejecimiento de la población afecta a los ingresos públicos, reduciéndolos: este fenómeno, entre otros factores y siempre y cuando no se den cambios regulatorios o de preferencias, disminuye la fuerza laboral y, por tanto, la capacidad recaudatoria del Estado.^{1,2} Una nueva regulación que retrasase la edad legal de jubilación, por ejemplo, podría suavizar, e incluso llegar a revertir, el descenso de los ingresos.³

Por otra parte, una población más envejecida, siempre y cuando, de nuevo, no se den cambios regulatorios o de preferencias, comporta un mayor gasto en tres ámbitos: las pensiones, la salud y la dependencia. Por el contrario, supone un menor gasto educativo, que se concentra en los primeros años de vida de los individuos. *A priori*, este aumento del gasto se intuye significativo. Sin embargo, estimar en qué medida influye el envejecimiento en el gasto no es una tarea fácil, pues distintos factores confluyen de manera simultánea y pueden tanto aumentarlo como disminuirlo, enmascarando el verdadero efecto de la vejez. Por ejemplo, el envejecimiento de la población suele ir acompañado de un aumento de la renta per cápita, y la población que percibe rentas más altas suele solicitar más servicios sanitarios, pues son un bien de lujo, lo cual dificulta cuantificar qué parte del incremento del gasto en sanidad es consecuencia del envejecimiento y qué parte de ser más rico.

Proyecciones del gasto público para la UE

(% PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (Ageing Report, 2012 y 2015).

Un extenso estudio elaborado recientemente por la Comisión Europea acerca de los efectos del envejecimiento en el gasto público apunta a que el impacto será limitado a largo plazo.⁴ En concreto, para el promedio de la UE, los resultados indican un incremento del gasto por envejecimiento de solo 1,6 puntos del PIB en 2040 y de 1,8 puntos del PIB en 2060 (respecto al 24,6% del PIB de 2013), como se recoge en el gráfico. Asimismo, la mayor parte de dicho incremento es consecuencia del mayor gasto en salud y dependencia. Por el contrario, el gasto en pensiones, que representa cerca del 50% del gasto público total, apenas cambiará, en términos de PIB, a lo largo de los próximos 45 años: del 11,3% del PIB en 2013 ascenderá al 11,7% en 2040 y bajará de nuevo al 11,1% en 2060. Lo mismo ocurrirá con el gasto educativo. Este escenario planteado por la Comisión Europea descansa, en buena parte, en el supuesto de que las medidas recientemente anunciadas sobre las pensiones en los países de la Unión se mantendrán a medio plazo, lo que afectará a las tasas de participación, aumentándolas, y comportará una disminución significativa del gasto por pensionista, pues en su mayoría estas medidas persiguen asegurar la sostenibilidad de las pensiones. Así, el factor de sostenibilidad aprobado en España, que entrará en vigor en 2019 y que vincula los beneficios por pensionista a la esperanza de vida de la población, de tal manera que un aumento de la esperanza de vida disminuye la pensión percibida, es un elemento que debería rebajar el efecto negativo demográfico en el gasto de pensiones a medio plazo. Lo mismo se observa en la vinculación entre la edad legal de jubilación y la esperanza de vida aplicada en Portugal desde este mismo año, según la cual una mayor esperanza de vida retrasa la edad legal de jubilación.

1. Se asume que la productividad laboral es constante, de no ser así, la capacidad recaudatoria podría aumentar.

2. Véase el artículo «El impacto de la transición demográfica ¿es inevitable?», en este mismo Dossier, para una discusión más detallada de los efectos del envejecimiento sobre el PIB y el PIB per cápita y, por tanto, de manera indirecta, sobre los ingresos públicos.

