

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 397 | ENERO 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La normalización del tipo oficial y su impacto en los mercados financieros de EE. UU.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Subida de la Fed, ¿fuga de capitales en los emergentes?

UNIÓN EUROPEA

Hacia la culminación de la unión bancaria

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La productividad del trabajo en España: no es un problema de modelo productivo

DOSSIER:

INDIA: ¿LA NUEVA ESTRELLA ASIÁTICA?

India: unas perspectivas favorables a largo plazo

India, la estrella emergente: ¿brillo del pasado o luz de futuro?

India y China: tan cerca y tan lejos

La inclusión financiera en la India y los retos para la banca

INFORME MENSUAL

Enero 2016

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabank.com/researchresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de diciembre de 2015

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

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *La normalización del tipo oficial y su impacto en los mercados financieros de EE. UU.*10 *La banca europea aguarda su momento en bolsa***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Subida de la Fed, ¿fuga de capitales en los emergentes?*16 *China: la política de la parejita y sus posibles efectos sobre el crecimiento***18 UNIÓN EUROPEA**21 *El papel de la rigidez laboral en la baja productividad de la eurozona*22 *Hacia la culminación de la unión bancaria***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La productividad del trabajo en España: no es un problema de modelo productivo*28 *¿Afectará la desaceleración de Latinoamérica a la inversión extranjera directa española?*29 *El desapalancamiento de la economía española: un largo camino por recorrer***32 DOSSIER: INDIA: ¿LA NUEVA ESTRELLA ASIÁTICA?**32 *India: unas perspectivas favorables a largo plazo*
Jordi Singla34 *India, la estrella emergente: ¿brillo del pasado o luz de futuro?*
Àlex Ruiz36 *India y China: tan cerca y tan lejos*
Clàudia Canals38 *La inclusión financiera en la India y los retos para la banca*
Denis Nakagaki

La Europa del no

«*Hungría y varios países de Europa central no aceptan las cuotas de refugiados determinadas por la Comisión Europea.*»

«*Gran Bretaña no desea continuar en la Unión Europea si no se limita el acceso al Estado del Bienestar a los inmigrantes de la Unión Europea residentes en el Reino Unido.*»

«*Alemania y Finlandia se oponen a la introducción de un seguro europeo de depósitos como medida para completar la unión bancaria.*»

«*Dinamarca rechaza por segunda vez compartir las políticas europeas de justicia e interior.*»

«*Polonia se opone a la política europea en materia de control del cambio climático.*»

«*Grecia y diversos países de Europa central no están dispuestos a aceptar una nueva política de control de las fronteras exteriores de la Unión Europea.*»

2015 ha sido un año difícil para la Unión Europea, y 2016 no promete serlo menos. Temas conflictivos no van a faltar y titulares como los anteriores se repetirán.

A la tensión política y social que ha generado la larga crisis económica se han añadido serios conflictos geoestratégicos y la grave crisis de los refugiados. Estos acontecimientos conllevan formidables presiones políticas sobre los dirigentes de los Estados miembros, en una Unión Europea que acoge en su seno, a lo largo y ancho del continente, países muy diversos, cuyas prioridades e intereses políticos y geoestratégicos no siempre coinciden.

Este es un terreno fértil para que prosperen propuestas políticas populistas, basadas en enfoques puramente nacionales que responden a intereses locales de corto plazo. Desde las últimas elecciones al Parlamento europeo hemos podido comprobar en muchos países el avance electoral de partidos políticos con este tipo de planteamientos.

El momento que vive Europa es, por tanto, excepcional, y la superación de los retos que plantea exige grandes dosis de liderazgo. Exige, en definitiva, que los líderes de las naciones europeas sean capaces de transformarse cada vez más en verdaderos líderes del conjunto de Europa. Si esto no sucede, corremos el riesgo de malograr los avances conseguidos hasta ahora en la conformación política de Europa. Y, lo que es aún más importante, de no avanzar lo necesario para que Europa sea un actor político relevante en el concierto mundial, en beneficio, en último término, de sus propios ciudadanos y de la comunidad internacional.

Impulsar la construcción política de Europa no significa anteponer los intereses europeos a los nacionales, sino persuadir a los electorados nacionales de que una organización política del conjunto de Europa favorece, a la larga, a todas las naciones del continente, y que los costes y obstáculos inmediatos, que sin duda existen, deben abordarse con una estrategia de negociación amplia, de tal modo que, con el gradualismo que sea necesario, todos los países miembros obtengan beneficios en algunos temas y cedan en otros.

El impulso político de la idea de Europa tampoco significa imponer *desde arriba* a la ciudadanía un sentimiento de pertenencia europea que hoy en día apenas existe. El verdadero liderazgo político, el liderazgo transformador, no consiste en ir a remolque de las encuestas de opinión pública, sino en establecer la visión de un proyecto político común ilusionante que atienda al interés general de los europeos y se fundamente en los valores compartidos por nuestras sociedades. Desde estas premisas, el liderazgo político que Europa necesita debería impulsar la comunicación y las actuaciones concretas (normas e instituciones) que, de forma gradual pero firme, establezcan un mismo horizonte político para las diversas sociedades del continente.

Solo con este tipo de liderazgo transformador se evitará la decadencia de las naciones europeas a la que nos aboca la Europa del no.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de diciembre de 2015

CRONOLOGÍA

DICIEMBRE 2015

- 3 El BCE incrementa el grado acomodaticio de su política monetaria: extiende el programa de compra de activos hasta marzo de 2017, incluye títulos de deuda regional y local en el abanico de activos elegibles en el programa y recorta en 10 p. b. el tipo de la facilidad de depósito, hasta el -0,30%.
- 16 La Reserva Federal de EE. UU. da comienzo al proceso de normalización del tipo de interés oficial con una subida de 25 p. b., hasta el 0,25-0,50%, y mantiene la política de reinversión de los vencimientos de deuda.
- 20 El resultado de las elecciones generales españolas deja un arco parlamentario más fragmentado.

NOVIEMBRE 2015

- 23 La Comisión Europea insta al Gobierno español a presentar una actualización de los presupuestos para 2016 en la que se tomen medidas para reducir el déficit público según la senda acordada.
- 30 El FMI anuncia la inclusión del yuan chino en la cesta de divisas que componen los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés), junto con el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina. La aprobación del yuan como divisa de reserva será efectiva a partir de octubre de 2016 y marca un hito importante en la internacionalización de la moneda china.

OCTUBRE 2015

- 2 La agencia crediticia S&P eleva el rating de España hasta BBB+ desde BBB y mantiene la perspectiva estable.
- 5 Se firma el acuerdo de libre comercio entre EE. UU. y varios países del Pacífico, entre ellos Japón, México, Australia y Canadá.
- 29 El Partido Comunista de China anuncia el fin de la política del hijo único y autoriza dos hijos por pareja con el fin de combatir el envejecimiento de la población.

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.

AGENDA

ENERO 2016

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 7 Índice de sentimiento económico eurozona (diciembre).
- 11 Índice de producción industrial (noviembre).
- 15 Cuentas financieras (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 21 Comercio exterior (noviembre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 28 Encuesta de Población Activa (4T).
Índice de sentimiento económico eurozona (enero).
- 29 Avance PIB (4T).
Avance IPC (enero).
Balanza de pagos (noviembre).
PIB de EE. UU. (4T).

FEBRERO 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 8 Índice de producción industrial (diciembre).
- 12 PIB de la eurozona (4T).
- 15 PIB de Japón (4T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
Consejo Europeo.
Comercio exterior (diciembre).
- 25 Contabilidad Nacional Trimestral (4T).
- 26 Avance IPC (febrero).
Índice de sentimiento económico eurozona (febrero).
- 29 Balanza de pagos (diciembre).

La Reserva Federal abre una nueva etapa monetaria

Primera subida de tipos en EE. UU desde 2006. La Reserva Federal (Fed) finalmente movió ficha y subió su tipo de referencia en lo que es el primer aumento en prácticamente una década. Aunque se trataba de un tensionamiento descontado por los mercados, es un paso significativo hacia la plena normalización monetaria en EE. UU. Las condiciones económicas del país justificaban el endurecimiento monetario desde hacía tiempo, ya que la expansión se puede considerar consolidada (en el 3T la economía avanzó un razonable 2,1% interanual), el mercado laboral ha arrojado una firme creación de empleo desde hace meses y las perspectivas son que la inflación tienda a aumentar en el futuro. Sin embargo, la Fed dilató la decisión porque interpretó que la incertidumbre externa y financiera exigía extremar la prudencia. Así justificó el mantenimiento de los tipos de interés en sus reuniones de septiembre y octubre. Pero, una vez que el episodio de fuerte volatilidad financiera del verano se atemperó, de la mano, en gran medida, de los datos de actividad más tranquilizadores de China, India, México y otros emergentes de referencia, la Fed subió 25 p. b. el tipo de referencia. En principio, lo que viene por delante es un proceso de subida gradual que no representará un cambio brusco de las condiciones globales de liquidez (especialmente si se tiene en cuenta que las expansiones monetarias del BCE y del Banco de Japón siguen en marcha). Con todo, habrá que estar atento a la evolución de los flujos financieros, especialmente hacia los llamados emergentes frágiles (Turquía, Brasil y Sudáfrica formarían parte de este grupo), que ya han dado señales de ser sensibles a episodios de incertidumbre financiera.

Japón y la eurozona acaban 2015 a ritmos distintos. En ambos casos, la expansión cuantitativa de sus respectivos bancos centrales se justifica por la notable distancia existente entre los objetivos de inflación que tienen fijados y la situación actual, todavía poco alejada de la deflación. Aun así, el pulso de estas dos grandes economías es distinto. Mientras que Japón apenas crece, la eurozona está experimentando una expansión que, sin ser extraordinaria, sí es sustancial y, sobretodo, tiene visos de mayor sostenibilidad. En clave coyuntural, uno de los elementos que contrasta entre la economía nipona y la de la moneda única es el estado de forma de la demanda interna y, en particular, la del consumo privado. Mientras que en Japón el consumidor se muestra alicaído, el pulso del consumo de los hogares europeos es claramente más expansivo desde finales de 2013. En una perspectiva temporal algo más dilatada, una distinción importante concierne a las ambiciones reforma-

doras en ambas economías. En Japón se han tomado diferentes medidas de estímulo de la demanda (junto con la expansión monetaria, se ha utilizado la expansión fiscal) pero los cambios de carácter estructural, reiteradamente anunciados, no se acaban de concretar. En cambio, la dinámica reciente de la eurozona refleja el apoyo que están proporcionando al crecimiento distintos factores de carácter temporal (se pueden mencionar el abaratamiento de las materias primas, la depreciación del euro o la expansión cuantitativa del BCE), pero también es el fruto de los resultados positivos de las reformas estructurales que han ido adoptando distintos miembros de la eurozona.

El crecimiento español, resultado de la combinación de apoyos temporales y ajustes estructurales. Una de las economías que concreta más claramente esta doble dinámica es la española. Existen pocas dudas de que España se está beneficiando de los factores antes mencionados (petróleo, euro y expansión monetaria) en un grado notable. Eso explica que en el 4T se haya mantenido un ritmo de crecimiento apreciable: según nuestras estimaciones, el avance del PIB se habrá situado en el 0,8% intertrimestral, la misma cifra que en el 3T, con lo que cerrará 2015 con un crecimiento anual del 3,2%, el más elevado entre las principales economías de la eurozona. En 2016, esta situación se repetirá y la economía española crecerá más que sus socios de referencia de la eurozona. A pesar de ser importantes, los factores de apoyo temporal no son toda la explicación al buen momento económico del país. Algunas reformas importantes de los últimos años están contribuyendo decisivamente a la expansión del crecimiento. La reforma bancaria se está traduciendo en una mejoría de los flujos de crédito, que, a su vez, está favoreciendo una clara recuperación inmobiliaria y de la financiación de la actividad productiva de las pequeñas y medianas empresas. La reforma laboral explica por qué, desde que la economía abandonó la recesión, la creación de empleo se ha recuperado ostensiblemente, apuntalando el consumo. El nuevo marco laboral también ha contribuido a facilitar una evolución salarial más compatible con la muy necesaria recuperación de la competitividad exterior. El ajuste público facilitó en su día la recuperación de la credibilidad de la economía internacional, mejorando significativamente las condiciones de financiación exterior. El reto para los futuros responsables de la política económica será no acomodarse a ese entorno confortable y continuar con las reformas que garanticen que la economía pueda consolidar una senda de crecimiento estable y sostenible.

PREVISIONES

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

Economía internacional

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2T 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 |
|---|------|------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CRECIMIENTO DEL PIB | | | | | | | | | | |
| Mundial | 3,4 | 3,1 | 3,6 | 3,8 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,4 | 3,5 | 3,5 |
| Países desarrollados¹ | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,2 |
| Estados Unidos | 2,4 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,7 | 2,1 | 2,4 | 2,8 | 2,3 | 2,5 |
| Eurozona | 0,9 | 1,5 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,9 |
| Alemania | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 1,8 |
| Francia | 0,2 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 1,4 | 1,5 |
| Italia | -0,4 | 0,7 | 1,2 | 1,2 | 0,6 | 0,8 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 1,2 |
| España | 1,4 | 3,2 | 2,7 | 2,1 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 3,2 | 2,7 | 2,5 |
| Japón | -0,1 | 0,7 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 1,7 | 1,5 | 0,8 | 1,1 | 1,1 |
| Reino Unido | 2,9 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,1 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,3 |
| Países emergentes¹ | 4,6 | 4,0 | 4,5 | 4,9 | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 4,4 | 4,5 | 4,5 |
| China | 7,3 | 6,8 | 6,5 | 6,3 | 7,0 | 6,9 | 6,3 | 6,6 | 6,5 | 6,3 |
| India ² | 7,3 | 7,2 | 7,2 | 7,3 | 7,0 | 7,4 | 7,2 | 7,2 | 7,2 | 7,2 |
| Indonesia | 5,0 | 4,8 | 5,5 | 6,0 | 4,7 | 4,7 | 5,0 | 5,2 | 5,4 | 5,7 |
| Brasil | 0,1 | -3,5 | -2,5 | 1,3 | -3,0 | -4,5 | -4,4 | -3,8 | -2,6 | -2,0 |
| México | 2,2 | 2,5 | 3,3 | 3,4 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,9 | 3,2 | 3,4 |
| Chile | 1,9 | 2,2 | 3,2 | 3,5 | 1,9 | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 3,5 | 3,5 |
| Rusia | 0,6 | -3,7 | -0,2 | 1,5 | -4,6 | -4,1 | -3,8 | -1,5 | -0,2 | -0,2 |
| Turquía | 3,0 | 3,2 | 2,9 | 3,4 | 3,8 | 4,0 | 2,7 | 1,7 | 2,6 | 3,5 |
| Polonia | 3,4 | 3,6 | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,7 | 3,4 | 3,7 | 3,6 | 3,6 |
| Sudáfrica | 1,6 | 1,7 | 2,4 | 2,7 | 1,5 | 1,1 | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,4 |
| INFLACIÓN | | | | | | | | | | |
| Mundial | 3,5 | 3,3 | 3,4 | 3,6 | 3,3 | 3,2 | 3,3 | 3,5 | 3,5 | 3,4 |
| Países desarrollados¹ | 1,4 | 0,3 | 1,2 | 1,7 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 1,4 | 1,3 | 1,5 |
| Estados Unidos | 1,6 | 0,1 | 1,7 | 1,9 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 1,7 | 1,5 | 1,6 |
| Eurozona | 0,4 | 0,1 | 1,3 | 1,4 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,9 | 1,1 | 1,4 |
| Alemania | 0,8 | 0,1 | 1,4 | 1,7 | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 1,0 | 1,3 | 1,5 |
| Francia | 0,6 | 0,1 | 1,3 | 1,4 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 1,1 | 1,2 | 1,4 |
| Italia | 0,2 | 0,1 | 1,2 | 1,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 1,4 |
| España | -0,2 | -0,5 | 1,2 | 1,5 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | 0,7 | 0,6 | 1,3 |
| Japón ³ | 2,7 | 0,9 | 1,3 | 2,0 | 0,5 | 0,2 | 0,6 | 1,3 | 1,0 | 1,4 |
| Reino Unido | 1,5 | 0,1 | 1,4 | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 1,3 | 1,6 |
| Países emergentes¹ | 5,1 | 5,6 | 5,1 | 4,9 | 5,6 | 5,5 | 5,4 | 5,1 | 5,2 | 4,9 |
| China | 2,0 | 1,4 | 2,0 | 2,3 | 1,4 | 1,7 | 1,4 | 1,4 | 2,1 | 2,0 |
| India | 6,6 | 5,0 | 5,7 | 5,5 | 5,1 | 3,9 | 5,7 | 7,0 | 6,2 | 5,0 |
| Indonesia | 6,4 | 6,3 | 4,8 | 5,3 | 7,1 | 7,1 | 4,8 | 4,4 | 4,9 | 4,4 |
| Brasil | 6,3 | 8,8 | 6,4 | 5,6 | 8,5 | 9,5 | 9,6 | 7,6 | 6,5 | 5,5 |
| México | 4,0 | 2,9 | 3,3 | 3,2 | 2,9 | 2,6 | 3,0 | 3,3 | 3,5 | 3,4 |
| Chile | 4,4 | 4,5 | 3,7 | 3,2 | 4,2 | 4,8 | 4,5 | 4,5 | 4,0 | 3,5 |
| Rusia | 7,8 | 15,0 | 6,6 | 5,7 | 15,8 | 15,7 | 12,5 | 8,0 | 7,0 | 6,0 |
| Turquía | 8,9 | 7,3 | 6,5 | 6,3 | 7,7 | 7,3 | 6,8 | 6,5 | 6,2 | 6,5 |
| Polonia | 0,2 | -0,7 | 1,7 | 2,5 | -0,8 | -0,8 | 0,2 | 1,4 | 1,5 | 1,7 |
| Sudáfrica | 6,1 | 4,7 | 5,2 | 5,0 | 4,6 | 4,7 | 5,3 | 6,1 | 4,9 | 4,7 |

Notas: 1. A partir de diciembre de 2015, los agregados de los epígrafes «Países desarrollados» y «Países emergentes» comprenden todos los países de cada grupo. Con anterioridad, solamente se incluían los principales. 2. Datos anuales representan año fiscal. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en abril de 2014.

Previsiones

Economía española

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2T 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Agregados macroeconómicos | | | | | | | | | | |
| Consumo de los hogares | 1,2 | 3,0 | 2,6 | 1,7 | 2,9 | 3,5 | 3,3 | 3,3 | 2,8 | 2,3 |
| Consumo de las AA. PP. | 0,0 | 2,7 | 1,0 | -0,6 | 2,1 | 3,0 | 4,3 | 2,1 | 1,8 | 0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | 3,5 | 6,2 | 4,4 | 3,7 | 6,3 | 6,5 | 6,0 | 5,5 | 4,1 | 4,0 |
| Bienes de equipo | 10,7 | 9,6 | 5,8 | 3,6 | 9,9 | 10,7 | 9,7 | 8,7 | 5,9 | 4,6 |
| Construcción | -0,1 | 5,5 | 3,8 | 3,8 | 5,5 | 5,5 | 4,9 | 4,6 | 3,2 | 3,6 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 1,6 | 3,5 | 2,6 | 1,6 | 3,3 | 3,9 | 4,0 | 3,4 | 2,8 | 2,2 |
| Exportación de bienes y servicios | 5,1 | 6,1 | 6,5 | 4,9 | 6,2 | 5,6 | 6,8 | 7,2 | 7,1 | 5,9 |
| Importación de bienes y servicios | 6,4 | 7,8 | 6,6 | 3,9 | 7,0 | 7,7 | 9,3 | 8,4 | 8,1 | 5,1 |
| Producto interior bruto | 1,4 | 3,2 | 2,7 | 2,1 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 3,2 | 2,7 | 2,5 |
| Otras variables | | | | | | | | | | |
| Empleo | 1,1 | 3,0 | 2,5 | 2,0 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 2,9 | 2,5 | 2,4 |
| Tasa de paro (% pobl. activa) | 24,4 | 22,2 | 20,3 | 18,9 | 22,4 | 21,2 | 21,3 | 21,6 | 20,4 | 19,6 |
| Índice de precios de consumo | -0,2 | -0,5 | 1,2 | 1,5 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | 0,7 | 0,6 | 1,3 |
| Costes laborales unitarios | -0,8 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 0,2 | 0,1 | 1,2 | 0,1 | 1,6 | 1,1 |
| Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹ | 1,0 | 1,9 | 1,7 | 1,8 | 1,4 | 1,5 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,7 |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹ | 1,4 | 2,5 | 2,3 | 2,4 | 1,8 | 2,0 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,3 |
| Saldo público (acum., % PIB) ¹ | -5,8 | -4,8 | -3,3 | -1,8 | | | | | | |

Mercados financieros

| TIPOS DE INTERÉS | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Dólar | | | | | | | | | | |
| Fed funds | 0,25 | 0,26 | 0,79 | 1,56 | 0,25 | 0,25 | 0,29 | 0,50 | 0,75 | 0,92 |
| Líbor 3 meses | 0,23 | 0,32 | 0,91 | 1,79 | 0,28 | 0,31 | 0,41 | 0,63 | 0,81 | 1,00 |
| Líbor 12 meses | 0,56 | 0,79 | 1,36 | 2,14 | 0,73 | 0,83 | 0,95 | 1,16 | 1,29 | 1,42 |
| Deuda pública a 2 años | 0,44 | 0,67 | 1,49 | 2,40 | 0,59 | 0,67 | 0,83 | 1,15 | 1,38 | 1,60 |
| Deuda pública a 10 años | 2,53 | 2,13 | 2,67 | 3,35 | 2,16 | 2,21 | 2,19 | 2,41 | 2,58 | 2,75 |
| Euro | | | | | | | | | | |
| Refi BCE | 0,16 | 0,05 | 0,05 | 0,07 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| Euríbor 3 meses | 0,21 | -0,02 | -0,06 | 0,13 | -0,01 | -0,03 | -0,09 | -0,10 | -0,08 | -0,05 |
| Euríbor 12 meses | 0,48 | 0,17 | 0,14 | 0,46 | 0,17 | 0,16 | 0,09 | 0,07 | 0,10 | 0,17 |
| Deuda pública a 2 años (Alemania) | 0,05 | -0,24 | -0,21 | 0,33 | -0,22 | -0,24 | -0,32 | -0,30 | -0,28 | -0,21 |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 1,23 | 0,53 | 0,88 | 1,83 | 0,53 | 0,69 | 0,57 | 0,55 | 0,67 | 0,99 |
| TIPOS DE CAMBIO | | | | | | | | | | |
| \$/€ | 1,33 | 1,11 | 1,03 | 1,08 | 1,11 | 1,11 | 1,09 | 1,05 | 1,02 | 1,02 |
| ¥/€ | 140,42 | 134,26 | 128,41 | 129,87 | 134,25 | 135,89 | 132,82 | 130,58 | 127,63 | 127,79 |
| £/€ | 0,81 | 0,73 | 0,68 | 0,68 | 0,72 | 0,72 | 0,72 | 0,70 | 0,68 | 0,67 |
| PETRÓLEO | | | | | | | | | | |
| Brent (\$/barril) | 99,45 | 53,61 | 58,23 | 68,85 | 63,43 | 51,10 | 44,71 | 48,74 | 58,24 | 61,88 |
| Brent (€/barril) | 74,54 | 48,30 | 56,43 | 63,64 | 57,32 | 46,00 | 40,82 | 46,46 | 57,04 | 60,45 |

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

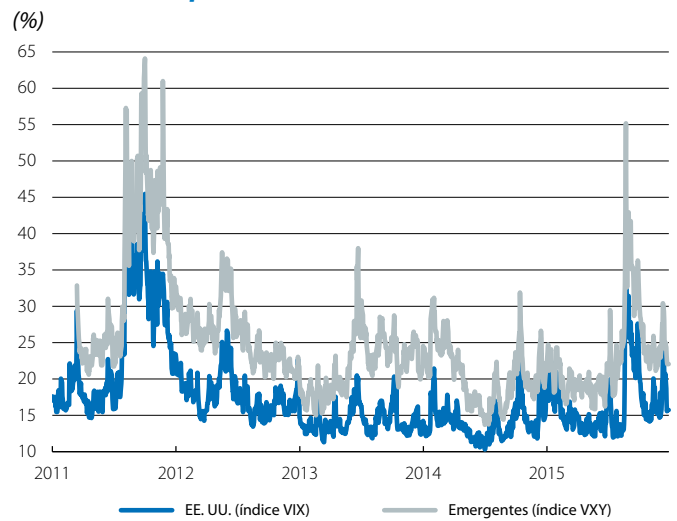
COYUNTURA · El impacto de la divergencia monetaria, gran incógnita de 2016

El inicio de la normalización de los tipos de interés en EE. UU. marca el comienzo del nuevo año. En el último tramo de 2015, los mercados financieros internacionales estuvieron sometidos a un clima más volátil, que acabó por deslucir el ya de por sí débil tono de la segunda mitad del año. La renovada debilidad del mercado de materias primas, en particular del petróleo, ha supuesto un claro lastre para la evolución de los activos con riesgo globales. También han alimentado la inestabilidad las dudas sobre la capacidad de resiliencia de las economías emergentes y la decepción que provocaron las medidas de estímulo anunciadas por el BCE en su reunión de diciembre. La volatilidad del mercado de bonos corporativos del segmento más especulativo en EE. UU. también ha contribuido negativamente. En clave positiva, la reacción favorable del mercado a la primera subida de tipos en EE. UU. es señal de fortaleza. De cara a 2016, la continuidad de esta pauta constructiva descansa sobre dos condiciones necesarias: la gradualidad de futuras subidas del tipo oficial y una estrategia de comunicación apropiada de la Reserva Federal (Fed).