3. Véase el Dossier «Los retos del sistema de pensiones» del IM11/2013.

4. Véase «The 2015 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)», European Commission, 2015.

Por su parte, el aumento del gasto en sanidad y dependencia como consecuencia del envejecimiento hasta 2060 es parecido: de 0,9 y 1,1 puntos del PIB, respectivamente. A diferencia de las pensiones, en estos dos epígrafes no se suponen cambios regulatorios que puedan disminuir el gasto, pero sí se asume un patrón de salud para los años de vida adicionales de los individuos. En concreto, se prevé una mejora de la salud de la población, de modo que una persona de 67 años de 2040 equivaldría, en términos de gasto sanitario y de dependencia, a una persona de 64 en 2015, por ejemplo, y a una persona de 70 años en 2060. Si no fuera así, los gastos sanitarios, y sobre todo los de dependencia, aumentarían de forma significativa. En consonancia con los resultados de la Comisión Europea, un estudio elaborado por la OCDE sobre la evolución de los costes públicos en salud y dependencia concluye que son los factores no demográficos los que explican la mayor parte del aumento de los gastos; en concreto, factores como las mejoras tecnológicas, cambios en el nivel de renta o institucionales, frente a elementos demográficos como el envejecimiento.⁵

Según estos dos estudios, todo apunta a que no debiera preocuparnos en exceso la sostenibilidad del gasto público en el contexto actual de envejecimiento poblacional. Sin embargo, la sensibilidad de las estimaciones a los supuestos es tan grande que no es de extrañar que analistas del BCE hayan puesto en duda los recientes resultados de la Comisión Europea en su *Boletín Económico* de junio. Hace apenas tres años, la propia Comisión estimaba un aumento del gasto derivado del envejecimiento equivalente a 4,1 puntos del PIB entre 2010 y 2060. Una cifra que más que duplica la presentada en el último informe, de 1,8 puntos del PIB. La notable mejora de los resultados se explica sobre todo por unos supuestos demográficos más benévolos, que implican un menor aumento de la ratio de dependencia, y por unas tasas de participación y empleo más positivas, gracias, en parte, al impacto de las recientes reformas aprobadas por numerosos países, aunque también porque se asumen unas mejores perspectivas macroeconómicas de la región. En este sentido, los flujos migratorios, tan de actualidad ante la crisis actual, son un elemento que también puede modificar de manera significativa las valoraciones sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo. En general, la mayoría de inmigrantes que llegan a los países avanzados lo hacen en edad de trabajar, por lo que, si se integran en el mercado laboral, ayudan a retrasar el impacto del envejecimiento y con ello el problema de la sostenibilidad.

Así pues, es precipitado concluir que el envejecimiento no es un factor importante que pueda hacer peligrar la sostenibilidad pública a medio plazo. Puede ser más relevante que lo que estiman los estudios y sus efectos tal vez empiecen a observarse más pronto de lo que creemos, en especial en aquellos países con un grado de envejecimiento más avanzado dentro de la UE, como sería el caso de Alemania. En este sentido, no hay que escatimar esfuerzos en plantear reformas dirigidas a aumentar la eficiencia del sector público. Porque, a falta de mejores estimaciones, más vale prevenir que curar, como dirían nuestros mayores.

Clàudia Canals

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

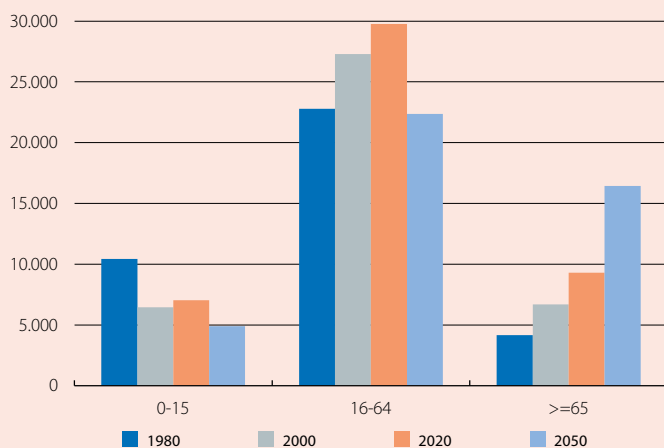
5. Véase «Public spending on health and long-term care: a new set of projections», OECD Economic Policy Papers, No. 06, 2013.

Los retos de la demografía en España

En las últimas décadas, la población en España ha ido envejeciendo de manera progresiva. Mientras que, en el año 1971, el 8,9% del censo tenía más de 65 años, el porcentaje había aumentado hasta el 17,5% en 2015 y se espera que se sitúe cerca del 20,0% en 2020. Este proceso de envejecimiento pronto tendrá un fuerte impacto sobre el crecimiento económico y las principales partidas que conforman el Estado del bienestar, y podría acentuarse en los próximos años.¹

Población por tramos de edad

(Miles)



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

Dossier, el efecto de un menor crecimiento demográfico y del envejecimiento de la población sobre el crecimiento económico puede ser de primer orden. En el caso de la economía española, el cambio en el papel que desempeñará la demografía en el crecimiento es evidente cuando se compara con el que ha tenido durante las últimas décadas y el que se espera que tenga. Concretamente, entre 1980 y 2007, la población en edad de trabajar aumentó un 1,1% anual en promedio, en gran medida como resultado de que los *baby boomers* entraron en este grupo. También la inmigración tuvo una función destacada en este proceso, especialmente entre los años 2000 y 2008, cuando el porcentaje de activos extranjeros sobre el total se incrementó del 3,0% al 15,5%. A todo ello, además, se sumó una mayor incorporación de la mujer al mercado laboral (la tasa de actividad femenina aumentó del 27,8% en 1980 al 49,5% en 2007).

Las perspectivas para los próximos años son bien distintas. Según las previsiones de la Comisión Europea, la población en edad de trabajar caerá un 0,6% anual en promedio entre 2013 y 2050. Uno de los principales factores del cambio de tendencia es que la generación del *baby boom* actualmente tiene entre 50 y 55 años y, por tanto, se encuentra a las puertas de la jubilación. Entre los distintos factores que pueden amortiguar esta situación, *a priori*, no se espera que la inmigración tenga el mismo protagonismo de los últimos años, en parte porque tras los fuertes infuljos que se produjeron, España es uno de los países desarrollados con una mayor proporción de población extranjera. En cambio, la tasa de participación de la mujer y de la población de más edad sí podrían ayudar a amortiguar el cambio de tendencia en la población en edad de trabajar. De hecho, a corto plazo, es previsible que la mejora de la economía y las reformas aprobadas recientemente, que buscan estimular el trabajo de los individuos más mayores, generen un aumento de la participación que compense con creces la caída de la población en edad de trabajar derivada del ingreso de los *baby boomers* en la etapa de jubilación. En este sentido, las proyecciones de la Comisión Europea contemplan un avance de la tasa de actividad femenina (entre 20 y 64 años) del 72,4% en 2013 al 78,6% en 2020, y de la tasa de actividad de la franja superior de edad (entre 55 y 64 años) del 54,2% al 67,8%.

Sin embargo, a más largo plazo, estos mecanismos compensatorios del proceso de envejecimiento estarán cada vez más cerca de su límite, lo que podría conllevar un estancamiento de la población en edad de trabajar. En este entorno, el avance de la productividad pasaría a ser todavía más crucial si cabe para la economía española, y la evolución reciente no invita al optimismo: en promedio, entre los años 2000 y 2014, el crecimiento de la productividad total de los factores fue del -0,7% anual.²

1. Véase «The 2015 Ageing Report», European Economy 3/2015, European Commission.

2. Véase «The Conference Board Total Economy Database, Growth Accounting and Total Factor Productivity, 1990-2015».

La segunda gran preocupación del cambio demográfico es cómo afectará a la sostenibilidad del Estado de bienestar (véase «Cómo afectan las canas al gasto público» en el presente Dossier). Uno de los ámbitos que más preocupación genera, y en los que más se ha avanzado en los últimos años, es la sostenibilidad del sistema de pensiones. El motivo es que el envejecimiento de la población supone un gran reto en un sistema de pensiones de reparto como el español, en el cual las pensiones percibidas por los jubilados en un periodo son financiadas con las cotizaciones pagadas por los trabajadores en ese mismo periodo. En este caso, el incremento previsto de la tasa de dependencia podría poner en jaque al sistema si este no se adapta a los cambios demográficos. Un incremento de la tasa de natalidad ayudaría a compensar el aumento de la esperanza de vida, pero sería necesario triplicarla para mantener la tasa de dependencia constante ya que las dinámicas demográficas son muy persistentes.