Un año más, los bancos centrales permanecerán en el centro de la escena financiera internacional. La materialización del desacoplamiento de política monetaria entre la Fed y otros bancos centrales importantes será, sin lugar a dudas, uno de los mayores desafíos para los mercados internacionales durante el año que comienza. En particular, la implementación del proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Fed tendrá un papel central. No obstante, el carácter gradual anticipado para la senda del tipo oficial permitirá limitar las potenciales repercusiones negativas (véase el Focus «La normalización del tipo oficial y su impacto en los mercados financieros de EE. UU.»).

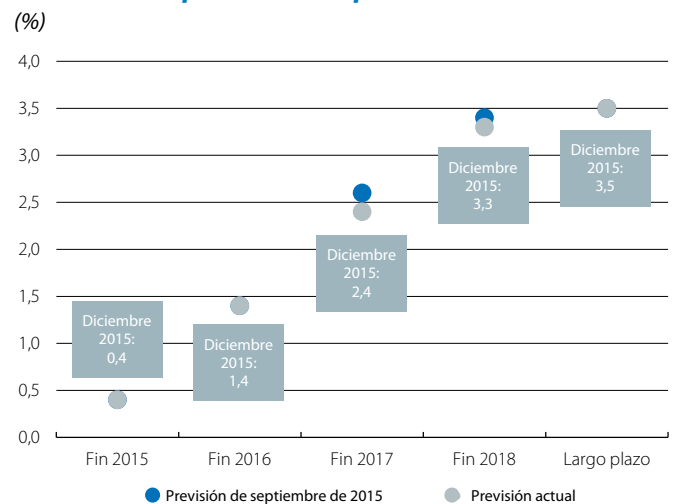
Tras siete años de tipos de interés cercanos al 0%, la Fed acomete la primera subida y anticipa que el ritmo de futuras subidas será gradual. Tal y como se esperaba, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la entidad decidió, en su reunión de diciembre, dar comienzo al proceso de normalización del tipo de interés oficial con una subida de 25 p. b., hasta el 0,25-0,50%. La fortaleza de la economía estadounidense justificó la decisión de la Fed, que condicionará las futuras subidas a la evolución de la actividad económica y de la inflación, aunque reiteró una vez más que espera un ajuste gradual de los tipos de referencia. La decisión de mantener la reinversión de los vencimientos de deuda mantendrá un elevado grado de laxitud de las condiciones monetarias y financieras. Respecto a la implementación de la estrategia de paulatino endurecimiento de las condiciones financieras, cabe destacar la puesta en marcha de la facilidad *reverse repo*, cuyo propósito consiste en drenar progresivamente la abundante liquidez del sistema financiero.

Volatilidad implícita en los mercados financieros



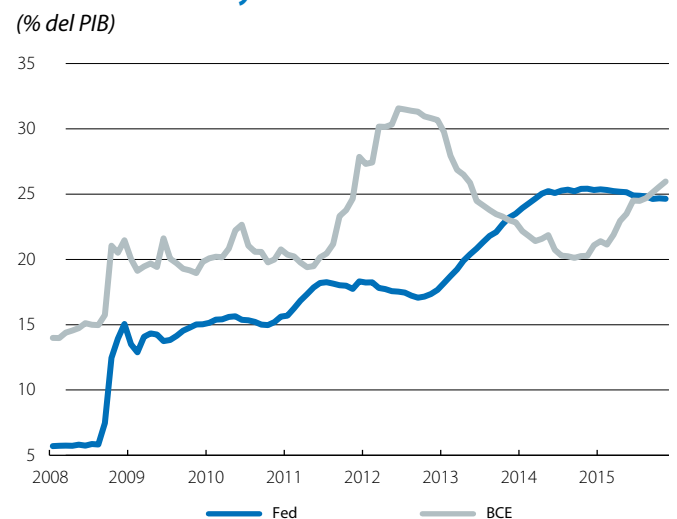
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: nivel previsto del tipo de interés oficial *



Nota: * Mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC de la Reserva Federal. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

Balance de la Fed y del BCE



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

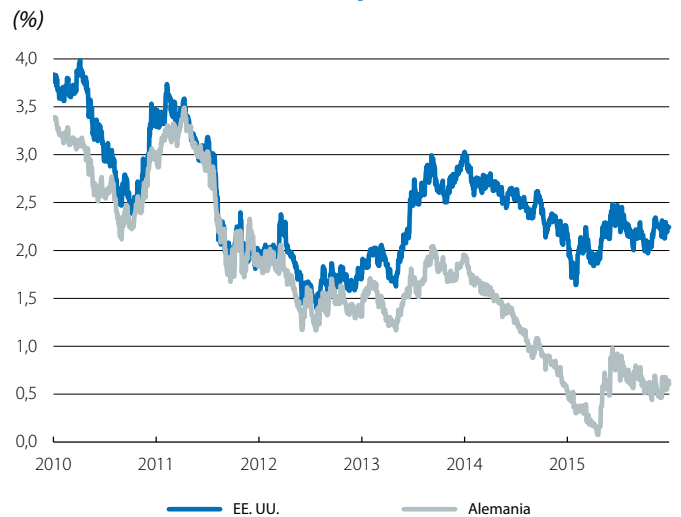
Los mercados globales aplauden la decisión de la Fed. Los mercados bursátiles recibieron positivamente el inicio del proceso de normalización de los tipos de interés en EE. UU., en especial las bolsas europeas, que encabezaron las subidas en los días posteriores. También los mercados emergentes digirieron bien la decisión, a pesar de que el nuevo régimen de tipos puede poner en aprietos a aquellas economías emergentes con desequilibrios macroeconómicos todavía por corregir. En EE. UU., el rendimiento del bono soberano a 2 años aumentó por encima del 1% por primera vez desde 2010, mientras que el del bono a 10 años mostró más estabilidad y permaneció alrededor del 2,25%.

El nuevo entorno financiero mundial, reto adicional para el bloque emergente. El contexto financiero emergente se mantuvo frágil durante el último mes del año. La persistente debilidad de las materias primas, la apreciación del dólar y el endurecimiento de las condiciones de financiación son una combinación nociva para el desempeño de los activos emergentes. No obstante, China, Turquía y la India han deparado sorpresas positivas en términos de actividad. Por su parte, Brasil no ha mostrado señales de mejora en lo que a crecimiento y corrección de desequilibrios se refiere. La crisis política tampoco ofrece visos de mejora, tal y como reflejan el proceso de inhabilitación de la presidenta Rousseff y la dimisión del ministro de Finanzas. Dadas las condiciones exigentes del entorno exterior y la debilidad de las materias primas, los próximos meses serán clave para que los eslabones débiles emergentes aceleren la corrección de sus desequilibrios internos.

El BCE adopta más estímulos monetarios en su intento de impulsar la inflación de la eurozona. El Consejo de Gobierno (CG) de la entidad introdujo una batería de ajustes para incrementar el grado acomodaticio de su política monetaria. Entre las diferentes medidas anunciadas tras su última reunión del año, el CG recortó 10 p. b. el tipo de la facilidad de depósito, hasta el -0,30%. Asimismo, la institución anunció cambios en los parámetros de su programa de compra de activos (QE): la extensión del QE hasta marzo de 2017 y la inclusión de títulos de deuda regional y local en el abanico de activos elegibles en el programa de compra de activos. Estas nuevas medidas, junto con la decisión de reinvertir los vencimientos de los bonos comprados, están orientadas a prolongar unas condiciones monetarias muy acomodaticias y a reforzar la política de orientación de los tipos de interés de la entidad (*forward guidance*).

Las medidas del BCE no convencieron a los inversores, que anticipaban un tono más agresivo del banco central. Esta circunstancia provocó, en un inicio, fuertes alzas de los tipos de interés de los mercados monetarios e interbancarios europeos. Aun así, pensamos que el creciente exceso de liquidez de la eurozona contribuirá a corregir los repuntes de los tipos de interés de corto plazo. Por su parte, los tipos a largo plazo de la deuda pública europea no quedaron al margen de estos rebotes iniciales. En España, la prima de riesgo a 10 años se relajó significativamente en diciembre y llegó a fluctuar por debajo de los 110 p. b. en vísperas de la reunión del BCE. Sin embargo,

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

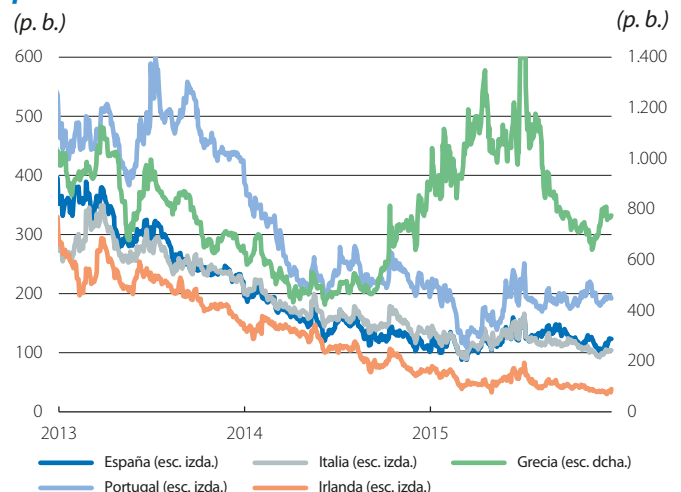
Expectativas de inflación: Alemania y EE. UU. *



Nota: * Implícita en los bonos a 10 años indexados a la inflación.

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

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



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

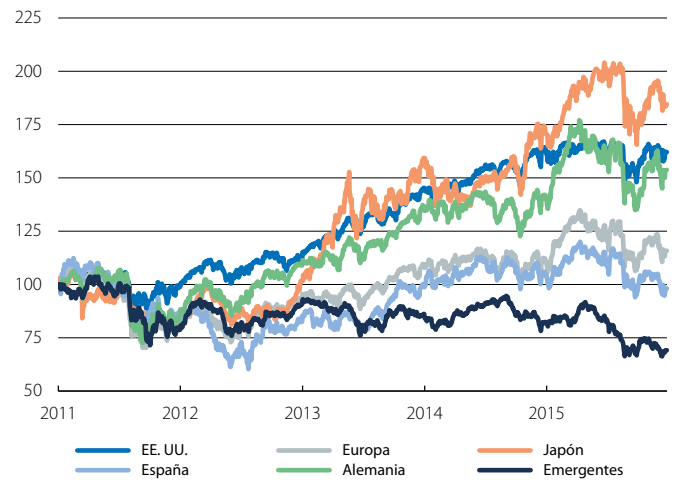
la fragmentación del arco político resultante tras los comicios electorales despertó el recelo de los inversores internacionales. La prima de riesgo se situó por encima de los 130 p. b. Este entorno de mayor incertidumbre política no será propicio para el desempeño de la deuda soberana española, máxime teniendo en cuenta el exigente calendario de vencimientos que debe afrontar el Tesoro Público en 2016. Con todo, no contemplamos tensiones de envergadura sobre los bonos españoles, ni tampoco un deterioro sostenido en la percepción del riesgo soberano de España.

En la arena bursátil, el cierre de año depara pocas alegrías. Las bolsas internacionales cerraron el año 2015 sin poder recuperar enteramente las pérdidas registradas durante el episodio de tensiones del pasado verano. La renta variable estadounidense es la mayor excepción, y el S&P 500 volvió a las ganancias en el cómputo anual tras superar la prueba de fuego de la Fed. No obstante, unas valoraciones relativamente altas y el débil contexto actual del crecimiento en los beneficios empresariales dibujan un escenario poco alentador para el mercado de acciones en EE. UU. La intensificación del *sell-off* de las materias primas es un foco de riesgo que contribuirá a mantener un pulso bursátil dubitativo. Las dudas sobre la solidez del segmento especulativo del mercado de bonos corporativos (*high yield*) a nivel global, en un entorno de deterioro de la liquidez del mercado secundario de bonos, es otra fuente de inestabilidad. En Europa, las nuevas medidas adoptadas por el BCE para aumentar el grado acomodaticio de su política monetaria fueron insuficientes para apoyar al sentimiento optimista de los meses anteriores. Sin embargo, 2016 debería ser el año en que la recuperación de los beneficios corporativos tome impulso de la mano de los factores de fondo ya conocidos. Las bolsas emergentes no se alejaron de esta dinámica y sufrieron nuevas pérdidas en diciembre. Tal y como se ha mencionado anteriormente, el ímpetu reformista de los países emergentes constituye una variable fundamental para la recuperación de la confianza inversora. Confianza que debería mejorar a medida que se disipen los temores sobre la capacidad de crecimiento de las economías emergentes y se constata que las cotizaciones de los activos bursátiles de la región disponen de márgenes de progreso significativos (véase «2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente» en el IM12/2015).

La fortaleza del dólar y el desplome del petróleo siguen pesando en las divisas emergentes. Por su parte, el cruce euro-dólar sigue a merced de los mensajes y actuaciones de la Fed y el BCE. El fuerte rebote que siguió a la decisión del BCE llevó al euro a los 1,10 dólares y a volver a depreciarse levemente, tras el anuncio de la Fed, hasta los 1,08 dólares. A medio plazo, la moneda europea debería seguir depreciándose ligeramente, al hilo de la materialización de la divergencia de la política monetaria entre ambos bloques monetarios. En los mercados de materias primas, el Brent continúa perdiendo soportes y acentúa sus caídas hasta los 36 dólares/barril. El exceso de oferta y la falta de acuerdo entre los países de la OPEP han intensificado la debilidad del precio del crudo hasta su nivel más bajo desde 2004.

Bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2011)



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

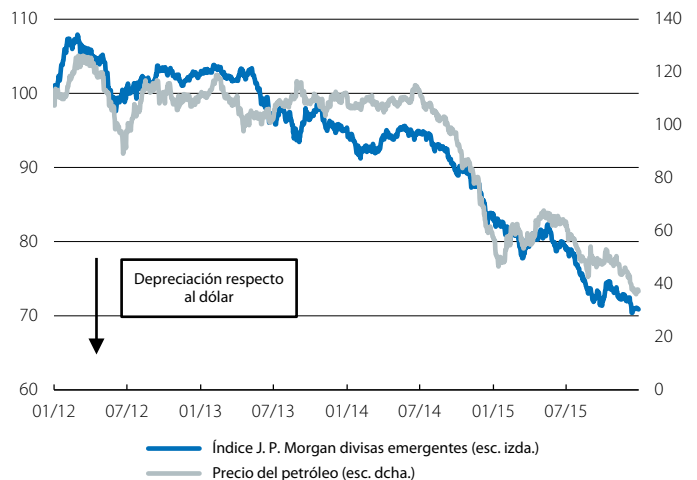
EE. UU.: prima de riesgo de los bonos corporativos * y riesgo de liquidez



Nota: * Respecto a la yield de los bonos del tesoro de EE. UU. a 10 años. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas emergentes y precio del petróleo Brent

Índice (100 = enero 2012) (dólares / barril)



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

FOCUS · La normalización del tipo oficial y su impacto en los mercados financieros de EE. UU.

En diciembre, la Reserva Federal (Fed) anunció el inicio de lo que debería ser una senda alcista del tipo de interés oficial (*fed funds rate*). Este proceso de normalización de los tipos de interés, que no se han aumentado en casi una década, va acompañado de una incertidumbre considerable acerca de sus posibles consecuencias sobre los mercados financieros globales y, en particular, estadounidenses. El comienzo de un ciclo de subidas por lo general ya genera una cierta cautela por parte de los inversores, y esta vez, al partir de un nivel de tipos de interés extraordinariamente bajo, no debe extrañarnos que la precaución sea aún mayor.

La subida del tipo oficial impacta sobre los mercados financieros de EE. UU. principalmente a través de dos efectos. Por un lado, el aumento de tipos de interés tiende a trasladarse a los activos de renta fija, como la deuda pública y los bonos corporativos, especialmente en los vencimientos de más corto plazo, lo que desplaza al alza y allana la curva de tipos. Este aumento de la rentabilidad de la renta fija implica que las tasas de descuento utilizadas para valorar la renta variable sean mayores, lo que presiona su precio a la baja. Por otro lado, el aumento de los tipos de interés encarece los gastos financieros de las empresas y puede enfriar la demanda (las ventas), dos factores que limitan los beneficios corporativos esperados y, por lo tanto, las valoraciones bursátiles. Los precios de los activos ya reflejan, en parte, la expectativa de un incremento de los tipos de interés, por lo que no debemos esperar necesariamente grandes vaivenes en los mercados financieros. Pero también es cierto que, a raíz de las subidas de tipos y de la comunicación que las acompaña, pueden producirse revisiones significativas de las expectativas futuras que provoquen movimientos más abruptos.

La experiencia de los tres últimos ciclos de subida de tipos en EE. UU. sugiere que los inversores tienden inicialmente a penalizar la renta variable. En concreto, el S&P 500 registró, en promedio, unas ligeras pérdidas durante los tres meses posteriores al inicio de las subidas de los tipos de interés. Pero, posteriormente, al hilo de la confirmación de un escenario macroeconómico positivo, la bolsa americana tendió a recuperar una senda alcista (véase el gráfico). Para la renta fija, los rendimientos han estado, en promedio, presionados al alza, especialmente los de corto plazo y los de aquellos activos con menor riesgo, como la deuda pública. Así pues, los *spreads* corporativos tienden a reducirse durante un ciclo de subida de tipos a medida que el entorno macroeconómico mejora.

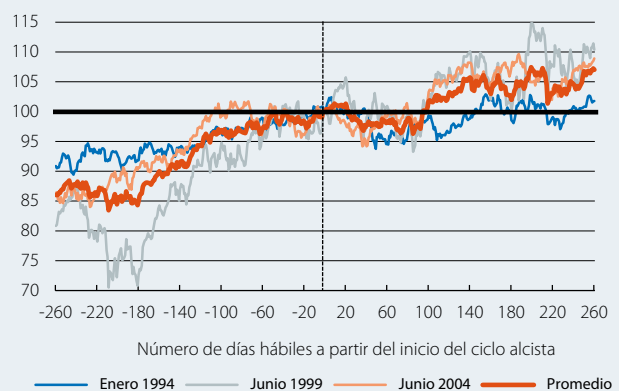
A la hora de intentar anticipar los posibles impactos del actual ciclo alcista, también debemos tener en cuenta que la situación de partida es muy distinta a la de ciclos anteriores. Primero, la economía estadounidense aborda la actual subida en una fase más avanzada de su ciclo financie-

ro y crediticio. Con una valoración bursátil relativamente elevada, tras años de medidas monetarias no convencionales y unos beneficios corporativos en un nivel récord, el proceso de normalización de la política monetaria podría tener en esta ocasión un efecto más adverso sobre la renta variable que en el pasado (véase el Focus del IM12/2015 «¿Está cambiando la marea en la bolsa estadounidense?»). En el segmento de los bonos corporativos de alto rendimiento, los niveles de endeudamiento relativamente altos podrían provocar también una ampliación de los *spreads* de estos activos. La divergencia de política monetaria entre la Fed y otros grandes bancos centrales es el otro gran desafío del ciclo actual. Al favorecer la apreciación del dólar, lo que puede dañar la competitividad de una parte del sector corporativo americano, este fenómeno, que ya se ha bautizado como la «Gran Divergencia» podría, a su vez, afectar a la revalorización de la bolsa estadounidense. Un argumento a favor de una hipótesis más optimista sobre el efecto del ciclo de subidas es el carácter seguramente muy gradual que se espera que tenga (véase también el Focus del IM12/2015 «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente»).

En definitiva, la actual subida de tipos no debería tener necesariamente un gran impacto sobre los mercados. Que así sea dependerá, en gran medida, de que se continúe confirmando el escenario de recuperación económica en EE. UU., de que no se produzcan efectos colaterales adversos en los países emergentes y de que no surjan presiones inflacionistas que provoquen un cambio drástico en la senda anticipada del tipo oficial. Una comunicación clara y coherente por parte de la Fed también será clave para evitar grandes oscilaciones en las expectativas de los inversores y, en consecuencia, movimientos abruptos en los precios de los activos financieros.

Evolución del S&P 500 alrededor del anuncio del inicio del ciclo de subida del tipo oficial

Índice (100 = día anterior al anuncio)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de Bloomberg.

FOCUS · La banca europea aguarda su momento en bolsa

La crisis financiera global propició un giro radical en las políticas monetarias y un tsunami regulatorio que ha obligado al sector bancario a una adaptación mayúscula y contra reloj. Así, a un contexto de desapalancamiento generalizado y a la necesidad de sanear los balances, se han unido unos tipos de interés en mínimos y mayores exigencias de capital, lo que ha supuesto un inmenso esfuerzo para alcanzar niveles de rentabilidad de acuerdo con el coste del capital. Con todo, aun enfrentándose a retos comunes, el comportamiento bursátil de los bancos norteamericanos y europeos viene divergiendo desde finales de 2009 y, actualmente, mientras que el mercado atribuye a los primeros una valoración superior a su valor en libros (P/B¹ de 1,08), mantiene la de los segundos por debajo de su valor contable (P/B del 0,79). ¿Por qué? Y ¿qué implicaciones tiene en el futuro?

Esta divergencia puede atribuirse, en origen, a las diferencias en el tempo y la intensidad de reacción de las autoridades monetarias y regulatorias a ambos lados del Atlántico. Mientras que la Fed actuó con mayor agilidad y contundencia, la reacción en Europa fue más tardía y comedida, al menos hasta el *whatever it takes* de Mario Draghi en 2012 y el inicio del proceso de unión bancaria. Sin ninguna duda, estas diferencias no solo contribuyeron a un ajuste más acelerado del sector financiero estadounidense, sino también a una recuperación económica más temprana y vigorosa que en Europa.

El entorno macroeconómico más favorable se ha reflejado en una mayor rentabilidad sobre el capital (RoE) al otro lado del Atlántico. Así, el RoE promedio de los bancos que forman parte del S&P 500 se sitúa en el 8,9%, muy por encima del 3,9% que registran los bancos del Eurostoxx. Las perspectivas para los beneficios de los bancos en EE. UU. también mejoran a raíz del comienzo de la subida de tipos por parte de la Fed, porque los ingresos bancarios aumentan con unos tipos de interés mayores (el coste de los depósitos, una parte de los cuales –los depósitos a la vista– no están remunerados, no sube tanto como los tipos de interés de los créditos).

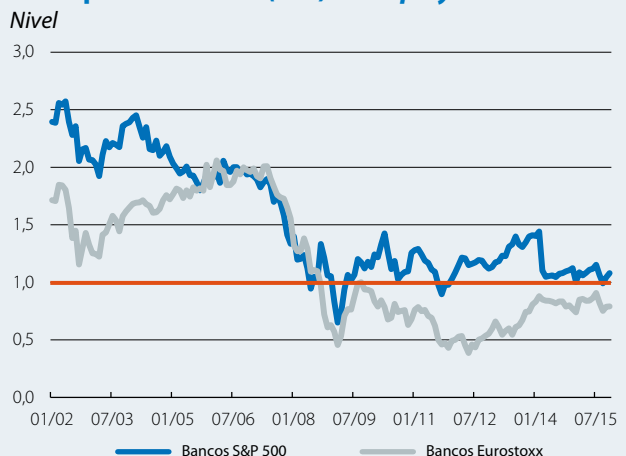
De este modo, el principio del fin del entorno de tipos bajos y la posición más avanzada de EE. UU. en el ciclo económico esbozan un escenario más favorable para el negocio de las entidades financieras norteamericanas a corto plazo, lo que estaría dando alas a su cotización. Las europeas, en cambio, siguen penalizadas por una serie de factores: aparte de estar lejos todavía de la normalización monetaria, algunas de ellas prosiguen el saneamiento de sus balances en tanto que la debilidad económica y los procesos de desapalancamiento en curso mantienen la presión sobre los volúmenes y el coste del riesgo. Por otro

1. El P/B o *price-to-book* es el cociente entre la valoración del mercado y el valor contable. Para las entidades norteamericanas, se toman las entidades del sector bancario del índice S&P 500 y para las europeas, los bancos dentro del Eurostoxx.

lado, la necesidad de culminar la unión bancaria y la mayor armonización que ello conllevará suponen otro foco de incertidumbre para las expectativas de rentabilidad futura.

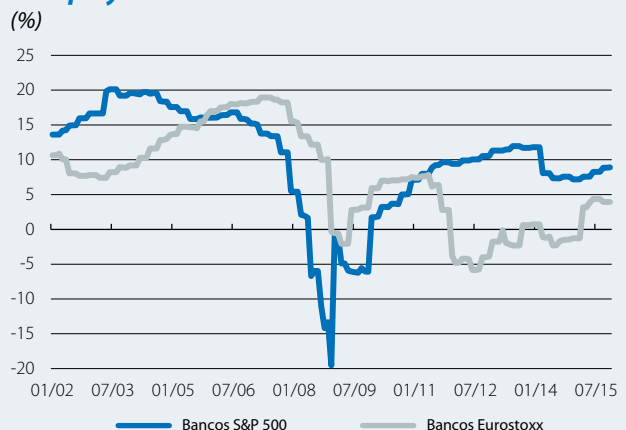
En este contexto, el diferencial americano-europeo en cuanto a valoración puede interpretarse en términos de arbitraje: para invertir en la banca europea se exige pagar un precio más bajo que en la americana porque la rentabilidad del negocio es inferior y esta es el determinante fundamental del crecimiento de los dividendos. El inversor solo estará dispuesto a comprar acciones si existe un claro potencial de revalorización de la acción. Al fin y al cabo, la retribución al inversor se realiza vía dividendos y apreciación de la acción. Cuando las presiones sobre el RoE se mantienen elevadas, las expectativas de retorno recaen en el encarecimiento del valor, y una ratio P/B menor que uno facilita ese crecimiento a la espera de que los resultados del sector recuperen vigor y solidez –algo que, por otra parte, es cuestión de tiempo que suceda si la tendencia actual prospera.

Ratio price-to-book (P/B): Europa y EE. UU.



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

Rentabilidad sobre recursos propios (RoE): Europa y EE. UU.



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

| | 31-dic | 30-nov | 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 | -0,13 | -0,11 | -2 | -20,9 | -20,9 |
| Euríbor 12 meses | 0,06 | 0,05 | 1 | -26,5 | -26,5 |
| Deuda pública a 1 año (Alemania) | -0,38 | -0,38 | 0 | -31,6 | -31,6 |
| Deuda pública a 2 años (Alemania) | -0,35 | -0,42 | 7 | -25,2 | -25,2 |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 0,63 | 0,47 | 16 | 8,9 | 8,9 |
| Deuda pública a 10 años (España) | 1,77 | 1,52 | 25 | 15,9 | 15,9 |
| Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹ | 114 | 105 | 9 | 7,0 | 7,0 |
| EE. UU. | | | | | |
| Fed funds (límite superior) | 0,50 | 0,25 | 25 | 25,0 | 25,0 |
| Líbor 3 meses | 0,61 | 0,42 | 19 | 35,4 | 35,4 |
| Líbor 12 meses | 1,18 | 0,98 | 20 | 55,1 | 55,1 |
| Deuda pública a 1 año | 0,60 | 0,48 | 12 | 38,7 | 38,7 |
| Deuda pública a 2 años | 1,05 | 0,93 | 12 | 38,6 | 38,6 |
| Deuda pública a 10 años | 2,27 | 2,21 | 6 | 9,9 | 9,9 |

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

| | 31-dic | 30-nov | Variación mensual (p. b.) | Variación acum. en 2015 (p. b.) | Variación interanual (p. b.) |
|-------------------------------|--------|--------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| Itraxx Corporativo | 77 | 70 | 7 | 14,4 | 14,4 |
| Itraxx Financiero Sénior | 77 | 68 | 9 | 9,4 | 9,4 |
| Itraxx Financiero Subordinado | 156 | 142 | 13 | 6,9 | 6,9 |

Tipos de cambio

| | 31-dic | 30-nov | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2015 (%) | Variación interanual (%) |
|------|---------|---------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| \$/€ | 1,086 | 1,057 | 2,8 | -10,2 | -10,2 |
| ¥/€ | 130,640 | 130,050 | 0,5 | -9,8 | -9,8 |
| £/€ | 0,737 | 0,702 | 5,0 | -5,1 | -5,1 |
| ¥/\$ | 120,220 | 123,110 | -2,3 | 0,4 | 0,4 |

Materias primas

| | 31-dic | 30-nov | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2015 (%) | Variación interanual (%) |
|-------------------------------|---------|---------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| Índice CRB de materias primas | 374,7 | 384,2 | -2,5 | -14,4 | -14,4 |
| Brent (\$/barril) | 35,8 | 42,8 | -16,5 | -35,9 | -35,9 |
| Oro (\$/onza) | 1.061,4 | 1.064,8 | -0,3 | -10,4 | -10,4 |

Renta variable

| | 31-dic | 30-nov | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2015 (%) | Variación interanual (%) |
|-------------------------|----------|----------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| S&P 500 (EE. UU.) | 2.043,9 | 2.080,4 | -1,8 | -0,7 | -0,7 |
| Eurostoxx 50 (eurozona) | 3.267,5 | 3.506,5 | -6,8 | 3,8 | 3,8 |
| Ibex 35 (España) | 9.544,2 | 10.386,9 | -8,1 | -7,2 | -7,2 |
| Nikkei 225 (Japón) | 19.033,7 | 19.747,5 | -3,6 | 9,1 | 9,1 |
| MSCI emergentes | 794,1 | 814,3 | -2,5 | -17,0 | -17,0 |
| Nasdaq (EE. UU.) | 5.007,4 | 5.108,7 | -2,0 | 5,7 | 5,7 |

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

COYUNTURA · 2016: aceleración global pero con riesgos importantes

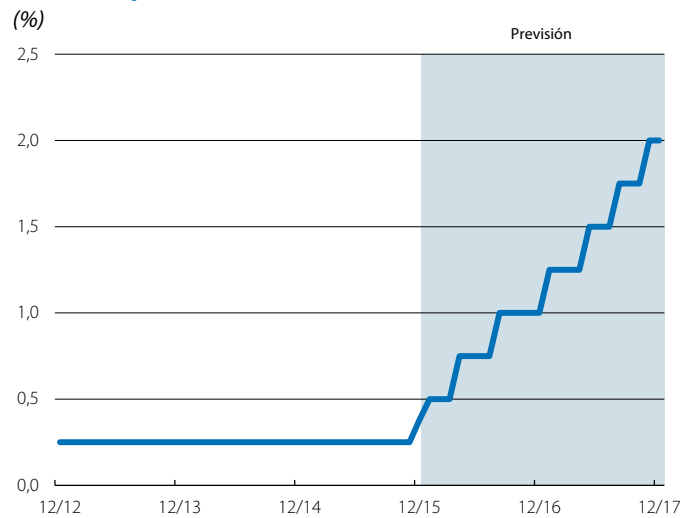
El crecimiento mundial se acelerará en 2016 (un 3,6% frente al 3,1% en 2015), con unas economías avanzadas que asientan una expansión moderada (2,2%), y unas economías emergentes cuyo crecimiento, a pesar de las dudas, ganará tracción (4,5%). Este escenario puede verse afectado por factores globales y locales. Entre los primeros, este mes, destaca la subida de tipos de la Reserva Federal (Fed). Se trata del primer aumento en casi un decenio y puede tener consecuencias globales importantes, en especial para las economías emergentes cuyos flujos financieros aumentaron de manera significativa como consecuencia de la liquidez inyectada por la Fed (véase el Focus «Subida de la Fed, ¿fuga de capitales en los emergentes?» en este mismo *Informe Mensual*). Un segundo factor de alcance global es el precio del petróleo, que nuevamente sorprendió con la bajada de diciembre. En este punto, sin embargo, prevemos que el crudo empezará a apreciarse de forma paulatina en los primeros meses de 2016, lo que supondrá un reequilibrio entre ganadores y perdedores, y un retorno de la inflación a cotas más normalizadas. El tercer factor destacable este mes ha sido el mayor deterioro de la economía de Brasil, la primera de la región latinoamericana y uno de los mayores emergentes.

ESTADOS UNIDOS

La Fed sube el tipo de referencia 25 p. b., hasta la franja del 0,25%-0,50%. En diciembre, la Fed confirmó todas las expectativas e inició la subida de tipos después de casi 10 años sin aumentos. Con todo, en su comunicado, la institución enfatizó la gradualidad del proceso: «el Comité espera que las condiciones económicas evolucionen de tal manera que solo permitan incrementos graduales del tipo de interés oficial». Así pues, una vez iniciado el proceso de subidas, lo relevante es su rapidez. En este sentido, prevemos que, a principios de 2017, se habrán producido cuatro subidas y que los tipos estarán en el 1,25%, un nivel que se sitúa por encima de lo que predicen los futuros sobre el tipo rector de la Fed, pero por debajo de lo que muestran las opiniones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed.

Tendencia alcista de la inflación estadounidense. El IPC general creció un 0,5% interanual en noviembre, 3 décimas por encima del registro del mes anterior y de acuerdo con nuestras previsiones. Pero, en términos intermensuales, el IPC general se mantuvo plano a causa de la nueva caída del componente energético (-1,3% intermensual). La evolución reciente del precio del petróleo imprime ciertos riesgos a la baja a nuestro escenario central, que sitúa la inflación general en el 2,0% a finales de 2016. Por su parte, la inflación subyacente continuó marcando registros robustos y se situó 1 décima por encima del registro de octubre (en el 2,0%).

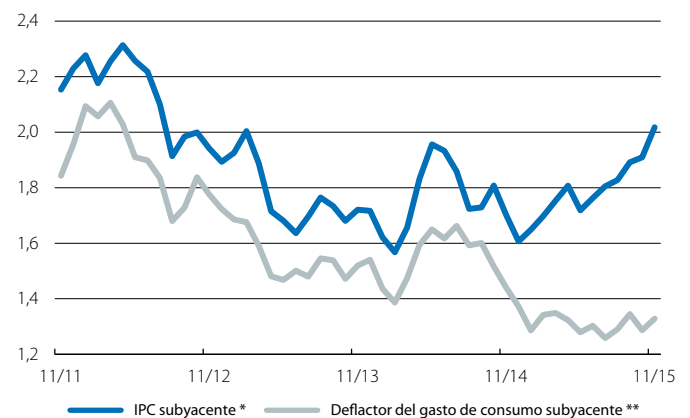
EE. UU.: tipo de interés de la Fed



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

EE. UU.: IPC y deflactor del gasto de consumo

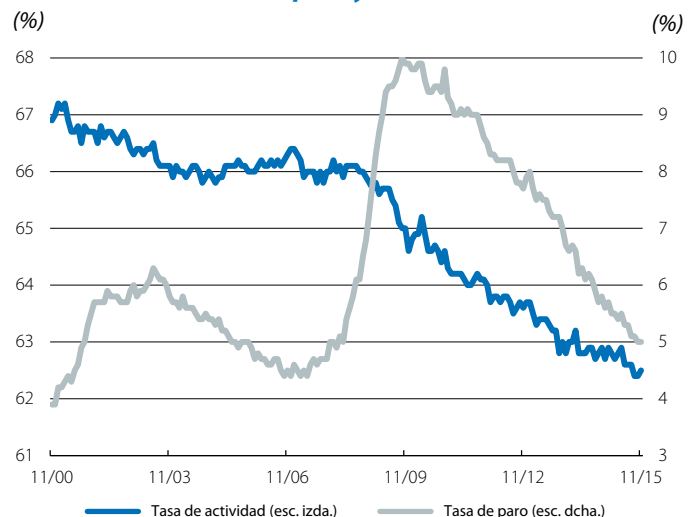
Variación interanual (%)



Notas: * IPC subyacente: índice general sin energía ni alimentos. ** Deflactor del gasto de consumo personal sin energía ni alimentos.

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

EE. UU.: tasa de desempleo y de actividad



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

Los últimos indicadores sugieren que el ritmo de expansión estadounidense se mantiene. El PIB creció un 0,5% intertrimestral en el 3T según la tercera estimación del Bureau of Economic Analysis, que prácticamente no recoge cambios respecto a la segunda estimación. El consumo privado, cuyo avance fue del 1,0%, se confirmó como el componente más fuerte. Por otra parte, el índice de sentimiento empresarial ISM de manufacturas de noviembre bajó al nivel de los 48,6 puntos, que se corresponde con un avance de la economía cercano al 1,4%. Sin embargo, el ISM de servicios (que representan un 80% de la actividad económica y un 85% de los empleos del sector privado) se situó en los 55,9 puntos, coherente con crecimientos del 3,0%. En este contexto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en el 2,5% anual, tanto para 2015 como para 2016.

El mercado laboral estadounidense sigue en buena forma. En noviembre, se crearon 211.000 empleos netos, con lo que se mantiene el promedio de 215.000 de los últimos 12 meses. Asimismo, los salarios aumentaron un favorable 2,3% interanual, un avance significativo si tenemos en cuenta las todavía comedidas tasas de inflación. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo en un bajo 5,0%, muy cerca del promedio de 2007, del 4,6%, y lejos del máximo del 10,0%, registrado en octubre de 2009. El aspecto cuestionable de esta situación favorable es que una parte relevante de este descenso de 5 p. p. de la tasa de paro se debe a la menor tasa de actividad, que en noviembre se situó en el 62,5% de la población activa, significativamente por debajo del 66,0% de 2007.

JAPÓN

Japón crece en el 3T y evita la recesión. Tras la revisión alcista del Departamento de Comercio, el PIB del 3T 2015 pasó a crecer un 0,3% intertrimestral (previamente se había anunciado un retroceso del 0,2%), lo cual evitó que Japón entrara en recesión después de la caída intertrimestral en el 2T. Sin embargo, el análisis por componentes aconseja cautela: tres cuartas partes de la mejora se debieron a un ajuste de existencias mucho menor de lo divulgado con anterioridad, lo que lastrará la economía nipona en los próximos meses. Por su parte, el consumo privado sigue sin despegar. Aun así, la mejora sustancial del dato del 3T nos obliga a efectuar una revisión técnica al alza en la previsión anual para 2015 (del 0,6% al 0,7%).

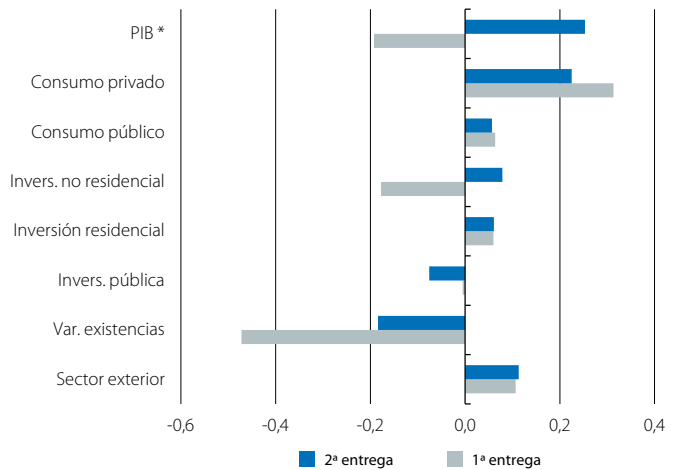
Los indicadores de sentimiento económico muestran una mejora limitada. El índice Tankan de sentimiento empresarial para grandes empresas del 4T 2015 elaborado por el BOJ se estabiliza, aunque muestra un deterioro de las expectativas para el 1T 2016. Asimismo, el alto nivel que muestra el índice para las grandes empresas contrasta con una cota más contenida cuando se tiene en cuenta el conjunto (incluidas las pequeñas y medianas). Por otro lado, el sector exterior volvió a acusar la debilidad de las demandas china y estadounidense de bienes japoneses, pese a la baja cotización del yen.

EMERGENTES Y MATERIAS PRIMAS

Fuerte deterioro económico y político en Brasil. En Brasil la recesión se agudiza. En el 3T, el PIB cayó un abultado 1,7% in-

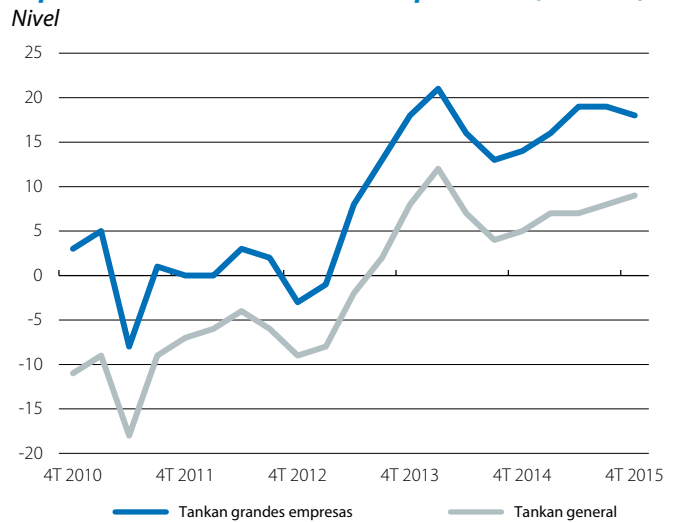
Japón: PIB

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



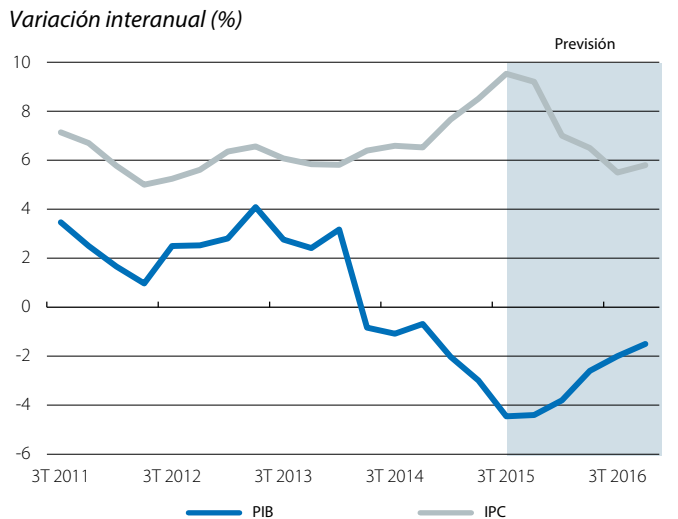
Nota: * Variación intertrimestral.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Interior y Comunicaciones.

Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan)



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

Brasil: PIB e IPC



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

tertrimestral (-2,1% en el 2T), equivalente a una caída del 4,5% en términos interanuales (-3,0% en el 2T). Por componentes de demanda, destaca el mal comportamiento de la inversión y, en menor grado, del consumo público. El aumento de la inflación, que en octubre alcanzó el 9,9%, y el elevado déficit corriente (del 3,9% en el 3T) completan un mal cuadro económico. Además, la incertidumbre política se agrava con el inicio del proceso de destitución (*impeachment*) de la presidenta Dilma Rousseff. El proceso, que puede prolongarse varios meses, es complejo (comisión en el Congreso, plenario en el Congreso y plenario en el Senado). La mayoría necesaria para la destitución (dos tercios de los escaños) sería, en principio, difícil de alcanzar, pero dada la volatilidad del momento político, no hay que descartar escenarios extremos. Una primera consecuencia del deterioro político fue la sustitución del ministro de Finanzas, Joaquim Levy, por Nelson Barbosa, menos comprometido con la consolidación fiscal. Asimismo, la agencia Fitch rebajó la calificación crediticia de Brasil de BBB- a BB+. La mala trayectoria económica y la incertidumbre política nos hace revisar a la baja nuestra previsión, con un descenso del PIB que pasa del -2,3% al -3,5% en 2015 y del -0,6% al -2,5% en 2016.

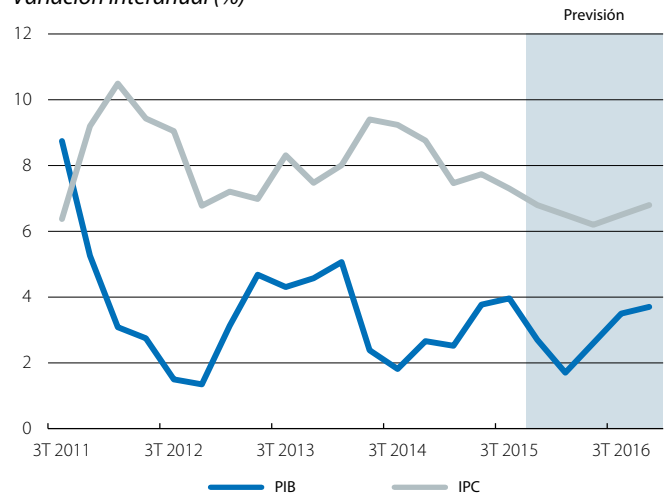
Los datos de actividad de China muestran cierta estabilización del crecimiento. Ello apoya nuestro escenario central de aterrizaje suave, con un crecimiento previsto del 6,8% para 2015 y del 6,5% para 2016. En particular, en noviembre, las ventas minoristas avanzaron un 11,2% interanual, el mejor registro en lo que va de año, y la producción industrial subió un 6,2% interanual, el mejor mes desde junio. El sector exterior, por el contrario, volvió a decepcionar: las exportaciones cayeron un 6,8% interanual en noviembre.

Turquía sorprende al alza. En el 3T, el PIB aumentó un 4,0% interanual, sensiblemente más de lo previsto y en leve aceleración respecto al 2T (3,8%). Los principales factores que explican este dinamismo son el fuerte crecimiento del consumo público y la menor aportación negativa del sector exterior (resultado del descenso de las importaciones, principalmente). Aun así, las perspectivas económicas son algo menos positivas que lo que el dato desprende, ya que persisten los desequilibrios macroeconómicos significativos (la inflación fue del 8,1% en noviembre y el déficit corriente alcanzó el 5,2% del PIB en el 3T) y la incertidumbre geopolítica.

El petróleo alcanza el mínimo de los últimos siete años. La falta de acuerdo sobre la producción en la reunión semestral de la OPEP y el aumento de las existencias en EE. UU. provocó una fuerte caída en el precio del crudo. En particular, el Brent acumuló un descenso del 17% en las dos primeras semanas de diciembre que lo llevó a tocar los mínimos de diciembre de 2008, por debajo de los 40 dólares/barril. Sin embargo, preveemos que el descenso de la inversión en el *shale* americano y la previsible recuperación de la demanda global contribuyan a una gradual recuperación del precio del crudo a lo largo de 2016, hasta los 64 dólares/barril a finales de año. En otro orden de cosas, a mediados de diciembre, el Congreso de EE. UU. alcanzó un acuerdo para levantar la prohibición a la exportación de crudo a las compañías estadounidenses.