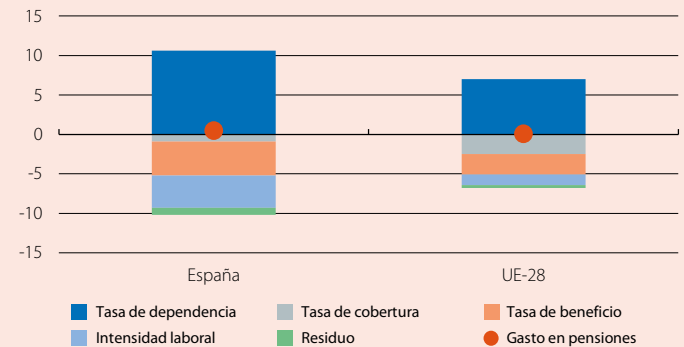
La solución pasa, en parte, por diseñar un sistema de pensiones que adapte la vida laboral a los cambios en la esperanza de vida. Este es, precisamente, uno de los principales hitos de la reforma llevada a cabo en 2011. Nótese que, a pesar del incremento muy significativo de la esperanza de vida a partir de los 65 años (de menos de 10 años a principios del siglo xx a casi 20 años en la actualidad), hasta entonces la edad legal de jubilación había permanecido inamovible en los 65 años, desde que se estableciera por primera vez en 1919 (mediante el Reglamento general para el régimen obligatorio del retiro obrero).³ En 2011, se modificaron algunas condiciones del sistema de pensiones para reducir el ritmo de crecimiento del número de pensionistas mediante la extensión de la vida laboral de los empleados: el aumento de los años cotizados necesarios para obtener la pensión máxima de jubilación y el incremento progresivo de la edad de jubilación, de los 65 años en 2012 hasta los 67 años en 2027. La mayor participación y empleo de la gente de más edad (uno de los parachoques de los efectos del envejecimiento sobre la población en edad de trabajar mencionados anteriormente) permitirá compensar, en parte, el impacto negativo del envejecimiento sobre la población en edad de trabajar y contribuirá a mantener bajo control el aumento de la carga del gasto en pensiones que supondrá la mayor longevidad (véase el segundo gráfico).

En definitiva, las tendencias demográficas suponen un reto importante para la economía, puesto que presionan a la baja a la población en edad de trabajar. No obstante, habrá cambios en el comportamiento de la población activa a raíz de las políticas implementadas, por lo que no todo el envejecimiento se traducirá en una menor fuerza laboral y, en consecuencia, en una pérdida de crecimiento y un aumento del gasto público. Con todo, las proyecciones a medio y largo plazo son muy sensibles a pequeñas variaciones de las hipótesis utilizadas, por lo que toda prevención es poca.

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

Descomposición de la variación del gasto público en pensiones *

Contribución a la variación del gasto entre 2013 y 2050 (p. p.)



Nota: * Tasa de dependencia = población 65+/población 20-64; tasa de cobertura = pensiones/población 65+; tasa de beneficio = pensión media/salario medio; intensidad laboral = población 20-64/horas trabajadas 20-74; residuo = dado que la descomposición excluye las pensiones públicas, este factor sirve para cuadrarlo con los cambios del gasto total en pensiones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea («The 2015 Ageing Report»).

3. Véase Conde-Ruiz y González (2010), «Envejecimiento: pesimistas, optimistas, realistas», Colección Estudios Económicos 10-2010, FEDEA.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.caixabankresearch.com
Correio 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 energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA 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