Turquía: PIB e IPC

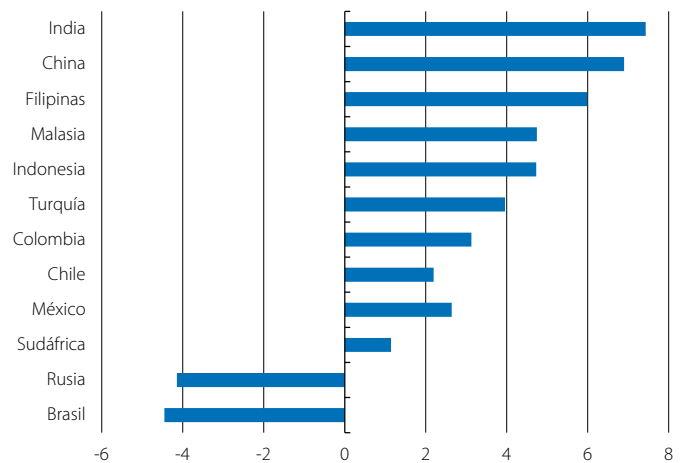
Variación interanual (%)



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

Emergentes: crecimiento del PIB en el 3T 2015

Variación interanual (%)

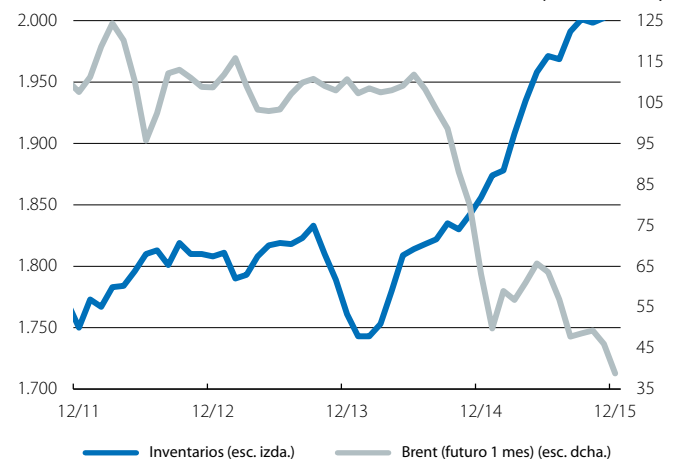


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Petróleo: precio e inventarios en EE. UU.

(Millones de barriles)

(Dólar/barril)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Energy Information Administration.

FOCUS · Subida de la Fed, ¿fuga de capitales en los emergentes?

El 16 de diciembre, la Reserva Federal (Fed) subió su tipo de interés por primera vez en cerca de una década. Debido a que el bajo tipo de interés estadounidense (y la extraordinaria provisión de liquidez de la Fed y de otros bancos centrales) es un factor que ha influido en el aumento de los flujos financieros hacia los emergentes, preocupa que el endurecimiento monetario genere un episodio de salidas de capitales importante. Dado que, desde mayo de 2015, se ha asistido a una ralentización de las entradas de capitales a los emergentes, y que, en muchos de ellos, este proceso se convirtió en una salida de capitales entre agosto y noviembre, ¿es dicha secuencia el prolegómeno de una fuga de capitales más grave?

Recordemos que la normalización monetaria no se inicia con la subida de tipos de diciembre. En una primera fase (a partir de mayo de 2013), la Fed empieza a perfilar cómo será la salida de la etapa de política monetaria no convencional y a informar al mercado. En un segundo momento (desde diciembre de 2013), el ritmo de compras de bonos empieza a reducirse (el llamado *tapering*). La subida de tipos es, por tanto, la tercera etapa de la normalización monetaria. Pues, bien, ¿cómo han evolucionado los flujos de capitales a los emergentes desde que se inició todo este proceso?

Si, en mayo de 2013, la suma acumulada de 12 meses de entradas netas de capitales en acciones y deuda se situó en unos 358 miles de millones de dólares, un año después del cambio de comunicación de la Fed, las entradas netas de capitales eran un 53% inferiores.¹ Seguían siendo positivas, pero su nivel era entonces el menor desde la Gran Recesión de 2008-2009, el único momento en la última década en el que las entradas netas de capitales en cartera han sido negativas. Tras una recuperación apreciable entre mayo de 2014 y mayo de 2015, empieza un nuevo episodio de ralentización de las entradas de capitales emergentes, que ha alcanzado una escala importante: en noviembre disminuyeron un 71% interanual, siempre en términos acumulados de 12 meses.

A pesar de su intensidad, dicho episodio no afecta a todos los emergentes por igual. Así, aunque muchos sufren de salidas netas de capitales en cartera, otros, como México, Chile, la República Checa o Polonia, no. ¿Qué tienen en común estos últimos? Un cuadro macroeconómico saneado: los que han sufrido de salidas netas de capitales de

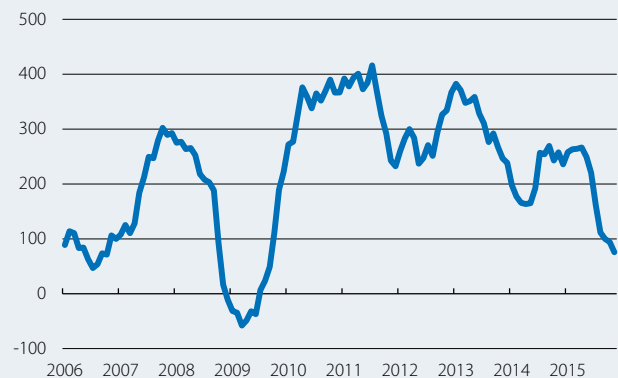
1. A efectos del análisis que nos ocupa, es relevante apuntar que la subida del tipo de interés de las economías avanzadas impacta especialmente en las entradas de capitales destinados a comprar deuda y acciones en los emergentes, y menos, en cambio, a los flujos bancarios y a la inversión extranjera directa. Para una revisión de la cuestión, véase Koepke, R. (2015), «What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature», IIF Working Paper.

cartera desde agosto tienden a presentar desequilibrios macro excesivos (Brasil y Turquía). Asimismo, cabe mencionar que, en ciertos países, la salida de capitales ha sido apreciable. Es el caso de Sudáfrica (que registró, entre julio y noviembre, unas ventas netas de acciones y deuda equivalentes al 4,1% del valor de sus reservas en divisas internacionales), Turquía (2,5%) y Brasil (1,8%). Este hecho es importante porque, en la actual tesitura de presión financiera sobre los emergentes, preocupa que entre en problemas algún país que, sin tener carácter sistémico, sí tiene especial relevancia regional (por ejemplo, Turquía, en el centro de una región delicada).

¿Qué nos puede estar diciendo esta secuencia sobre lo que puede acaecer en 2016? La historia y la teoría sugieren que es normal que los mercados se adelanten a las decisiones de política monetaria, y, en consecuencia, parte de lo vivido en 2015 responde a esta lógica. Con todo, la permanencia de países con desequilibrios macroeconómicos, algunos de ellos regionalmente sistémicos, implica que la sensibilidad de los inversores a los vaivenes de la aversión al riesgo será elevada en estos casos, por lo que no es nada descabellado esperar episodios de salidas de capitales puntuales de cierta intensidad. ¿Tendrá carácter general y dilatado en el tiempo? En ausencia de *shocks* negativos auténticamente sistémicos, sería un escenario extremo que parece poco probable. Aun así, hay que recordar que entramos en *terra incognita*: la etapa de condiciones monetarias ultralaxas ha sido larga y la inyección de liquidez global, inusual, por lo que no está escrito que la salida de las mismas y sus consecuencias financieras se acomoden a los precedentes disponibles. Además, el deterioro de las condiciones de liquidez en diversos mercados de activos financieros constituye un factor que podría amplificar el alcance y la intensidad de eventuales *shocks* de origen idiosincrático y puntual. El reto, pues, está servido.

Emergentes: entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones)

(Miles de millones de dólares de EE. UU., acumulado de 12 meses)



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

FOCUS · China: la política de la parejita y sus posibles efectos sobre el crecimiento

Las perspectivas de crecimiento de China a medio y largo plazo sufren un fenómeno poco común entre los emergentes: el envejecimiento de la población como consecuencia de la disminución de la tasa de fertilidad y del aumento de la esperanza de vida. A fin de retrasar dicho fenómeno, el Partido Comunista, en su sesión anual de octubre, propuso la suspensión de la política del hijo único, introducida en el país entre 1978 y 1980, permitiendo a todas las parejas tener dos hijos libremente. ¿Cómo afectará la medida al crecimiento económico del país a medio plazo?

Un primer elemento que se debe tener en cuenta es que el fuerte descenso de la tasa de fertilidad de China es anterior a la política del hijo único y responde a otras medidas que, como aquella, promovían el control de la natalidad. En particular, el mayor desplome de la tasa de fertilidad, del 5,8 en 1970 al 2,7 en 1978,¹ se vio favorecido por la campaña «más tarde, más separados y menos» en la que se aconsejaba a las mujeres a casarse más tarde y a tener menos hijos y más espaciados.

Además, un segundo elemento relevante es que la medida del hijo único gozaba de excepciones importantes, siendo menos restrictiva de lo que el nombre pudiera hacernos pensar. Ya a principios de los años ochenta, se permitieron dos o más hijos por pareja en las zonas rurales, que por entonces concentraban más del 80% de la población. Esta cifra se redujo ligeramente en la década de los noventa, hasta el 70%, y no es hasta finales de los años 2000 que se sitúa por debajo del 50%. Asimismo, a partir de 1986, el Gobierno permitió dos hijos a un gran número de familias que cumplieran ciertos requisitos, como que uno de los progenitores fuera hijo único. A pesar de estas importantes excepciones, la tasa de natalidad siguió disminuyendo, de los 2,7 hijos por mujer de finales de los años setenta al 1,55 actual, por lo que otros factores, más allá de la limitación del descendiente único, se han argumentado como causantes de la caída continuada: el elevado coste que supone criar a un hijo, especialmente en las ciudades, el profundo impacto cultural de las políticas de natalidad o el incremento del nivel educativo de las mujeres son algunos de ellos.

Para hacernos una idea del posible efecto de la supresión de la llamada política del hijo único, tomamos dos escenarios sobre la evolución de la población china realizados por las Naciones Unidas.² En concreto, el escenario alto captura la probable evolución de la tasa de fertilidad causada por la supresión de la medida demográfica: supone un rápido aumento de la tasa de fertilidad, que se situaría ligeramente por encima de los dos hijos por mujer ya en 2020 y en los 2,25 en 2050. Por el contrario, el escenario bajo asume una tasa de fertilidad que sigue disminuyendo y se sitúa en el 1,25 en 2050, lo que se acomodaría a una situación de continuidad de la restricción del hijo único.

A pesar de la gran diferencia entre un escenario y otro, la fuerza laboral cae en ambos durante el periodo 2015-2050, puesto que la mayor parte de los trabajadores de esos años (más del 85%) serán individuos nacidos antes de 2015 y en ellos se refleja la prolongada reducción de la tasa de fertilidad hasta la fecha. Los «bebés de más» que nacerán como consecuencia del fin de la política del hijo único no se incorporarán al mercado de trabajo hasta bien entrada la década de 2030.

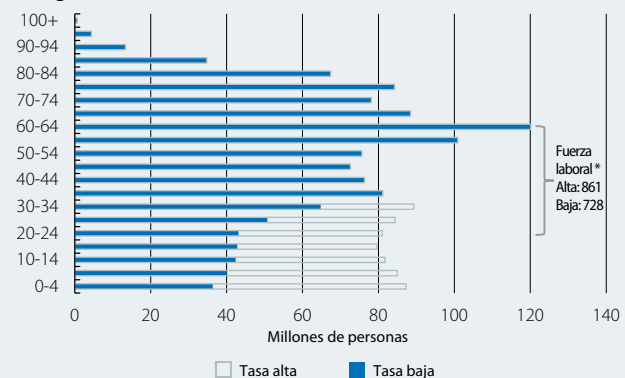
En 2050, sin embargo, la fuerza laboral estimada en el escenario de alta fertilidad ya se situaría 133 millones por encima de la fuerza laboral del escenario de baja fertilidad (861 millones de trabajadores frente a 728), puesto que cerca del 40% de los trabajadores de 2050 ya son individuos nacidos después de 2015 y, por tanto, afectados por el cambio de política. Si suponemos igual productividad en ambos escenarios, el PIB en términos reales en el escenario alto se situaría en 2050 en torno a un 18% por encima del PIB real del escenario bajo.

Por último, es relevante exponer cómo la supresión de la política del hijo único puede afectar al ahorro por precaución ya en los próximos años. En los países menos desarrollados, los hijos tienen un papel esencial en el cuidado y mantenimiento de los padres en su vejez. Así, en China, la política del hijo único comportó un aumento significativo del ahorro por motivos de precaución. En este sentido, es de esperar que la supresión de dicha política actúe en sentido contrario, disminuyendo el ahorro por precaución y, por tanto, impulsando el consumo.

En definitiva, las numerosas y profundas políticas de control de natalidad llevadas a cabo en China durante los últimos 50 años han dejado una huella que pervivirá en el país durante décadas. Aún así, la supresión de la política del hijo único es bienvenida y reportará avances económicos significativos a medio plazo.

Pirámide poblacional china en 2050 bajo dos escenarios distintos de tasa de fertilidad

(Rango de edad)



Nota: * La fuerza laboral se define como aquellos individuos de entre 15 y 64 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de las Naciones Unidas (2015 Revision of World Population Prospects).

1. Gu, B. y Cai, Y. (2011), «Fertility prospects in China», Naciones Unidas.
 2. Naciones Unidas, 2015 Revision of World Population Prospects.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 | 12/15 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Actividad | | | | | | | | | |
| PIB real | 1,5 | 2,4 | 2,5 | 2,9 | 2,7 | 2,1 | - | ... | - |
| Ventas al por menor (sin coches ni gasolina) | 3,4 | 3,9 | 4,8 | 4,8 | 3,7 | 4,0 | 3,4 | 3,6 | ... |
| Confianza del consumidor (valor) | 73,2 | 86,9 | 92,7 | 101,3 | 96,2 | 98,3 | 99,1 | 92,6 | 96,5 |
| Producción industrial | 1,9 | 3,7 | 4,5 | 3,5 | 1,5 | 1,2 | 0,3 | -1,2 | ... |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (valor) | 53,8 | 55,7 | 56,9 | 52,6 | 52,6 | 51,3 | 50,1 | 48,6 | ... |
| Viviendas iniciadas (miles) | 928 | 1001 | 1055 | 978 | 1158 | 1158 | 1062 | 1173 | ... |
| Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor) | 158 | 171 | 173 | 177 | 179 | 179 | 181 | ... | ... |
| Tasa de paro (% pobl. activa) | 7,4 | 6,2 | 5,7 | 5,6 | 5,4 | 5,2 | 5,0 | 5,0 | ... |
| Tasa de empleo (% pobl. > 16 años) | 58,6 | 59,0 | 59,2 | 59,3 | 59,3 | 59,3 | 59,3 | 59,3 | ... |
| Balanza comercial ¹ (% PIB) | -2,9 | -2,9 | -2,9 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -4,0 | ... | ... |
| Precios | | | | | | | | | |
| Precios de consumo | 1,5 | 1,6 | 1,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | ... |
| Precios de consumo subyacente | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | ... |

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 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Actividad | | | | | | | | |
| PIB real | 1,4 | -0,1 | -0,9 | -1,0 | 0,7 | 1,7 | - | ... |
| Confianza del consumidor (valor) | 43,6 | 39,3 | 38,9 | 40,7 | 41,5 | 40,9 | 41,5 | 42,6 |
| Producción industrial | -0,6 | 2,1 | -1,4 | -2,2 | -0,5 | -0,4 | 0,3 | ... |
| Índice actividad empresarial (Tankan) (valor) | 6,0 | 13,5 | 12,0 | 12,0 | 15,0 | 12,0 | - | 12,0 |
| Tasa de paro (% pobl. activa) | 4,0 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,3 | 3,4 | 3,1 | ... |
| Balanza comercial ¹ (% PIB) | -2,4 | -2,6 | -2,6 | -1,8 | -1,4 | -1,0 | -0,9 | -0,7 |
| Precios | | | | | | | | |
| Precios de consumo | 0,4 | 2,7 | 2,5 | 2,3 | 0,5 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Precios de consumo subyacente | -0,2 | 1,8 | 2,1 | 2,1 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 0,9 |

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

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

CHINA

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Actividad | | | | | | | | |
| PIB real | 7,7 | 7,3 | 7,2 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | - | ... |
| Ventas al por menor | 15,5 | 12,0 | 16,5 | 10,5 | 10,2 | 10,7 | 11,0 | 11,2 |
| Producción industrial | 9,7 | 8,3 | 7,6 | 6,4 | 6,3 | 5,9 | 5,6 | 6,2 |
| PMI manufacturas (oficial) (valor) | 50,8 | 50,7 | 50,4 | 49,9 | 50,2 | 49,8 | 49,8 | 49,6 |
| Sector exterior | | | | | | | | |
| Balanza comercial ¹ (valor) | 258 | 383 | 383 | 489 | 541 | 577 | 593 | 592 |
| Exportaciones | 7,8 | 6,0 | 8,6 | 4,6 | -2,2 | -5,8 | -6,9 | -7,2 |
| Importaciones | 7,3 | 0,4 | -1,9 | -17,6 | -13,5 | -14,3 | -18,8 | -9,0 |
| Precios | | | | | | | | |
| Precios de consumo | 2,6 | 2,0 | 1,5 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 1,5 |
| Tipo de interés de referencia ² (valor) | 6,00 | 5,60 | 5,60 | 5,35 | 4,85 | 4,60 | 4,35 | 4,35 |
| Renminbi por dólar (valor) | 6,1 | 6,2 | 6,1 | 6,2 | 6,2 | 6,3 | 6,3 | 6,4 |

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

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

COYUNTURA · La demanda doméstica impulsa el avance de la eurozona

La recuperación prosigue con un avance moderado pero sostenido. El ritmo de expansión de la economía de la eurozona se mantiene, apoyado por el buen comportamiento de la demanda doméstica. Aunque el BCE señaló el aumento de los riesgos exteriores en su decisión de extender el QE, las perspectivas para la economía europea son positivas y prosiguen según lo esperado. Así lo indican las propias previsiones del BCE, que apenas varió su escenario de crecimiento e inflación en diciembre. De este modo, espera que el avance de la economía pase del 1,5% en 2015 al 1,9% en 2017. La debilidad de la inflación en 2015 se debe, en gran parte, a la caída de los precios del componente energético, un factor que dejará de actuar a medio plazo. En los próximos meses, esperamos que la economía todavía se beneficie del bajo precio del petróleo, así como de la política monetaria acomodaticia, de un tipo de cambio favorable para las exportaciones y de una menor consolidación fiscal. Sin embargo, son factores coyunturales y, por lo tanto, es necesario continuar profundizando en las reformas estructurales, tanto en cada país como en el conjunto de la eurozona (unión económica, fiscal, bancaria y política), que puedan garantizar el crecimiento sostenido a largo plazo.

La demanda interna siguió impulsando la economía en el 3T. El PIB mantuvo un crecimiento interanual del 1,6% en el 3T, a pesar de la contribución negativa de la demanda externa. Detrás del buen comportamiento de la demanda interna se encuentra el avance del consumo, tanto público como privado. Por países, observamos una dicotomía similar entre el comportamiento de la demanda externa e interna. El consumo agregado (privado y público) mejoró su crecimiento interanual en Alemania (2,3%), España (3,3%) e Italia (0,9%), mientras que se desaceleró ligeramente en Francia (1,4%). Por su parte, el avance de la inversión se desaceleró en la eurozona (2,2%), aunque siguió acelerándose en Alemania (2,2%), España (6,5%) e Italia (0,9%) y dejó de lastrar al crecimiento en Francia (0,0%). La demanda externa sustrajo al crecimiento interanual, aunque fue a causa de un mayor aumento de las importaciones (las exportaciones siguieron creciendo), consecuencia natural de la dinámica positiva de la demanda doméstica, que claramente se puede considerar el motor de la recuperación.

La actividad continúa creciendo en el 4T. Los datos disponibles en el 4T indican que la expansión de la economía prosigue en el último trimestre del año. Los índices PMI siguen en máximos desde mayo de 2011, visiblemente en zona expansiva (por encima de los 50 puntos), y tanto para el índice compuesto como para los índices de manufacturas y de servicios, lo que apunta a una expansión generalizada de la actividad. Además, la producción industrial volvió a acelerar su expansión interanual en octubre (1,9%) después de la ligera desaceleración de septiembre. Por países, destaca Alemania, cuyos índices de

Eurozona: previsiones del BCE

Variación anual (%)

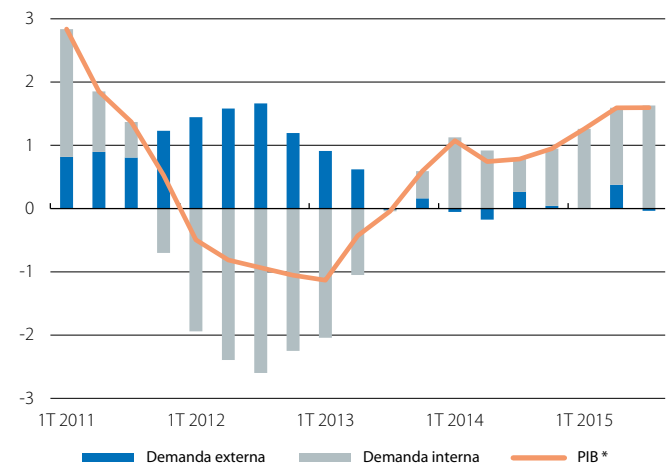
| | Previsión | | | Variación respecto a previsión septiembre 2015 | | |
|-------------------------------|-----------|------|------|--|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| PIB | 1,5 | 1,7 | 1,9 | ▲ 0,1 | = | ▲ 0,1 |
| IPCA * | 0,1 | 1 | 1,6 | = | ▼ 0,1 | ▼ 0,1 |
| IPCA sin energía ni alimentos | 0,9 | 1,3 | 1,6 | = | ▼ 0,1 | = |

Nota: * Índice de precios al consumo armonizado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (ECB Staff Macroeconomic Projections).

Eurozona: PIB

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

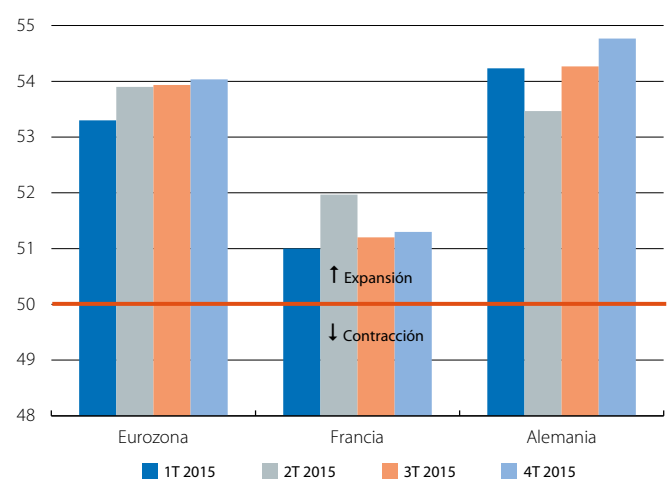


Nota: * Variación interanual (%).

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

Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel



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

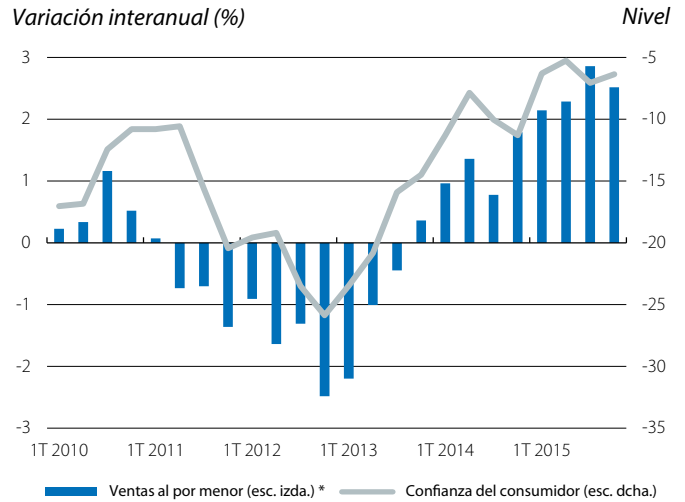
actividad PMI e IFO siguen indicando una aceleración de la actividad en el 4T. Sin embargo, Francia parece experimentar una expansión de la actividad más débil, con un índice de actividad PMI de diciembre (50,3) inferior al de los meses anteriores y cercano al estancamiento.

El consumo mantiene su avance. La evolución de los indicadores de demanda en el 4T también es positiva. La confianza del consumidor mejoró en noviembre y diciembre, y se acerca a final de año con unos valores parecidos a los del verano. El último dato de las ventas al por menor nos indica que siguieron creciendo en octubre, alrededor del 2,5%, de modo que su tasa interanual se situó en línea con el promedio del año. Otro indicador que refleja el buen pulso del consumo, la matriculación de automóviles, creció un 11% interanual en noviembre y sigue registrando máximos no vistos desde 2010. La producción industrial de bienes de capital se aceleró en octubre, con una tasa de variación interanual del 3,4%. En conjunto, estos indicadores señalan nitidamente el dinamismo de la recuperación, también por el lado de la demanda.

La mejora de la actividad estimula la creación de empleo. La eurozona siguió creando empleo neto en el 3T, con un aumento interanual del 1,1% y de manera generalizada en los principales países. Destacan las elevadas tasas de creación de empleo de España, cercanas al 3% interanual durante los tres primeros trimestres del año. Italia también experimentó un aumento de la creación de ocupación, hasta el 0,85% en el 3T. Además, la tasa de paro de la eurozona se redujo en octubre hasta el 10,7%, 0,8 p. p. por debajo del dato de septiembre, aunque las diferencias entre países siguen siendo importantes. En el conjunto de la eurozona, los costes laborales por hora trabajada redujeron su tasa de crecimiento interanual hasta el 1,1% en el 3T debido, principalmente, al componente de los salarios. Entre los principales países, destaca el aumento de los costes laborales en Alemania (2,4%) y su contención en España (0,3%) y en Italia (-0,4%). Dadas las condiciones del mercado laboral, el aumento en Alemania no es preocupante; en cambio, el dato de Francia (un incremento interanual de los costes laborales del 1,1%) es más negativo dado el elevado nivel de capacidad productiva laboral no utilizada. En conjunto, estas cifras muestran una dinámica claramente positiva en el mercado laboral europeo.

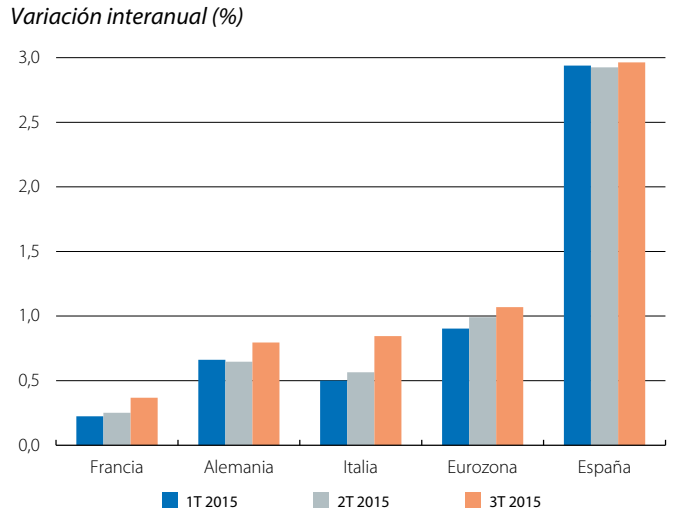
La inflación se mantiene estable. La variación de los precios permanece estable pese a las bajadas continuas del componente energético, como muestra el dato de noviembre de la inflación general, del 0,2% interanual, apenas 1 décima por encima del dato de octubre. El avance de los precios de los servicios y de los bienes industriales mantuvo la inflación subyacente en cotas significativamente más elevadas, con un valor interanual del 0,9% en noviembre. Las mejoras sostenidas de la demanda doméstica y del mercado laboral conllevarán un aumento de la inflación subyacente en 2016, como muestran tanto nuestras previsiones como las del BCE. Estos factores también reforzarán la inflación general, aunque el comportamiento de la misma dependerá, en gran medida, de la evolución del precio del petróleo.

Eurozona: indicadores de consumo



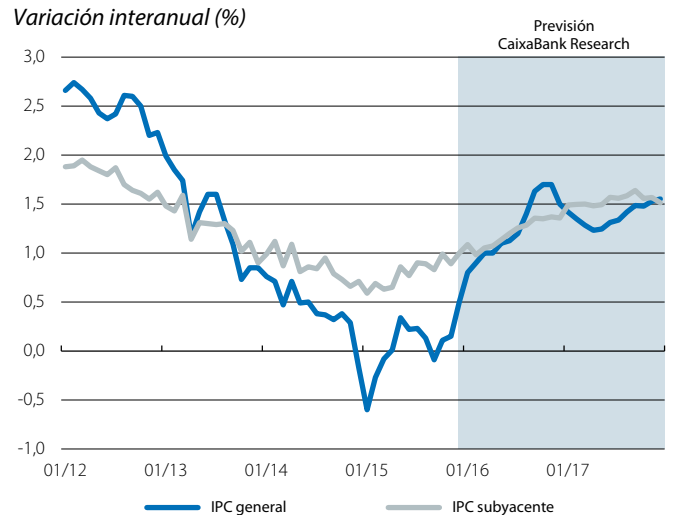
Nota: * 4T 2015 incluye solo el dato de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Ocupación



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

Eurozona: IPC armonizado



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

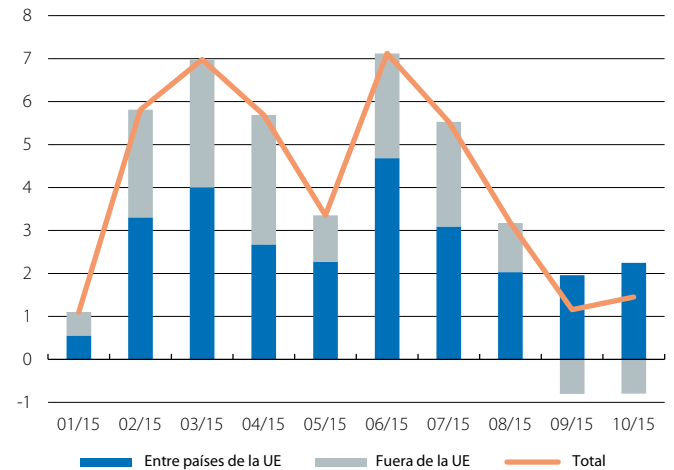
El comercio intraeuropeo compensa la desaceleración de la demanda exterior. El empuje de la demanda doméstica está minimizando los efectos de la debilidad de la demanda exterior. En este sentido, en octubre se produjo una pausa en la desaceleración interanual de las exportaciones de la eurozona (1,5%) gracias al aumento de las exportaciones intraeuropeas (3,6%). Esto muestra cómo la recuperación de la eurozona responde a la fortaleza de la demanda doméstica, que permite paliar los efectos de la desaceleración en los emergentes. Por países, las exportaciones intraeuropeas avanzaron en términos interanuales a buen ritmo en Alemania (6,4%), España (8,9%) e Italia (2,3%), mientras que las exportaciones hacia fuera de la UE se contrajeron (-4,4% en Alemania, -3,6% en España y -2,1% en Italia). Francia mostró el comportamiento opuesto, con una variación interanual de las exportaciones intraeuropeas del -0,7% y un aumento de las exportaciones hacia fuera de la UE del 3,6%. Así, las exportaciones totales siguieron creciendo en octubre en Alemania (1,7%), España (4,3%), Francia (1%) e Italia (0,3%).

Sigue mejorando el acceso al crédito para las empresas. Las pymes siguen la estela de las grandes empresas en la recuperación. Según los últimos datos de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en la eurozona (SAFE, por sus siglas en inglés), las pymes mejoran sus registros en términos de beneficios y, entre abril y septiembre de 2015, solo el 1% indicó menores beneficios, comparado con el 10% entre octubre y marzo de 2014. Además, por primera vez desde 2009, las pymes perciben que la oferta de crédito es suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación. Concretamente, sigue aumentando el porcentaje de empresas pequeñas y medianas que percibe una mayor disponibilidad de crédito. Esto muestra la mejora en las condiciones crediticias durante la implementación del QE y enfatiza la buena dinámica de la recuperación.

La incertidumbre política tantea la recuperación en Portugal. La buena dinámica que venía siguiendo la actividad se ha enturbiado en los últimos meses. La economía lusa siguió creciendo en el 3T respecto al año anterior (1,4% interanual), pero se estancó respecto al 2T (0,0% intertrimestral). Por componentes, en términos intertrimestrales, el consumo público y la inversión disminuyeron y fueron compensados por el consumo privado y el sector exterior. Sin embargo, la contribución positiva del sector exterior esconde una reducción de la actividad, pues responde a una mayor caída de las importaciones (-3,0%) que de las exportaciones (-2,1%). Estos datos se enmarcan en un contexto de incertidumbre política, con un parlamento fragmentado después de las elecciones del 4 de octubre, que, finalmente, ha llevado al Gobierno a una coalición de los socialistas, el Partido Comunista y el Bloque de Izquierdas. Existen dudas sobre la voluntad reformadora del nuevo Ejecutivo y las elecciones presidenciales del 24 de enero serán la siguiente prueba política. Pero el elevado nivel de deuda pública (129% del PIB) y una tasa de paro del 12,4% indican la necesidad de que el país continúe implementando reformas. Además, los estrechos vínculos con Brasil y Angola, que fueron una fuente de crecimiento durante los últimos años, pueden suponer ahora un factor de riesgo por la recesión que están experimentando estos países.

Eurozona: exportaciones

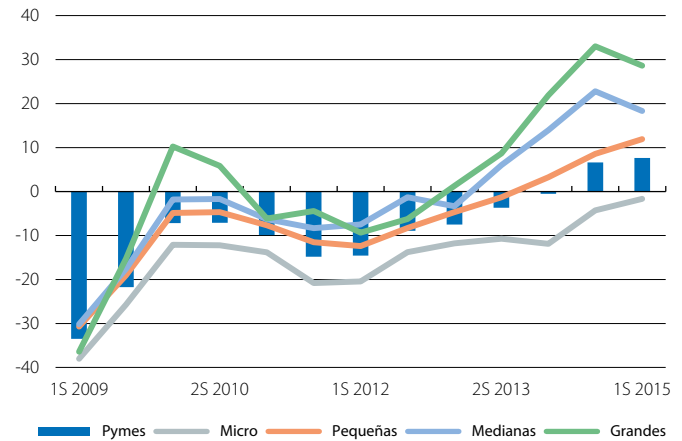
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Eurozona: acceso de las empresas a la financiación externa según el tamaño de la empresa

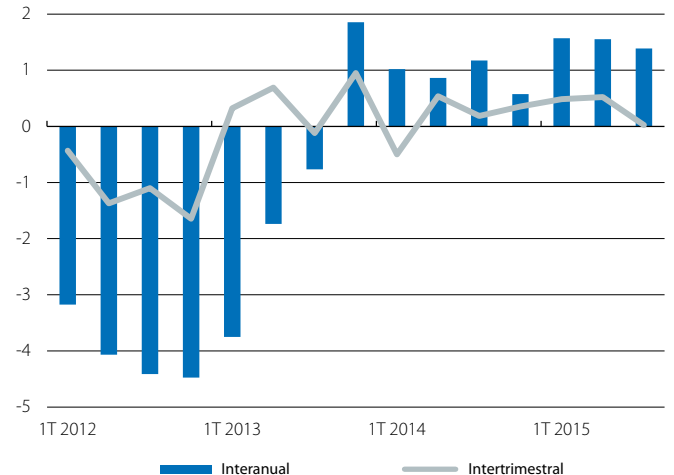
(% de empresas que reportan mejoras respecto al periodo anterior)



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

Portugal: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

FOCUS · El papel de la rigidez laboral en la baja productividad de la eurozona

El exiguo avance de la productividad total de los factores (PTF)¹ es uno de los principales motivos que explican el bajo crecimiento de la eurozona.² Mejorar la eficiencia en la asignación de los factores productivos (capital y trabajo) es una de las claves para incrementar la PTF, algo a lo que pueden contribuir distintas políticas económicas, como un cambio en el marco regulatorio que facilite el aumento de la competencia, una reducción de la fragmentación del mercado de productos y servicios, y medidas que fomenten la eficiencia del mercado laboral. En este Focus nos centraremos en estas últimas.

La legislación laboral y, en particular, la reglamentación del despido, son indispensables para regular las relaciones entre empresarios y trabajadores. Sin embargo, una rigidez laboral excesiva reduce la eficiencia en las contrataciones y los ceses. En primer lugar, unos costes de despido elevados impiden a ciertas empresas contratar a trabajadores cuya productividad podría ser mayor a su salario y dificultan la rescisión del contrato de otros menos productivos, lo que puede ser contraproducente para el empleo agregado.³ En cambio, un aumento de la flexibilidad de la contratación fija (menores costes de despido, mayor seguridad jurídica en el proceso) facilita los flujos de entrada y salida del mercado de trabajo. La reducción del índice de protección medio de la eurozona (2,60) hasta el nivel del Reino Unido (1,59), por ejemplo, supondría un incremento significativo de las contrataciones, tanto de las entradas al empleo desde otro empleo como desde fuera de él. Además, en agregado, las salidas del empleo al desempleo no aumentarían significativamente en tiempos no recesivos, pero sí las salidas hacia otro empleo.⁴ Por otro lado, cabe destacar que una alta dualidad en el mercado laboral entre *insiders* (trabajadores con contrato fijo) y *outsiders* (trabajadores con contrato temporal o desempleados) genera mayores fluctuaciones en el desempleo de los segundos y que reducirla mediante un aumento de la flexibilidad de la contratación fija sería beneficioso para ellos.⁵

En segundo lugar, es importante señalar que la reasignación de factores (tanto del trabajo como del capital) hacia sectores más productivos es positiva para la productividad. En el caso del empleo, una mayor flexibilidad permite una asignación más eficiente del factor trabajo. Las em-

presas menos productivas destruyen más empleo y las más productivas crean más, por lo que la reasignación del trabajo de unas a otras aumenta la productividad agregada. El potencial de los países de la eurozona para mejorar la reasignación de factores es elevado según el FMI, y la eliminación de las distorsiones que lo obstaculizan podría incrementar la tasa de crecimiento de la PTF, sobre todo si se solucionara el bajo encaje de habilidades entre individuos y puestos ocupados,⁶ lo que contribuiría de manera importante a un mayor crecimiento. Por ejemplo, según el FMI, las tasas de crecimiento de Italia y Portugal aumentarían en un 1,8% y un 1,3% anual, respectivamente, si se eliminaran completamente todas las distorsiones existentes. En resumen, una menor protección para los trabajadores fijos incrementa la movilidad laboral y la reasignación sectorial del empleo, con lo que crece la productividad.⁷

En tercer lugar, la rígida legislación de la contratación permanente acaba incentivando, como ha ocurrido en la mayoría de países de la eurozona, una flexibilidad laboral basada en un uso recurrente de los contratos temporales. La sustitución de empleos fijos por temporales es contraproducente porque desincentiva la inversión del individuo en educación y la inversión de la empresa en capital humano. Así, este tipo de flexibilidad laboral acaba provocando una disminución de la productividad a nivel empresarial y perjudica a aquellas personas que, después de perder el empleo, no consiguen mejores oportunidades laborales (sufren pérdidas de ingresos o peores condiciones laborales en su nuevo trabajo).⁸

En conclusión, los países de la eurozona pueden aumentar la productividad de su economía mediante una legislación laboral que flexibilice la contratación fija y evite el abuso de la contratación temporal a la vez que protege efectivamente a los agentes. Un entorno adecuado para conseguirlo sería el de la *flexiseguridad*, que compagina la flexibilidad laboral necesaria para las empresas con la seguridad para los empleados a través de contratos estables, subsidios de desempleo que permitan la búsqueda de un puesto de trabajo adecuado y políticas activas que mejoren la empleabilidad.

1. La PTF se calcula como la diferencia entre el crecimiento de la economía y la aportación al crecimiento del factor trabajo y del factor capital.

2. Véase el análisis del bajo crecimiento de la eurozona en el Focus «¿Por qué la eurozona crece menos que EE. UU.» en el IM12/2015.

3. Lazear (1990), «Job security provisions and employment», *The Quarterly Journal of Economics*.

4. OECD (2010), «Institutional and Policy Determinants of Labour Market Flows», *OECD Employment Outlook 2010*, OECD Publishing, Paris.

5. Bentolila *et al.* (2012), «Two-tier labour markets in the Great Recession: France vs. Spain», *Economic Journal*, 122.

6. Además, los individuos tendrían más incentivos para educarse y adquirir más habilidades si aumentara la posibilidad de encontrar un trabajo con el que estuvieran bien emparejadas.

7. Entre otros, Autor *et al.* (2007), «Does employment protection reduce productivity? Evidence from US states», *The Economic Journal*, 117 (June); Bassanini *et al.* (2009), «Job protection legislation and productivity growth in OECD countries»; Martin, J. y Scapetta, S. (2011), «Setting it right: employment protection, labour reallocation and productivity», IZA Policy paper n. 27.

8. OECD, *op. cit.*

FOCUS · Hacia la culminación de la unión bancaria

Completar la unión bancaria es esencial para una unión económica y monetaria fuerte y próspera. Bajo esta premisa se enmarca la nueva propuesta de la Comisión Europea para crear un sistema de garantía de los depósitos bancarios común para todos los miembros de la eurozona (SGDE). Con este memorando se inicia la ardua tarea de levantar el tercer y último pilar necesario para culminar la unión bancaria europea. En este Focus se analizan los principales aspectos de la propuesta de la Comisión.

El objetivo de este tercer pilar es garantizar que todos los depósitos de la unión bancaria gozan de un mismo nivel de protección con independencia de la entidad en la que estén depositados y del país de procedencia. Si bien en la actualidad existe una cierta homogeneización de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos (SGD) nacionales, hasta 100.000 euros, esta protección queda supeditada a la fortaleza financiera de los Estados, responsables de cubrir las posibles pérdidas en última instancia. La ruptura de este círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario es el principal objetivo que persigue el SGDE, que permitiría una reducción de la vulnerabilidad de los SGD nacionales a *shocks* locales gracias a la mutualización del riesgo entre los distintos países miembros de la unión bancaria. Todo ello contribuiría a fortalecer la estabilidad financiera de la región y a reducir su fragmentación.

De aceptarse la propuesta de la Comisión Europea, el SGDE se introduciría de forma gradual en tres fases. En la primera, prevista hasta 2020, se establecería un régimen de reaseguro de los SGD nacionales, según el cual los sistemas nacionales podrían acceder al fondo europeo una vez hubiesen agotado sus recursos, con un límite del 20% de los fondos europeos o 10 veces los recursos del fondo nacional. Durante esta fase también se iniciaría el trasvase de los fondos acumulados por los sistemas nacionales hacia el fondo europeo (véase el gráfico). En la segunda fase, se iniciaría una mutualización progresiva en régimen de coaseguro, con lo que se conseguiría un mayor grado de distribución del riesgo entre los sistemas nacionales. En esta fase, ambos fondos se responsabilizarían de los costes a partir del momento en que hubiese que reembolsar a los depositantes, con una participación progresivamente mayor del sistema europeo, desde un 20% en 2019 hasta el 100% en 2024. Sería entonces cuando se llegaría a la última fase, en la que se conseguiría la mutualización completa y el SGDE aseguraría plenamente a todos los depositantes europeos.

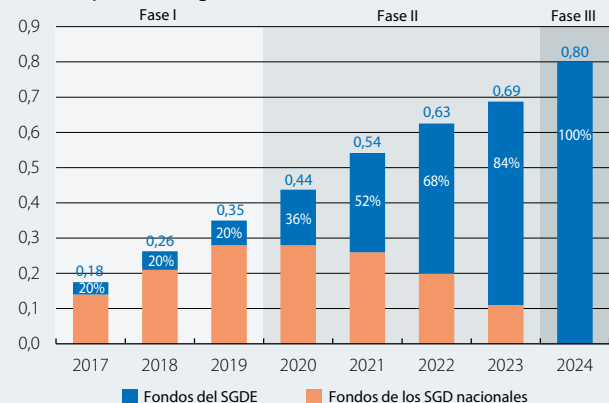
Si bien un aspecto relevante de la propuesta es la gradualidad de su implementación, otros como su ámbito de actuación o su financiación son también cruciales para que todos los países la acepten. Respecto a su alcance, la participación en el SGDE sería de carácter obligatorio para

todos los miembros de la unión económica y monetaria, cuyos bancos están sujetos al mecanismo único de supervisión. También estaría abierto a otros miembros de la Unión Europea que quisieran adherirse a la unión bancaria. En cuanto a su financiación, el fondo estaría financiado mediante las contribuciones *ex ante* de los bancos partícipes y llegaría a cubrir hasta el 0,8% de los depósitos de la región en 2024. Por tanto, este fondo estaría financiado de forma completamente privada y con fondos limitados, puesto que la eurozona no dispone de un tesoro único que ofrezca algún tipo de garantía implícita.

En principio, este nuevo sistema no debería suponer un coste adicional para los bancos, sino simplemente un trasvase de un fondo a otro. Sin embargo, dados los posibles cambios en el cómputo de las contribuciones, podría no ser así. En la actualidad, las aportaciones de las entidades a los SGD nacionales se calculan a partir del volumen de depósitos asegurados y del perfil de riesgo de cada entidad relativo al del resto de bancos del mismo país. Según la propuesta de la Comisión, en la primera fase, este cálculo se mantendría como en la actualidad, pero, a partir de la segunda, la referencia para comparar el perfil de riesgo sería el conjunto de bancos de la eurozona. Por tanto, los bancos de un país cuyo perfil de riesgo sea menor al promedio de la eurozona tendrían que aportar menos al SGDE. El efecto de este cambio metodológico solo se podrá cuantificar cuando se den a conocer más detalles.

En definitiva, la propuesta de la Comisión Europea es un paso en la dirección correcta, pero todavía queda margen para avanzar en algunos aspectos, como la armonización de los SGD nacionales y la concreción de la metodología del cálculo de las aportaciones al fondo en función del perfil de riesgo. El proceso de negociación será largo y polémico, pero este es un paso necesario para acercarnos a una plena unión bancaria.

Acumulación de los fondos del sistema europeo de garantía de depósitos (SGDE)
(% de depósitos asegurados)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 | 12/15 |
|---|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>) | -0,8 | 1,2 | 1,8 | 2,1 | 2,3 | 2,9 | 2,5 | ... | ... |
| Producción industrial (<i>variación interanual</i>) | -0,7 | 0,8 | 0,3 | 1,6 | 1,3 | 1,8 | 1,9 | ... | ... |
| Confianza del consumidor | -18,5 | -10,0 | -11,2 | -6,2 | -5,1 | -6,9 | -7,5 | -5,9 | -5,7 |
| Sentimiento económico | 93,8 | 101,6 | 100,9 | 102,6 | 103,7 | 104,6 | 106,1 | 106,1 | ... |
| PMI manufacturas | 49,6 | 51,8 | 50,4 | 51,4 | 52,2 | 52,2 | 52,3 | 52,8 | 53,1 |
| PMI servicios | 49,3 | 52,5 | 51,7 | 53,5 | 54,1 | 54,0 | 54,1 | 54,2 | 53,9 |
| Mercado de trabajo | | | | | | | | | |
| Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>) | -0,7 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | - | ... | - |
| Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa) | 12,0 | 11,6 | 11,5 | 11,2 | 11,0 | 10,8 | 10,7 | ... | ... |
| Alemania (% pobl. activa) | 5,2 | 5,0 | 4,9 | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 4,5 | ... | ... |
| Francia (% pobl. activa) | 10,3 | 10,3 | 10,5 | 10,4 | 10,4 | 10,8 | 10,8 | ... | ... |
| Italia (% pobl. activa) | 12,2 | 12,7 | 12,8 | 12,3 | 12,3 | 11,7 | 11,5 | ... | ... |
| España (% pobl. activa) | 26,1 | 24,5 | 23,7 | 23,1 | 22,5 | 21,8 | 21,6 | ... | ... |

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

Sector exterior

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

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Saldo corriente: eurozona | 2,0 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | ... |
| Alemania | 6,5 | 7,3 | 7,3 | 7,5 | 7,8 | 8,1 | 8,1 | ... |
| Francia | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | ... |
| Italia | 0,9 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | ... |
| España | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | ... |
| Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor) | 101,2 | 101,8 | 99,0 | 93,0 | 91,1 | 92,7 | 93,6 | 91,1 |

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 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 | |
|--|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|--|
| Financiación del sector privado | | | | | | | | | |
| Crédito a sociedades no financieras ¹ | -2,6 | -2,6 | -1,7 | -0,8 | -0,4 | 0,1 | 0,6 | 0,9 | |
| Crédito a hogares ^{1,2} | -0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | |
| Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%) | 2,2 | 2,0 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | ... | |
| Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%) | 2,8 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | ... | |
| Depósitos | | | | | | | | | |
| Depósitos a la vista | 7,9 | 6,1 | 7,3 | 9,8 | 11,8 | 12,5 | 12,5 | 11,8 | |
| Otros depósitos a corto plazo | -0,1 | -2,0 | -2,0 | -3,1 | -4,0 | -4,7 | -4,3 | -4,1 | |
| Instrumentos negociables | -14,9 | -7,2 | 1,2 | 3,8 | 5,6 | 1,9 | 3,1 | 2,6 | |
| Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%) | 2,0 | 1,3 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | ... | |

Notas: 1. Datos ajustados de ventas y 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.

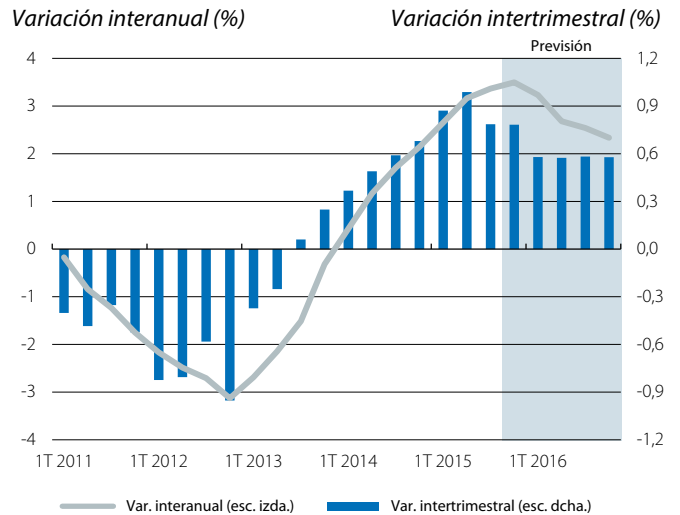
COYUNTURA · Avance robusto de la actividad económica

El ritmo de crecimiento siguió siendo elevado en el 4T. Los datos más recientes muestran el buen tono expansivo de la actividad económica, ligeramente por encima de lo previsto hace unos meses. Por esta razón, hemos revisado 1 décima al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB del 4T, hasta el 0,8% intertrimestral (en línea con la estimación del Banco de España), con lo que el cómputo anual del 2015 se sitúa en el 3,2% (frente al 3,1% anterior). Tras un año muy notable en lo referente al aumento del PIB, en 2016 esperamos que la velocidad de avance se modere ligeramente, hasta el 2,7%, a medida que se desvanezca el impacto de los apoyos temporales recibidos a lo largo de 2015, como la rebaja fiscal o la caída del precio del petróleo. Sin embargo, irán ganando peso algunos elementos que ayudarán a sostener un crecimiento más equilibrado a largo plazo. En concreto, esperamos que la mejora de las condiciones de financiación se consolide, que el sector inmobiliario vuelva a sumar y que las reformas estructurales sigan dando frutos, sobre todo en el mercado laboral, donde la creación de empleo podría superar los 400.000 puestos de trabajo. Con todo, los riesgos en torno a este escenario no son menores, sobre todo los que proceden del exterior a causa de la posible desaceleración de los países emergentes, por lo que es imprescindible seguir fortaleciendo los cimientos para estar preparados ante las eventualidades. En este sentido, los resultados de las recientes elecciones, que, tal y como se esperaba, han derivado en una fragmentación parlamentaria notable, aumentan la incertidumbre sobre el panorama político y, en particular, sobre la capacidad de continuar implementando reformas. La rapidez con la que se consiga formar un nuevo Gobierno y la solidez del mismo serán claves para mantener el escenario de recuperación robusta.

Los indicadores de actividad muestran que la economía se mantiene en una cómoda zona expansiva. Según el índice de sentimiento empresarial (PMI) de noviembre, el avance de la actividad fue sólido en el último tramo del año. Otros datos corroboran esta mejora. En concreto, la cifra de negocios del sector servicios aumentó un notable 5,8% interanual en octubre, lo que confirma el liderazgo de los servicios en la recuperación. El sector industrial, algo más rezagado, depara cada vez mejores datos: dicho índice, por ejemplo, avanzó un 3,1% interanual en el mismo mes. Además, la buena evolución de la entrada de pedidos industriales, en especial los procedentes del exterior, hace prever la continuidad de la buena marcha del sector.

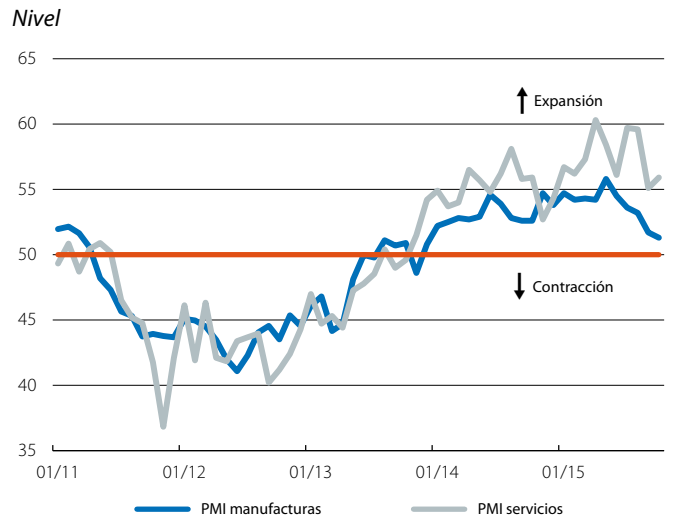
El crédito bancario sigue fluyendo a buen ritmo, lo que contribuye a apuntalar la recuperación de la economía. Por un lado, la demanda de crédito está siendo respaldada por el hecho de que el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas ha avanzado mucho (véase el Focus «El desapalancamiento de la economía española: un largo camino por recorrer» en este mismo informe). Por el lado de la oferta, las

Crecimiento del PIB



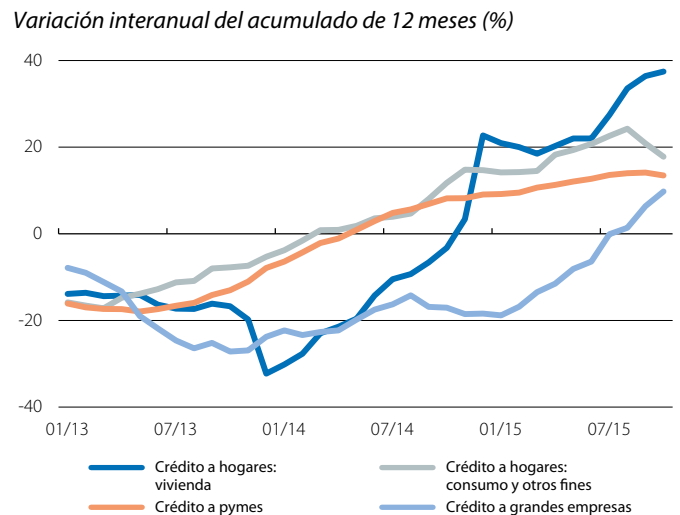
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Banco de España.

Indicadores de actividad PMI



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

Nueva concesión de crédito



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

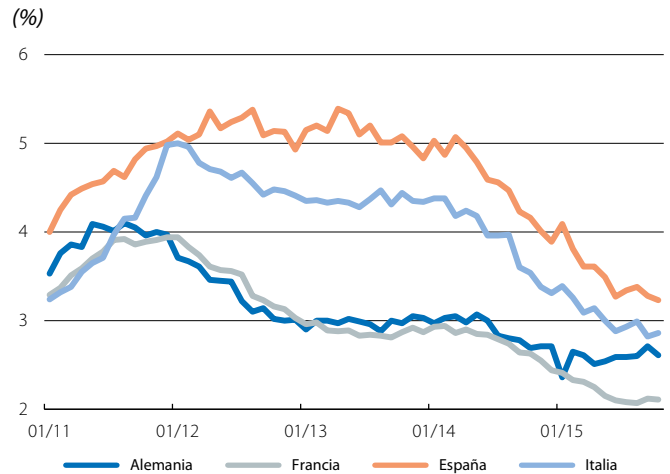
entidades bancarias están ahora en mejor posición de conceder crédito gracias al profundo proceso de saneamiento (la tasa de morosidad se redujo en 1 décima, hasta el 10,6%, en octubre) y reestructuración que han llevado a cabo. Como resultado, desde principios de año hasta el mes de octubre, el flujo de nuevo crédito a hogares y pymes ha crecido a tasas del 17%, una tendencia que prevemos que se acentúe en 2016. Destaca el fuerte crecimiento del crédito hipotecario, impulsado por la recuperación del sector inmobiliario.

Continúa la mejora de las condiciones de financiación. Poco a poco, el diferencial de tipo de interés de los nuevos préstamos de menos de un millón de euros (los más utilizados por las pymes) entre España y los principales países europeos se va reduciendo. Según los datos más recientes, del mes de octubre, dicho tipo de interés fue, en promedio, del 3,2% en España, frente al 2,6% y 2,1% en Alemania y Francia, respectivamente. Si bien la tasa española sigue estando por encima de la de otros países, el diferencial con respecto a la alemana, por ejemplo, ha disminuido en 0,9 p. p. desde octubre de 2014. Para que el proceso de desfragmentación financiera no se detenga el próximo año, será determinante que, a nivel nacional, se disipe la incertidumbre que rodea la formación del nuevo Gobierno, hecho que contribuiría a que la prima de riesgo a corto y medio plazo se mantuviera en niveles bajos. A nivel europeo, será clave que se siga avanzando en el fortalecimiento de la unión bancaria (véase el Focus «Hacia la culminación de la unión bancaria» en este mismo informe).

La recuperación del sector inmobiliario se consolida. Los menores costes de financiación están ayudando a activar la compra de viviendas, que avanzaron un 11,7% interanual en octubre (en el acumulado de 12 meses). A corto plazo, esperamos un aumento de la compra de viviendas por parte de individuos que han estado esperando a que la situación del mercado inmobiliario se estabilizara (demanda retenida) y por parte de los inversores, gracias a la mayor rentabilidad del alquiler en comparación con otros activos. Esta fortaleza de la demanda hace prever que la tendencia al alza de los precios se mantenga en los próximos trimestres, aunque la evolución será muy heterogénea, ya que los incrementos de precios se centrarán en las regiones con menor stock de vivienda nueva por vender.

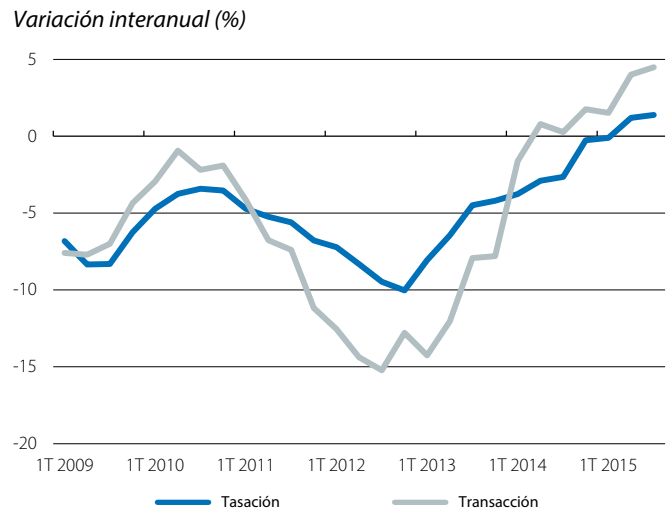
La contención salarial ayuda a recuperar la competitividad. En el 3T, los costes salariales por hora aumentaron un moderado 0,6% interanual en España (frente al 2,3% en Alemania y el 1,6% en Francia). En el 4T, los salarios crecerán algo por encima de esta cifra, puesto que en octubre se restituyó cerca del 25% de la paga extra de 2012 a los empleados públicos, como ya sucedió en el 1T. Este incremento transitorio de los salarios del sector se repetirá en 2016, cuando se retorne el 50% restante. Más allá de estos vaivenes, los aumentos salariales seguirán contenidos dadas la elevada tasa de paro y la baja inflación. Por tanto, el apoyo a la demanda interna de los incrementos salariales seguirá siendo limitado. En cambio, lo que sobre todo respaldará el consumo será el elevado ritmo de creación de empleo, que, aunque esperamos una modesta desaceleración, seguirá en niveles conside-

Tipos de interés de nuevas operaciones de crédito a pymes *



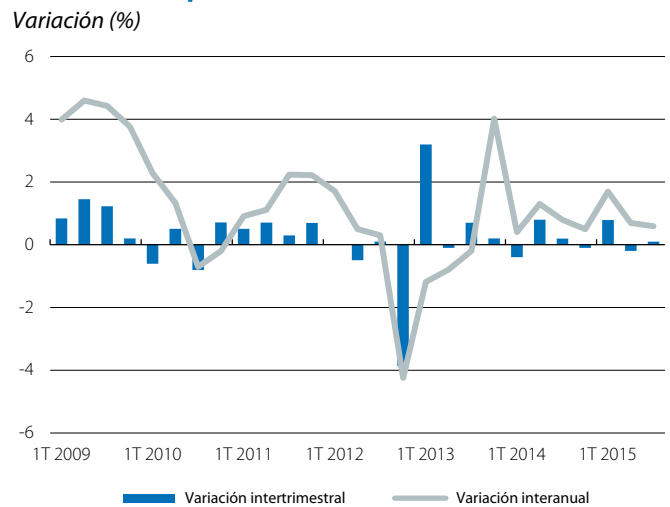
Nota: * Créditos inferiores a un millón de euros.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Precio de la vivienda



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

Coste salarial por hora *



Nota: * Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ICLA).

rables. Así, en noviembre, la tasa de variación interanual de afiliados a la Seguridad Social se mantuvo en el 3,2%. La robustez de los servicios (no solo los relacionados con el turismo), la industria y la construcción han compensado la menor aportación de la Administración pública en el segundo semestre.

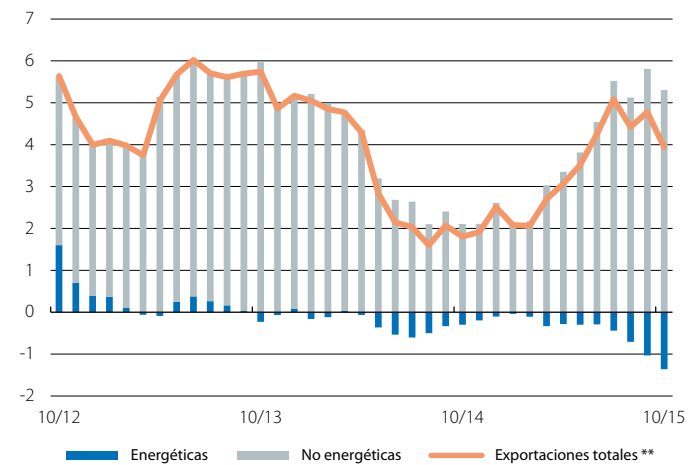
La corrección del desequilibrio externo sigue progresando. La mejora de competitividad, gracias, en parte, a la moderación salarial, pero también a los esfuerzos de las empresas españolas para internacionalizarse, ha sido clave para impulsar las exportaciones. De esta manera, desde principios de año hasta octubre, las exportaciones de bienes no energéticos se incrementaron, en promedio, un 5,9% interanual respecto al 2,1% del mismo periodo de 2014. Destaca el excelente comportamiento de las exportaciones de bienes de consumo, cuyo peso sobre el total de exportaciones es del 38% y que registraron aumentos del 13,5% interanual, en promedio, de enero a octubre. Las ventas al exterior de coches, que representan un tercio del total de bienes de consumo, han tenido un papel muy notable, con subidas del 24,8% interanual, en promedio. En cambio, las exportaciones energéticas siguieron lastrando el crecimiento como resultado de la intensa caída del precio del petróleo. Las importaciones crecieron en lo que va de año a un ritmo menor que las exportaciones (3,2% interanual, en promedio), por lo que es de esperar que el saldo exterior haya seguido mejorando.

La inflación recupera cotas positivas. Según el avance del IPC de diciembre, la inflación se situó en el 0,0%, 3 décimas por encima de la tasa del mes anterior, a causa de la caída más atenuada de los precios de la energía (en términos interanuales). Esperamos que la inflación subyacente, ajena a las fluctuaciones de la energía y de los alimentos frescos, haya seguido la senda de subidas muy graduales gracias a la mayor robustez del consumo de los hogares, que sigue apoyado por la mejora continuada del mercado laboral y de las condiciones de acceso al crédito. De esta forma, el promedio anual de la inflación de 2015 fue del -0,5%. Esperamos que la inflación siga al alza en 2016 y que se sitúe en el 1,2% en promedio, respaldada por un escenario de paulatina recuperación del precio del petróleo.

El sector público continúa el proceso de consolidación fiscal pero el ajuste todavía no se ha completado. La ejecución presupuestaria hasta octubre muestra que el Estado podría tener cierto margen para compensar una parte de la desviación del objetivo de déficit de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social, aunque será insuficiente para evitar una desviación del conjunto de las Administraciones públicas. La corrección del déficit estructural es uno de los focos de atención de la Comisión Europea. En concreto, el informe de seguimiento de la agenda reformista de la economía española que este organismo publica semestralmente señala de manera positiva los avances que se han hecho para mejorar la eficiencia de la Administración pública, como, por ejemplo, llevar a cabo una simplificación de los entes públicos. No obstante, la Comisión Europea reitera que para apuntalar el crecimiento y mantener la prima de riesgo en cotas bajas, los esfuerzos de la consolidación fiscal deben proseguir.

Exportaciones de bienes*

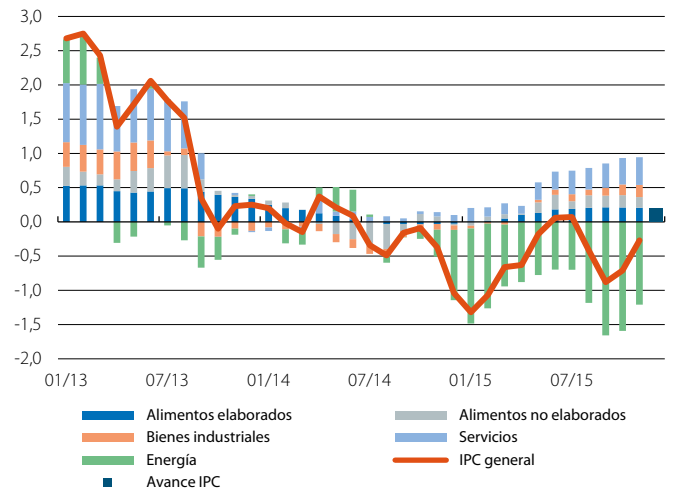
Contribución al crecimiento interanual del acumulado de 12 meses (p. p.)



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

IPC

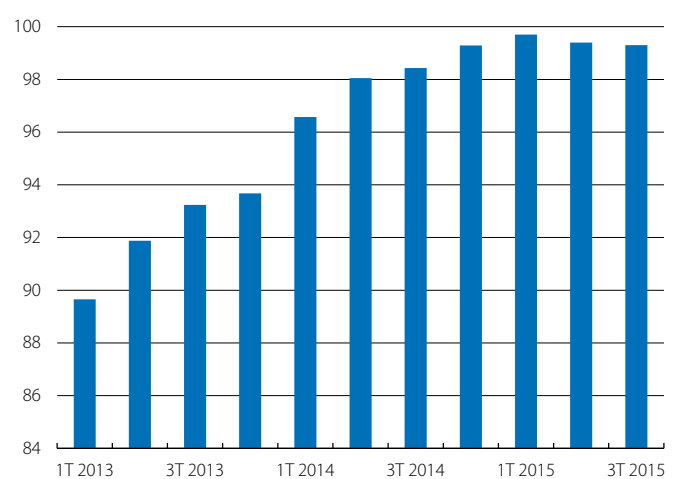
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Deuda pública

(% del PIB)



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

FOCUS · La productividad del trabajo en España: no es un problema de modelo productivo

La producción por hora de trabajo (o productividad aparente del trabajo)¹ es sustancialmente menor en España que en Alemania y, además, el diferencial no se ha reducido en los últimos años. Antes de abordar a qué responde esta disparidad, es necesario precisar algunas limitaciones del indicador. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo no necesariamente es atribuible a una mejora de la eficiencia del factor trabajo, sino que también puede ser resultado, por ejemplo, de un mayor crecimiento de los sectores más intensivos en capital. No obstante, esta problemática se diluye, en parte, cuando el análisis se realiza a nivel sectorial, ya que la intensidad relativa en el uso de los factores productivos (capital y trabajo) en cada sector debería ser similar entre países.

En general, se tiende a pensar que la producción del total de la economía por hora trabajada es menor en España porque está especializada en sectores más intensivos en el factor trabajo. Así, por ejemplo, mientras que los sectores del comercio, del transporte y de la hostelería representan, en conjunto, el 24,5% del valor añadido bruto (VAB) en España, en Alemania el porcentaje es del 15,5%. Sin embargo, una descomposición de la diferencia de la productividad aparente del trabajo entre España y Alemania entre la diferencia en la productividad aparente de cada sector entre los dos países y la diferencia del peso de los distintos sectores en cada país muestra que el primer factor, y no el segundo, es la principal razón de la divergencia.²

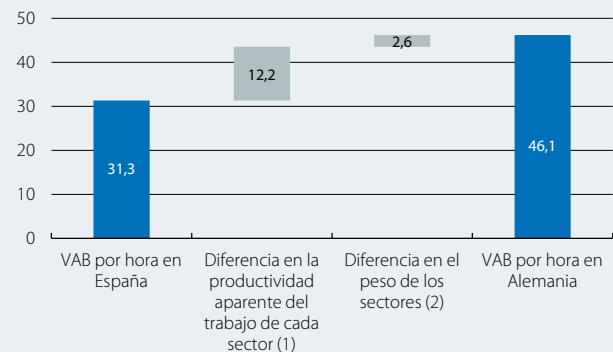
En España, la productividad aparente del trabajo fue de 31,3 euros de VAB por hora trabajada en el 3T 2015 frente a los 46,1 euros de Alemania, un diferencial de 14,8 euros por hora (véase el gráfico). El mayor peso de los sectores más intensivos en el factor trabajo explica una parte del diferencial (2,6 euros por hora, lo que equivale a un 17,6% del total). No obstante, la menor productividad aparente

por sector es el factor determinante (12,2 euros por hora). Aunque podría ser que un mismo sector abarcara una tipología distinta de actividades en ambos países: puesto que el grado de desagregación (de 10 sectores) es limitado, la aportación significativamente más elevada de este segundo efecto apoya que es, ciertamente, un elemento destacado.

Por último, ¿ha variado este patrón recientemente? Tras la recesión, se constata un cambio en la estructura sectorial de la economía española: el peso de la construcción en España, un sector muy intensivo en el factor trabajo, cayó del 10,3% en el periodo 2001-2007 al 5,5% en el 3T 2015, en promedio. En Alemania, por el contrario, el peso relativo de los distintos sectores se ha mantenido estable. A pesar de ello, la contribución de la diferencia entre el peso de los distintos sectores sobre el diferencial total de productividad aparente del trabajo se ha reducido poco respecto a la de la fase precrisis. Así, entre 2001 y 2007, en promedio, el distinto peso de los sectores fue responsable de 3,7 euros sobre los 15,2 euros, un 24,3% del total (frente al 17,6% en el 3T 2015 mencionado anteriormente). Por tanto, a pesar de que la fuerza laboral española se vaya asignando hacia sectores menos intensivos en mano de obra, el grueso del diferencial con Alemania sigue siendo resultado de la menor productividad aparente del trabajo de los distintos sectores de actividad en España.

En definitiva, para aumentar la productividad del trabajo en España, es clave incidir en factores como el tamaño empresarial y la internacionalización. Aprendamos del modelo alemán.

Descomposición de la diferencia del VAB por hora trabajada entre España y Alemania (Euros)



Nota: VAB: valor añadido bruto. La diferencia de productividad aparente del trabajo entre ambos países se descompone entre: (1) diferencia en la productividad aparente del trabajo de cada sector entre países y (2) diferencia en el peso del empleo en los distintos sectores en cada país. Datos del 3T 2015.

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

1. En este Focus analizamos la productividad aparente del trabajo por sectores de actividad, definida como el valor añadido bruto (VAB) del sector por hora trabajada.

2. Para el análisis, se calcula la producción por hora y el peso del empleo sobre el total para 10 sectores. Los sectores son: agricultura (A); industria (B-E); construcción (F); comercio, transporte y hostelería (G-I); información y comunicaciones (J); actividades financieras y de seguros (K); actividades inmobiliarias (L); actividades profesionales, científicas, técnicas y administrativas (M-N); Administración pública, educación y sanidad (O-Q); actividades artísticas y otros servicios (R-U). A partir de estos datos, se descompone el diferencial de productividad aparente entre dos efectos. $p^a - p^e = \sum_{i=1}^{n=10} w_i^e (p_i^a - p_i^e) + \sum_{i=1}^{n=10} p_i^a (w_i^a - w_i^e)$ donde i denota el sector; $p^a = \frac{VAB^a}{H^a}$ es la productividad aparente por hora trabajada en Alemania y $p^e = \frac{VAB^e}{H^e}$ en España; w_i^a es el peso del empleo en horas del sector i sobre el total en Alemania y w_i^e en España; p_i^a es la productividad aparente por hora trabajada en el sector i en Alemania y p_i^e en España.

FOCUS · ¿Afectará la desaceleración de Latinoamérica a la inversión extranjera directa española?

La ralentización de las economías emergentes ha generado dudas acerca del impacto que puede ejercer sobre la rentabilidad esperada de la inversión extranjera directa (IED) en estos países. En el caso de España, el deterioro de las perspectivas de crecimiento de Latinoamérica ha encendido las alarmas. Si bien es cierto que el peso de las exportaciones españolas a América Latina no superó el 7% en 2014, el *stock* de la IED española en la región es muy relevante ya que representa más de un tercio del total. Puesto que la IED es más difícil de trasladar de un país a otro que la inversión en cartera, conviene analizar la distribución geográfica de la IED española con el fin de determinar hasta qué punto la ralentización de los emergentes, y en especial de América Latina, puede suponer un riesgo para la rentabilidad esperada de tales inversiones.

Los tres principales bloques receptores de la IED española en 2013¹ fueron, por orden de importancia, el continente europeo, América Latina y EE. UU. Sin embargo, conviene señalar que la IED española fue mayor en Latinoamérica que en la eurozona, a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, con la inversión en cartera.² En comparación, el porcentaje de IED de los países europeos era superior en Europa y Asia y, en cambio, mucho menor en Latinoamérica (véase el primer gráfico). Pese a que España se encuentra más expuesta a los emergentes que el resto de países europeos, existen factores que mitigan este riesgo.

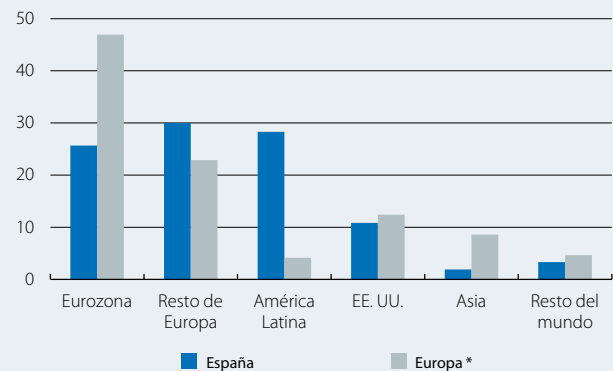
En primer lugar, aunque el principal receptor de la IED española en América Latina es Brasil, que se encuentra inmerso en una profunda recesión, también son importantes receptores otros países con mejores perspectivas, como México o Chile. De esta manera, si clasificamos todos los países según su crecimiento previsto en 2016, en lugar de por ubicación, la distribución de la IED española no difiere tanto de la europea (véase el segundo gráfico). Si bien es cierto que los países con crecimiento negativo concentran una mayor proporción de la IED española, también lo hacen los países con mayor crecimiento. En este sentido, es posible que la rentabilidad de la IED española respecto a la europea sea más volátil, aunque en media deberían ser similares. En segundo lugar, Latinoamérica fue una de las regiones más rentables para la IED española entre 2008 y 2013 (algo en lo que puede influir la importancia de los lazos culturales): prácticamente duplicó la rentabilidad de las inversiones en la eurozona y cuadruplicó la de las inversiones en EE. UU. Además, la relativa estabilidad de la rentabilidad histórica indica que esta última no es muy volátil a lo largo del ciclo económico. Por tanto, la rentabilidad obtenida histórica-

mente ayuda a entender por qué esta área geográfica cuenta con una mayor proporción de la IED española.

Si bien España, al concentrar más IED en América Latina que el resto de países europeos, podría estar más expuesta a la desaceleración de los emergentes y a un consiguiente deterioro del valor de su activo, el análisis proporciona argumentos para pensar que el posible deterioro será menor. Además, al tratarse de una desaceleración que, en la mayoría de países, se prevé que sea temporal, a medida que estos países retomen una senda de mayor crecimiento a partir de 2017, cabe esperar que el activo español en el extranjero continúe generando una rentabilidad considerable, tal y como ha sucedido en el pasado. Por estos motivos, no esperamos que la desaceleración de los países emergentes en 2016 deteriore en exceso el activo de la IED española y, como consecuencia, la posición deudora neta.

Inversión extranjera directa por destino geográfico en 2013

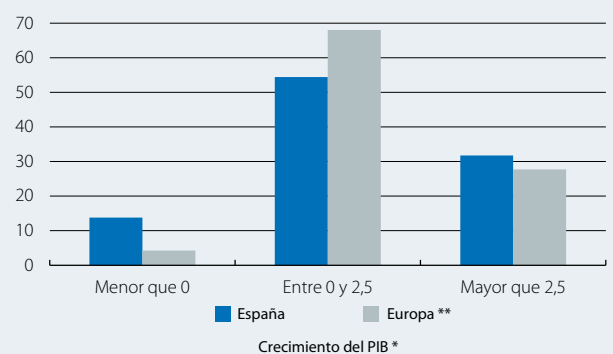
(% del total)



Nota: * Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y Grecia.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Inversión extranjera directa en función del crecimiento del país receptor en 2013

(% del total)



Notas: * Países ordenados según el crecimiento previsto en 2016 por el FMI.
** Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y Grecia.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Eurostat y el FMI.

1. Últimos datos de Eurostat. Puesto que las inversiones de España en el exterior representan un *stock* de aproximadamente el 50% del PIB en 2014, la distribución geográfica es relativamente estable en el tiempo.
2. Más del 70% de la inversión en cartera se encuentra en la eurozona.

FOCUS · El desapalancamiento de la economía española: un largo camino por recorrer

Uno de los principales desequilibrios macroeconómicos de la economía española es el elevado endeudamiento público y privado, una notable proporción del cual se encuentra, además, en manos extranjeras. La reducción de la deuda hasta niveles sostenibles es imprescindible para mejorar la capacidad de crecimiento y reducir la vulnerabilidad externa. A pesar de que en los últimos tres años el endeudamiento total de la economía ha empezado a descender, sigue siendo muy elevado. Un análisis detallado de la evolución de la deuda por sectores institucionales, sin embargo, esconde realidades muy distintas.

En el 2T 2015,¹ la deuda no consolidada de los hogares y de las empresas equivalía al 70,6% y al 108,1% del PIB, respectivamente, 14,2 y 25,0 p. p. por debajo de los niveles máximos del 2T 2010. Por tanto, después de cinco años desendeudándose, el sector privado se acercaría a niveles más sostenibles. Si tomamos la eurozona como referencia, las empresas españolas alcanzaron el nivel de deuda de sus homólogas europeas en el 2T 2015. Los hogares, en cambio, se están desendeudando algo más lentamente porque la mayor parte de su deuda es a largo plazo y tienen menos mecanismos a su disposición para desendeudarse. Aunque todavía se sitúa 10 p. p. por encima de la de los hogares europeos, si se mantiene el ritmo de reducción del último año, los hogares españoles alcanzarán el nivel de la eurozona dentro de solo dos años. Además, en un contexto de crecimiento del PIB y bajos tipos de interés, la reducción de la ratio de endeudamiento es compatible con flujos de crédito positivos al sector. Por tanto, el exceso de deuda, que limitó el desempeño del sector privado al inicio de la recuperación, ya está dejando de ser una losa para el crecimiento.

Al contrario de lo que ocurre en el sector privado, la deuda pública todavía sigue creciendo pero muestra signos de estabilización. Según el protocolo de déficit excesivo,² se situó en el 99,3% del PIB en el 3T 2015, solo 4 décimas por debajo del nivel máximo, en porcentaje del PIB, alcanzado en el 1T 2015. De hecho, el aumento de la deuda pública en los últimos cinco años, de 42,9 p. p., ha compensado con creces el descenso de deuda privada en el mismo periodo (39,2 p. p.). De todas formas, esta dinámica muy probablemente cambiará en breve: en los próximos trimestres la deuda pública se estabilizará alrededor del 100% del PIB y, de cumplirse con la senda de reducción de déficit prevista, irá descendiendo paulatinamente.

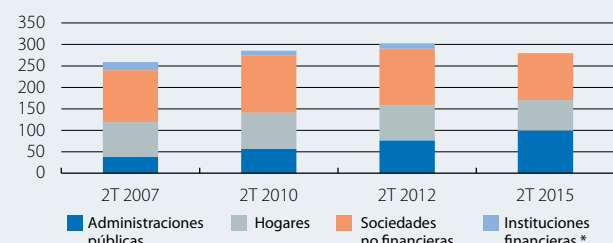
Por último, el sector de las instituciones financieras completa el total de la economía. Generalmente no se tiene en cuenta su endeudamiento puesto que su función principal es la intermediación financiera y, por tanto, si se com-

putase el total de su deuda se incurriría en una doble contabilización. Así, ajustamos el nivel de deuda bancaria y solo tenemos en cuenta la que no se destina a la financiación del resto de sectores residentes o, lo que es lo mismo, la contraída para financiar otras actividades como, por ejemplo, la compra de acciones de otras empresas. Según nuestros cálculos,³ la deuda ajustada de las instituciones financieras se ha reducido a prácticamente cero y acumula un descenso de 17,1 p. p. desde el estallido de la burbuja inmobiliaria, en 2007. De todos modos, es importante destacar que, desde la perspectiva de las instituciones financieras, la cifra de deuda total es la relevante a efectos de las obligaciones a las que tiene que responder el sector.

En conjunto, por tanto, la economía española ha empezado a desendeudarse, aunque de forma muy desigual entre sectores. En el 2T 2015, la deuda total representaba el 279,8% del PIB, solo 22,4 p. p. por debajo del máximo de 2012 (302,2%). Además, gran parte de los préstamos y títulos de deuda se encuentran en manos de no residentes, de modo que la economía sigue siendo vulnerable a potenciales cambios del sentimiento de los inversores internacionales. Concretamente, en el 2T 2015, la deuda externa representaba el 169,2% del PIB y, a diferencia de la deuda total, no muestra signos de descender. Por un lado, las instituciones financieras han reducido su dependencia directa del exterior, pero ello prácticamente se ha compensado por un aumento de la deuda externa del Banco de España, que canaliza la financiación del Eurosistema hacia el sector bancario español. Por otro lado, la deuda pública externa ha aumentado rápidamente: de menos de 20,6 p. p. en el 2T 2007 a los 50,8 p. p. actuales. En definitiva, la economía española todavía está muy endeudada, en especial con el exterior. El proceso de desapalancamiento del sector privado ya está casi completado. Ahora que los vientos soplan de cola, el sector público también debería seguir el mismo camino.

Deuda total y por sectores institucionales

(% del PIB)



Nota: * Deuda de las instituciones financieras ajustada para evitar doble contabilización. En concreto, a los préstamos y títulos de deuda del pasivo de las instituciones financieras, se suman los depósitos del resto del mundo y los depósitos de residentes y se restan los préstamos y títulos de deuda de los residentes.

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

1. Datos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de España.
2. La deuda no consolidada de las AA. PP. según las cuentas financieras se situó en el 128,0% del PIB en el 2T 2015. Sin embargo, es preciso consolidar la deuda del sector público ya que en la práctica configuran una caja única.

3. A los préstamos y títulos de deuda del pasivo de las instituciones financieras, se suman los depósitos del resto de mundo y los depósitos de residentes y se restan los préstamos y títulos de deuda de los residentes.

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 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|--|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Industria | | | | | | | | |
| Consumo de electricidad | -2,1 | -0,1 | -1,6 | 1,2 | -0,2 | 2,4 | 3,6 | 1,4 |
| Índice de producción industrial | -1,5 | 1,3 | 0,3 | 1,5 | 3,5 | 4,0 | 4,1 | ... |
| Indicador de confianza en la industria (valor) | -13,9 | -7,1 | -5,3 | -3,2 | 0,9 | 0,7 | -0,7 | -1,5 |
| PMI de manufacturas (valor) | 48,5 | 53,2 | 53,7 | 54,4 | 54,8 | 52,8 | 51,3 | 53,1 |
| Construcción | | | | | | | | |
| Visados de obra nueva (acum. de 12 meses) | -36,3 | -7,7 | 4,0 | 12,1 | 17,0 | 19,6 | 21,1 | ... |
| Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses) | 0,4 | -5,6 | 0,3 | 8,9 | 10,2 | 12,2 | 11,7 | ... |
| Servicios | | | | | | | | |
| Turistas extranjeros (acum. de 12 meses) | 3,2 | 7,2 | 7,5 | 6,6 | 5,9 | 4,9 | 4,4 | 4,8 |
| PMI de servicios (valor) | 48,3 | 55,2 | 54,3 | 56,7 | 58,3 | 58,1 | 55,9 | 56,7 |
| Consumo | | | | | | | | |
| Ventas comercio minorista | -3,7 | 1,0 | 2,8 | 2,5 | 2,9 | 3,3 | 5,6 | 2,7 |
| Matriculaciones de automóviles | 5,6 | 18,4 | 21,7 | 31,4 | 13,6 | 23,1 | 5,2 | 25,4 |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor) | -25,3 | -8,9 | -9,6 | -0,6 | 1,6 | -1,3 | -1,2 | 0,6 |

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 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Afiliados a la Seguridad Social¹ | | | | | | | | |
| Sectores de actividad | | | | | | | | |
| Industria | -4,3 | 0,1 | 0,9 | 1,5 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,7 |
| Construcción | -12,1 | -1,6 | 1,6 | 4,6 | 5,6 | 4,6 | 4,3 | 4,2 |
| Servicios | -2,0 | 2,2 | 2,8 | 3,5 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 3,3 |
| Situación profesional | | | | | | | | |
| Asalariados | -3,8 | 1,4 | 2,3 | 3,0 | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| No asalariados | -0,6 | 2,2 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,5 |
| TOTAL | -3,2 | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 3,5 | 3,3 | 3,2 | 3,2 |
| Población ocupada² | -2,8 | 1,2 | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | - | ... |
| Contratos registrados³ | | | | | | | | |
| Indefinidos | -14,2 | 18,8 | 23,0 | 24,1 | 7,7 | 9,7 | 1,9 | 13,0 |
| Temporales | 6,4 | 13,1 | 7,7 | 12,2 | 11,2 | 9,7 | 3,6 | 16,1 |
| TOTAL | 4,0 | 13,4 | 8,8 | 13,2 | 10,9 | 9,7 | 3,4 | 15,8 |
| Paro registrado³ | | | | | | | | |
| Menores de 25 años | -6,2 | -8,2 | -6,9 | -9,8 | -9,3 | -13,4 | -11,3 | -11,9 |
| Resto de edades | 3,7 | -5,3 | -5,7 | -6,1 | -7,4 | -7,7 | -7,4 | -7,6 |
| TOTAL | 2,7 | -5,6 | -5,8 | -6,5 | -7,6 | -8,2 | -7,7 | -8,0 |

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

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

Precios

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 | 12/15 |
|---------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| General | 1,4 | -0,1 | -0,5 | -1,0 | -0,3 | -0,4 | -0,7 | -0,3 | 0,0 |
| Subyacente | 1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | ... |
| Alimentos sin elaboración | 3,6 | -1,2 | 0,8 | 0,3 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | 2,4 | ... |
| Productos energéticos | 0,1 | -0,8 | -4,3 | -9,7 | -6,4 | -9,7 | -13,1 | -9,9 | ... |

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 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 09/15 | 10/15 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Comercio de bienes | | | | | | | | |
| Exportaciones (variación interanual) | 5,2 | 2,5 | 4,3 | 4,4 | 5,4 | 3,4 | 1,1 | -0,8 |
| Importaciones (variación interanual) | -1,3 | 5,7 | 5,0 | 2,5 | 5,8 | 3,3 | 1,8 | -2,2 |
| Saldo corriente | 15,6 | 10,2 | 10,2 | 12,1 | 14,9 | 15,8 | 15,8 | 17,0 |
| Bienes y servicios | 33,5 | 26,0 | 26,0 | 27,4 | 27,5 | 27,2 | 27,2 | 27,6 |
| Rentas primarias y secundarias | -17,9 | -15,7 | -15,7 | -15,3 | -12,6 | -11,4 | -11,4 | -10,7 |
| Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación | 22,3 | 14,7 | 14,7 | 15,6 | 19,0 | 21,5 | 21,5 | 22,5 |

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

Sector público

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

| | 2013 | 2014 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 10/15 | 11/15 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
| Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación | -6,9 | -5,9 | -5,9 | -0,7 | -3,0 | -3,1 | - | ... |
| Estado ¹ | -4,9 | -3,9 | -3,9 | -1,0 | -2,1 | -2,4 | -2,2 | -2,6 |
| Comunidades autónomas | -1,6 | -1,7 | -1,7 | -0,2 | -0,9 | -1,0 | -1,2 | ... |
| Corporaciones locales | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | - | ... |
| Seguridad Social | -1,1 | -1,0 | -1,1 | 0,3 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | ... |
| Deuda pública (% PIB) | 93,7 | 99,3 | 99,3 | 99,7 | 99,3 | 99,3 | - | ... |

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 | 4T 2014 | 1T 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 09/15 | 10/15 | Saldo 10/15 ¹ |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Financiación a los sectores no financieros² | | | | | | | | | |
| Sector privado | -7,5 | -6,2 | -5,9 | -4,8 | -4,2 | -4,3 | -4,4 | -3,6 | 1.653,9 |
| Empresas no financieras | -9,3 | -7,0 | -6,9 | -5,4 | -4,6 | -4,8 | -4,9 | -3,7 | 926,3 |
| Hogares ³ | -5,0 | -5,1 | -4,6 | -4,1 | -3,7 | -3,6 | -3,7 | -3,4 | 727,6 |
| Administraciones públicas ⁴ | 16,8 | 6,9 | 6,7 | 5,0 | 4,0 | 3,8 | 4,1 | 3,9 | 1.056,7 |
| TOTAL | -0,5 | -1,8 | -1,5 | -1,3 | -1,2 | -1,3 | -1,2 | -0,8 | 2.710,6 |
| Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias | | | | | | | | | |
| Total depósitos | 2,1 | -0,9 | -1,7 | -1,3 | -1,2 | -1,1 | -1,1 | -0,4 | 1.151,3 |
| A la vista | 4,2 | 10,8 | 14,8 | 17,9 | 19,5 | 18,8 | 19,2 | 19,4 | 371,7 |
| De ahorro | -0,1 | 5,8 | 6,8 | 10,5 | 12,3 | 13,7 | 14,4 | 16,1 | 245,2 |
| A plazo | 1,7 | -7,6 | -11,3 | -13,5 | -15,5 | -16,3 | -16,8 | -16,0 | 514,1 |
| En moneda extranjera | 16,8 | 1,1 | 5,2 | 8,9 | 10,5 | 5,1 | 4,4 | -4,1 | 20,3 |
| Resto del pasivo ⁵ | -16,8 | -8,2 | -6,8 | -11,4 | -11,5 | -14,0 | -9,6 | -12,8 | 102,0 |
| TOTAL | -0,2 | -1,7 | -2,2 | -2,3 | -2,2 | -2,3 | -1,8 | -1,5 | 1.253,2 |
| Tasa de morosidad (%)⁶ | 13,6 | 12,5 | 12,5 | 12,1 | 11,0 | 10,7 | 10,7 | 10,6 | - |
| Tasa de cobertura (%)⁶ | 58,0 | 58,1 | 58,1 | 58,5 | 60,0 | 60,6 | 60,6 | 60,2 | - |

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.

INDIA: ¿LA NUEVA ESTRELLA ASIÁTICA?

India: unas perspectivas favorables a largo plazo

La India tiene una importancia cada vez mayor en el concierto económico global. La segunda gran economía emergente, después de la China, con una población de 1.292 millones de habitantes, también es grande en términos económicos: la India representa el 7,1% del PIB mundial (en paridad de poder de compra), solo por detrás de los EE. UU. y la China.

Recientemente, este protagonismo se ha visto acrecentado por el hecho de que la India se ha mantenido al margen de la desaceleración de las economías emergentes y se postula como un recambio para una China que va más despacio. Mientras que el conjunto de las economías emergentes ha pasado de crecer un 5,2% en 2012 a un 4,0% previsto en 2015, el crecimiento de la India se ha acelerado del 5,1% al 7,3%, según el FMI. A esto se añade un cuadro macroeconómico mejorado gracias al rigor antiinflacionista del Banco de la Reserva de la India (el banco central) que, con su gobernador, Raghuram Rajan, ha ayudado a que la inflación baje del 10,2% al 5,4% y que el déficit corriente se reduzca del 4,8% al 1,2% del PIB (véase el artículo «India, la estrella emergente: ¿brillo del pasado o luz de futuro?», en este mismo Dossier).

Más allá del tamaño y de una coyuntura mejorada, la India es una economía con un potencial enorme. A su demografía favorable se une una gran riqueza en recursos naturales, el uso extendido del idioma inglés y un innegable espíritu emprendedor. Buena muestra de este dinamismo empresarial son las 14 empresas indias que figuran en el FT 500 de 2015.¹ En comparación, la China tiene 37 empresas en el FT 500, pero una diferencia significativa es que la India tiene cuatro empresas en sectores considerados *hi-tech* (Infosys Technologies y Tata Consultancy Services en *software* e informática, Bharti Airtel en telefonía móvil y Sun Pharmaceutical en farmacia) mientras que la China no tiene ninguna. Sumándose a este pronóstico favorable, en su *Informe de Perspectivas Económicas* de octubre de 2015, el FMI estima que la India crecerá un promedio del 7,7% en 2017-2020, por encima del 6,2% previsto para la China (para una comparación más detallada, véase el artículo «India y China: tan cerca y tan lejos», en el presente Dossier).

La India parece, pues, destinada a ser un contendiente de primer orden en el concierto mundial, pero ¿no estaremos pecando de optimistas? ¿Se cumplirán realmente los pronósticos del FMI? ¿Puede la India sustituir a la China como el motor de las economías emergentes? La respuesta a todas estas preguntas está en manos del país y, de momento, se está tomando el camino correcto, que incluye los primeros pasos de una serie de reformas: en primer lugar, de la Administración pública y del mercado de trabajo, y también reformas fiscales, del suelo y bancaria.

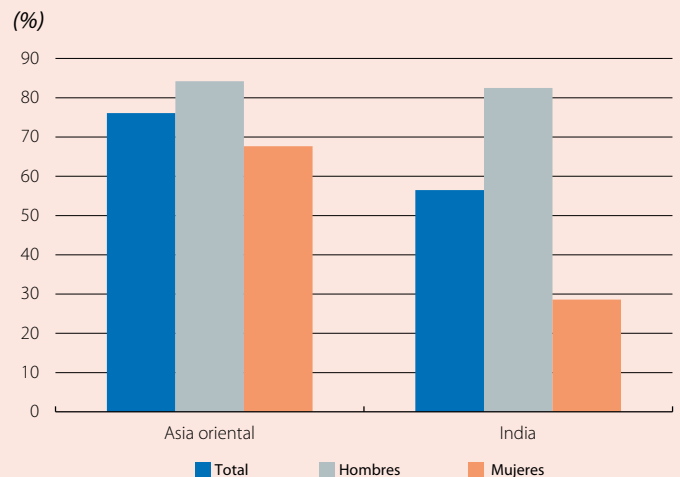
Pese a estos pronósticos favorables, la India adolece de dos problemas graves: la pobreza y el déficit inversor en infraestructuras. La India es el país con más pobres del planeta. Según el Banco Mundial, 706 millones de indios (el 58% de la población) sobreviven con 3,1 dólares al día (medidos en paridad del poder adquisitivo) frente a 365 millones de chinos, lo que significa que gran parte de la población está excluida de servicios básicos como la sanidad, el agua potable, la vivienda, la energía y la educación.

El segundo problema de la India es el déficit en infraestructuras. Entre 2000 y 2012, la formación bruta acumulada de capital fijo de la India fue un 25% de la de la China (aunque tal vez en este último país las inversiones fueron excesivas). La consecuencia de esta situación es un atraso logístico y cuellos de botella productivos responsables de que el sector manufacturero aporte un relativamente bajo 17% al PIB, lo que también contribuye a que la India sea, en términos comerciales, una economía más cerrada que la China.

Parar atajar la pobreza y el déficit de infraestructuras es esencial reformar la Administración pública y el mercado laboral. En 2014, el primer ministro electo, Narendra Modi, recibió un mandato reformista claro de las urnas que muestra que estas reformas, además de necesarias, cuentan con un significativo apoyo popular.

1. El FT 500 es un *ranking* de las mejores empresas globales que elabora anualmente el periódico londinense *Financial Times*.

Tasa de actividad *



Nota: * Porcentaje de personas económicamente activas respecto a la población de entre 15 y 64 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial.

La erradicación de la pobreza generalizada pasa por aumentar el gasto público en servicios básicos (alimentación, sanidad, educación) de forma substancial. A modo de ejemplo, el gasto en sanidad pública de la India en 2014 fue de un 1,3% del PIB, inferior al 3,7% de la China, el 4,7% del Brasil o el 8,0% de los EE. UU. El crecimiento económico de la India permite financiar un incremento del gasto social, pero el verdadero obstáculo es la ineficiencia de la Administración, que hace que la ayuda se pierda por el camino y no llegue a los necesitados. Por ello, el primer objetivo de la reforma de la Administración pública es acabar con el denominado *red tape*. La reforma de la Administración debe establecer mecanismos de supervisión, una mejora de la ejecución de proyectos, una legislación en pro de una mayor transparencia, la racionalización de los ministerios (hay competencias que recaen sobre cinco ministerios), la potenciación de las entidades locales para acercarse al administrado y la simplificación judicial.

El segundo vector de la reforma de la Administración pública es la reducción de los conglomerados estatales. El objetivo del gobierno de Modi es una reducción de la participación estatal en dichos conglomerados de, como mínimo, el 25%. Ello liberaría capital para invertir en infraestructuras. De entre estos conglomerados, merece especial atención la minería del carbón, altamente ineficiente y causante de un problema grave de polución. Para producir un dólar de PIB, la India consume 3,4 veces la energía que consume Europa, 2,4 veces la que consumen los EE. UU. y 1,7 veces la que consume el promedio mundial. La situación se agrava en términos de emisiones ya que, por cada dólar de PIB, la India emite 4,8 veces el dióxido de carbono que emite Europa, 3,2 veces el que emiten los EE. UU. y 2,1 veces el que se emite, en promedio, a nivel global. Este serio problema medioambiental de la India se concentra en el carbón, del que el país es, junto con la China, el mayor productor y consumidor mundial. El 70% de las emisiones de la India proviene del carbón, lo que encaja con el hecho de que el 71% de la energía eléctrica india provenga del carbón y que solo un 11% provenga de fuentes hidráulicas.

Más allá del gasto social, una erradicación sostenible de la pobreza pasa por una mejora del mercado laboral. La tasa de actividad de la India para las personas de entre 15 y 64 años era del 56,5% en 2014, inferior al 76,0% correspondiente al conjunto de Asia oriental. Si la India tuviera la tasa de actividad de Asia oriental, que se sitúa 20 p. p. por encima, a niveles de productividad y retribución constantes, la pobreza se reduciría de forma significativa. La principal causa de esta baja participación en el mercado de trabajo es una cuestión de género. La tasa de actividad masculina de la India es del 82,5%, solo 1,7 p. p. inferior al 84,2% del conjunto de Asia oriental. Sin embargo, la tasa de actividad femenina de la India es del 28,6%, 40 p. p. inferior al 67,7% de Asia oriental. Esta diferencia de género, solo comparable con países de Oriente Próximo, obedece a factores culturales y requiere una legislación que incentive la incorporación de la mujer al mercado laboral. Por ahora, sin embargo, este punto no tiene concreción en la agenda reformista de Modi.

El otro vector de la reforma laboral debe encaminarse a la mejora de la productividad. El primer paso es lograr la unidad de mercado, con unas reglas comunes. La diferente legislación entre Estados dificulta que los empleados puedan desplazarse a zonas geográficas de mayor crecimiento y a *clusters* tecnológicos como los de Bangalore, Delhi, Chennai, Hyderabad, Pune, Mumbai y Calcuta, que ofrecen trabajos más productivos y mejor remunerados.

A modo de conclusión, hay que recordar que, si bien las reformas de la Administración pública y del mercado de trabajo son las más urgentes, no son las únicas necesarias. Por ejemplo, la fiscalidad debe reducir las trabas y regulaciones a las empresas, para potenciar la inversión extranjera y el sector manufacturero, que sigue siendo una asignatura pendiente de la economía india. Asimismo, se deben eliminar los impuestos distorsionantes y las diferencias fiscales entre Estados que contribuyen a que la India ocupe el lugar 130 en el índice *ease of doing business* del Banco Mundial, por detrás de Rusia (51), el Brasil (116) y la China (84).

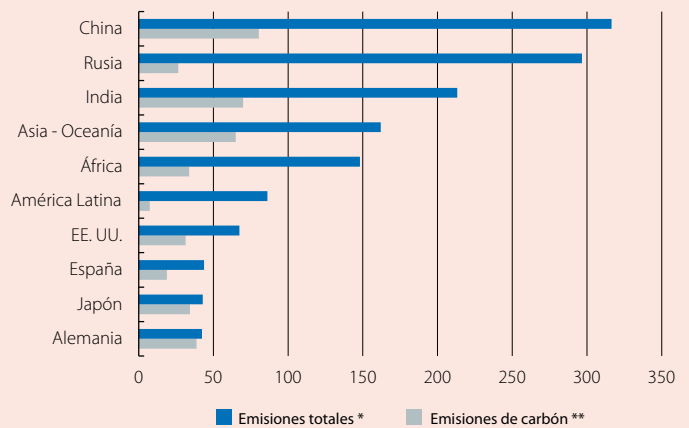
Haciendo un balance de lo que aquí se ha dicho, todo apunta a que la India tiene ante sí un futuro brillante que la puede catapultar a una posición de genuino liderazgo en el concierto económico mundial. Pero alcanzar este brillante futuro supone también el reto formidable de vencer las ataduras del pasado. En esta cuesta ascendente, la India depende de sí misma y, por lo visto hasta el momento, está aprovechando sus cartas.

Jordi Singla

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

Emisiones de CO₂

(%)



Notas: * Emisiones de CO₂ en tm/1.000 dólares de PIB (precios de 2005) en porcentaje del promedio mundial. ** Porcentaje de las emisiones de CO₂ que provienen del carbón.

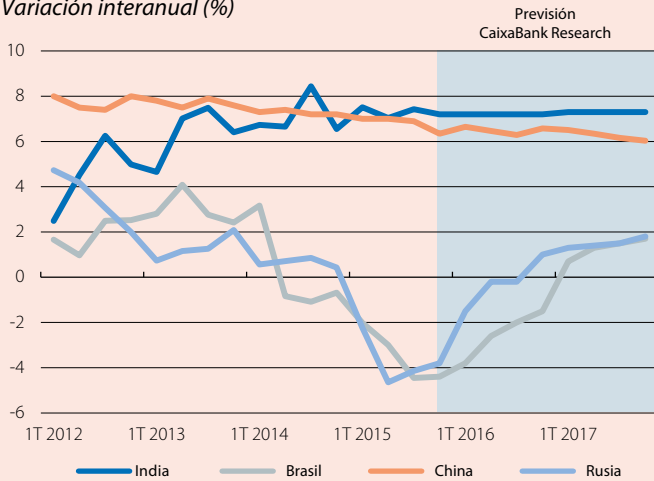
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Energy Information Administration.

India, la estrella emergente: ¿brillo del pasado o luz de futuro?

Como es sabido, la luz de las estrellas que vemos cada noche en el firmamento partió de los astros millones de años atrás. Imposible saber, por tanto, si vemos el reflejo de un sol muerto antes de que la humanidad naciese o de uno en plena ascendencia. La India es una economía refulgente: sin demasiadas dudas, la estrella actual de la galaxia emergente. Pero, dado que se prevé que los años 2016 y 2017 sean difíciles para los emergentes debido al endurecimiento de las condiciones de financiación internacionales, ¿seguirán siendo brillantes las perspectivas del país en ese contexto más complicado y exigente?

Emergentes: crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



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

Oteemos, de entrada, el brillo del pasado. La India creció en el 3T 2015 un 7,4% interanual, mucho más que cualquier emergente importante, incluida la ahora relativamente titubeante China, que solo creció un 6,9%. Este *sorpasso* en materia de crecimiento se ha venido repitiendo durante todo 2015.¹ La situación todavía es más clara cuando se compara el avance positivo del producto interior bruto (PIB) indio con la recesión de otros emergentes, como Rusia o el Brasil.

Más luces. Desde que en mayo de 2013 la Fed anunciara que empezaba a preparar la normalización de su política monetaria, los inversores internacionales han escrutado con especial atención los fundamentos macroeconómicos de los emergentes. Si antes de ese momento se separaba relativamente poco el grano de la paja, desde entonces los mercados financieros han sido mucho más selectivos. La India fue, en mayo de 2013, una de las economías más castigadas. La rupia se depreció un 22% contra el dólar, significativamente más que las divisas de otros emergentes de bases económicas más dudosas, como el Brasil, Sudáfrica o Turquía. Las dudas del mercado han ido repitiéndose periódicamente, la última vez, a raíz del repunte de la volatilidad financiera durante el pasado verano. Sin embargo, la India no ha vuelto a estar presionada de forma apreciable por los inversores financieros. En las «quinielas» de los países que pueden tener problemas en el contexto del endurecimiento de la financiación internacional que se va a producir previsiblemente en 2016-2017, la presencia de la India es ahora poco habitual.

Pues bien, ¿qué hay tras estos brillos? ¿Qué permite sostener el crecimiento al tiempo que se reduce el perfil de riesgo que perciben los inversores? Esta buena trayectoria es el resultado de dos factores. En primer lugar, el efecto benéfico del *shock* del abaratamiento de los precios de las materias primas en una economía que es un fuerte importador de las mismas (en especial, del petróleo y sus derivados, de los cuales la India es la cuarta consumidora mundial y cuyas importaciones netas representan, aproximadamente, casi el 6% del PIB indio).²

Un segundo factor ha sido la política económica y, en particular, la monetaria, centrada en contener el que ha sido, probablemente, el desequilibrio macroeconómico más preocupante, la inflación. Si, en 2012 y 2013, esta amenazaba con desbordar ampliamente el 10% interanual (en el 4T 2013 alcanzó el 11,2% interanual), el crecimiento de los precios de consumo se habrá situado, a finales de 2015, en la zona del 4% interanual. En la reconducción de la inflación ha sido clave el giro hacia un mayor rigor monetario del banco central de la India bajo el mandato de Raghuram Rajan, economista de notable prestigio, nombrado en septiembre de 2013. Rajan llevó el tipo de referencia del 7,25% al 8% en solo dos subidas entre finales de 2013 e inicios de 2014 y lo mantuvo en estas alturas durante cerca de un año. Cuando la inflación se mostró más contenida, deshizo lentamente el camino de subida, hasta el actual 6,75%. Indudablemente, la política monetaria se ha beneficiado de la credibilidad que el gobernador del banco central tenía frente a los inversores ya antes de su nombramiento, y que su gestión ha reforzado. Como reflejo del acierto de la política monetaria, desde que, en agosto de 2015, se inició el último episodio de depreciación de las divisas emergentes, la rupia india ha estado entre las que mejor ha resistido.

1. Sobre las perspectivas a largo plazo de la India y la China, véase el artículo «India y China: tan cerca y tan lejos», en este Dossier.

2. Las dos materias primas energéticas críticas de la India son el carbón y el petróleo y sus derivados. Sin embargo, siendo un importante importador de crudo, el país dispone de las quintas mayores reservas de carbón del mundo.

A pesar de este balance positivo de la política económica, de la política fiscal se podría exigir más. Un elemento recurrente de la estrategia fiscal india más reciente es dar mayor centralidad al proceso de privatizaciones. Sin embargo, los resultados hasta el momento se pueden valorar como mixtos: la privatización de la acerera estatal arrancó mal, mientras que se considera que las subastas del espectro de las telecomunicaciones han tenido más éxito. Hasta la fecha los inversores no han mostrado especial preocupación por la situación de las finanzas públicas. No obstante, un déficit público del 7,2% del PIB y una deuda pública del 65,3% son sombras que enturbian entre la luz que emite la India y que no pueden ser desdeñadas como detalles menores, especialmente en clave de futuro.

Porque, precisamente, ese será el terreno de juego en el que se juzgará a la India: ¿la luz que vemos, notablemente brillante, apenas moteada por algunas sombras, va a seguir en el futuro próximo? El diagnóstico predominante es positivo, y en esta valoración nos alineamos con el conjunto de los analistas. Se espera un crecimiento algo superior al 7% en 2016 y 2017, resultado de un sólido pulso de la actividad, alimentado por la combinación de una mayor inversión en infraestructuras y de la relajación monetaria iniciada a finales de 2014 y que continuará en 2016.³ Estos factores de impulso serán capaces de contrarrestar el aumento esperado de los precios de las materias primas (previsiblemente moderado) que se producirá en 2016 y 2017. En un plano menos tangible, pero que sería erróneo obviar, la credibilidad de dos de las cabezas visibles de la nueva política económica de la India, su primer ministro, Narendra Modi, y el gobernador del banco central de la India, Raghuram Rajan, sigue siendo elevada, y la reputación es un activo que no se puede dar por descontado en muchos emergentes.

No obstante, estas perspectivas se ven matizadas por, al menos, dos focos de riesgo. El primero deriva del aumento esperado de las cotizaciones de las materias primas. Si, en vez de confirmarse el escenario de recuperación suave, el proceso mutase en algo más serio, con incrementos rápidos e intensos de los precios, la India afrontaría un viento de cara notable. La segunda preocupación emana de la escasa sensibilidad que han mostrado los inversores a los niveles relativamente altos de déficit y deuda públicos de la India. Dado que se espera una corrección de los mismos relativamente lenta (en 2016, por ejemplo, nuestras previsiones son de un déficit público del 7% del PIB y una deuda pública del 63,9% del PIB), si la complacencia de los inversores respecto a los desequilibrios fiscales de los emergentes se redujese, la India se situaría, probablemente, en el centro de la discusión.

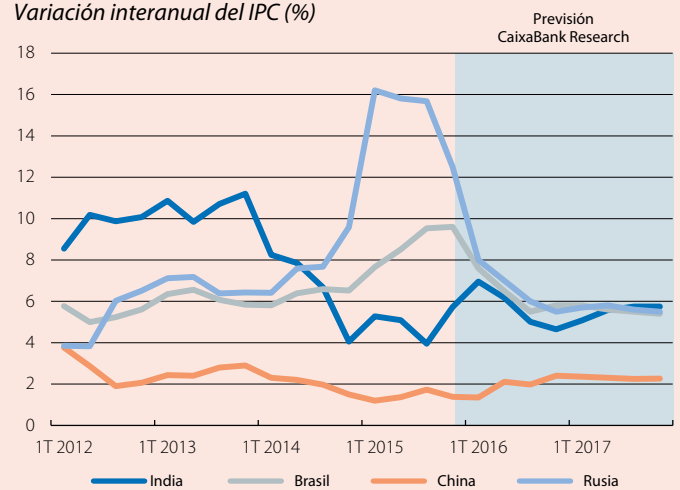
La India, en definitiva, parece ser una estrella viva y que va a seguir brillando en un firmamento en el que algunos astros emergentes de años atrás se han apagado, si no definitivamente, quizás sí por largo tiempo.

Àlex Ruiz

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

Emergentes: inflación

Variación interanual del IPC (%)



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

3. Además de un aumento de la inversión pública, la estrategia del Gobierno en materia de desarrollo infraestructural incluye un cambio importante en el marco legal que se espera que favorezca la participación público-privada en este ámbito.

India y China: tan cerca y tan lejos

Ante los buenos datos de crecimiento económico procedentes de la India y la ralentización que está sufriendo la China, es lícito preguntarse sobre la capacidad de la primera de remplazar el ímpetu perdido de la segunda. No en vano, la India, con una población cercana a los 1.300 millones de habitantes, es la única economía emergente que podría seguir la huella marcada por el gigante asiático. Sin embargo, a pesar de compartir elementos destacables como la potente demografía o la reducción de la pobreza, que afecta a centenares de millones de personas en ambos países, el crecimiento de la India se encuentra todavía lejos de las tasas de dos dígitos a las que nos tenía acostumbrados la China hasta no hace mucho.

A lo largo de los últimos 35 años, ambos países se han ido distanciando desde un punto de vista económico. Mientras que la China creció durante tres décadas a una tasa media del 10%, la India lo hizo a una tasa solo ligeramente superior al 6%. Y, aunque en la actualidad parece que las magnitudes empiezan a invertirse (la China creció un 6,9% el 3T 2015, frente al 7,4% de la India), el camino por recorrer de la India es largo. A finales de la década de los setenta el tamaño económico de ambos países era similar: el peso de la India en el mundo era cercano al 3,0% y superaba al de la China (con un 2,4%).¹ Pero un poco más de tres decenios después, la China representa, en términos económicos, el 17,2% de la economía mundial, y la India algo menos de la mitad que su vecina (el 7,1%). Una dicotomía que también se observa en otras variables económicas, como el PIB per cápita, que en la India apenas se ha multiplicado por cuatro (de los 1.000 dólares de 1980 a los 3.780 actuales), mientras que en la China lo ha hecho por 14 (de los cerca de 750 dólares a los 10.538).²

India y China: indicadores del pasado y del presente

| | | India | China |
|---|--------|--------|---------|
| Población (millones) | 1980 | 686 | 987 |
| | Actual | 1.296 | 1.375 |
| Peso económico | 1980 | 3,0 | 2,4 |
| | Actual | 7,1 | 17,2 |
| PIB per cápita (dólares de 2005) | 1980 | 1.007 | 747 |
| | Actual | 3.780 | 10.538 |
| IED recibida (millones de dólares) | 1980 | 81 | 251 |
| | Actual | 28.937 | 124.497 |
| Exportaciones bienes (miles de millones de dólares) | 1980 | 8 | 18 |
| | Actual | 318 | 2.343 |

Nota: El peso económico es el peso a nivel mundial del PIB en paridad de poder adquisitivo. La IED recibida es la media móvil de los flujos de entrada anuales de inversión extranjera directa para el periodo 2012-2014. Actual se refiere al dato más reciente disponible.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, Penn World Tables, UNCTAD y OMC.

Con la finalidad de entender a qué se debe la disparidad entre estos dos gigantes, analizamos la evolución de los distintos factores que inciden en el crecimiento de cualquier economía (léase capital físico y humano, trabajo y tecnología), así como las políticas que han apoyado al desarrollo de dichos factores.³ En este empeño, dos elementos sobresalen como responsables del fuerte crecimiento de la China frente al más moderado de la India: el capital físico y la tecnología.⁴ La mejora en los conocimientos, habilidades o capacidades de los trabajadores (capital humano) no ha sido un componente determinante, ya que los progresos han sido parecidos e importantes en ambos países. Y la más favorable demografía de la India, ante el férreo control de la natalidad china, no ha podido compensar el mejor papel del capital físico y la tecnología de la China.

En particular, durante las décadas de los ochenta y los noventa, la inversión como porcentaje del PIB de la China se situaba en el 37%, frente al 22% de la India. Aunque la cifra de esta última ha ido aumentando hasta cotas en torno al 30% actual, en China el porcentaje superaba el 45% en 2014. En este sentido, para el periodo 1990-2014, la contribución del capital físico al crecimiento económico anual promedio de la India se sitúa en los 2,6 p. p., muy por debajo de los 4,7 p. p. de China.⁵ En el gigante asiático, el esfuerzo en la mejora de las infraestructuras durante años ha favorecido el desarrollo de las omnipresentes manufacturas chinas. Por el contrario, el modelo indio no ha apoyado al sector manufacturero intensivo en trabajo, que le hubiera podido reportar mayores tasas de crecimiento. Es cierto que ha desarrollado algunos sectores intensivos en conocimiento y capital (como el sector farmacéutico o las tecnologías de la información), pero ello no ha supuesto un avance importante en el conjunto del sector manufacturero ni de los servicios en el país. En este sentido, cerca de la mitad de la población india sigue dedicada a un sector agrícola de baja productividad (frente a un tercio en la China) y solo un 20% lo hace en las manufacturas (un 30% en la China).

1. Medido en peso del PIB en paridad de poder adquisitivo.

2. Medido en dólares constantes de 2005 según datos de las Penn World Tables (véase 8.1).

3. La mayoría de resultados se basan en el ejercicio de Contabilidad del Crecimiento elaborado por el Conference Board (Total Economy Database) para los años 1990-2014, y en el ejercicio desarrollado en Bosworth, B., y Collins, S. M. (2007). «Accounting for growth: comparing China and India» (No. w12943). National Bureau of Economic Research.

4. El término «tecnología» denota, además de los avances propiamente tecnológicos, la manera en que se asignan los factores productivos (capital y trabajo) en una economía. Desde un punto de vista de economía del crecimiento, estamos hablando de la productividad total de los factores o PTF.

5. Se trata del promedio anual para el periodo 1990-2014 de la contribución del capital no tecnológico, pues el Conference Board distingue entre capital tecnológico y no tecnológico.

Las mejoras en el plano tecnológico han sido el segundo factor clave del alejamiento entre las dos economías asiáticas. Así, el Conference Board estima que la productividad total de los factores (una medida de la contribución de la mejora de la tecnología al crecimiento) habría contribuido en 1,6 p. p. al avance promedio del PIB anual en la India, de nuevo, significativamente por debajo de los 2,5 p. p. de la China. En este punto, destacan las políticas que han promovido la fuerte apertura al exterior de la China como un elemento propiciador de los mayores avances tecnológicos del país, como la creación de zonas económicas especiales, ya a principios de los años ochenta, con condiciones impositivas y leyes que favorecen la entrada de empresas extranjeras.⁶ Por el contrario, el grado de apertura de la India, aunque ha ido en aumento, ha sido (y es) sustancialmente menor al de la China y ha estado limitado por las abundantes medidas que han restringido tanto los flujos comerciales como la inversión extranjera. A modo ilustrativo, si a principios de los años ochenta la India y la China captaban el 0,1% y el 1,7% de los flujos de inversión extranjera directa (IED) a nivel global, respectivamente, a finales de los años noventa la China ya acaparaba el 6,6% de los flujos mundiales frente a menos del 1% de la India. Una diferencia que continuó incrementándose en la siguiente década: en el periodo 2012-2014, la China consiguió el 9,1% de flujos de IED mundiales, lo que la situó en la segunda posición mundial, únicamente superada por los EE. UU.; por su parte, la India tan solo fue capaz de captar el 2,1% del total de flujos, lo que la emplazó en el puesto 13 del *ranking* global. En la misma línea, según el índice anual de IED que elabora la consultora AT Kearney y que mide lo atractivo que resulta un país para las inversiones internacionales, la India perdió cuatro posiciones en 2015, lo que la llevó al puesto 11, dejando de ser uno de los 10 mejores por primera vez desde 2002, mientras que la China se mantuvo en la segunda posición por tercer año consecutivo.

Las restricciones de la India a los flujos de IED han sido elevadísimas: con topes a la inversión en numerosos sectores, como el de los seguros, la banca, el comercio minorista o las telecomunicaciones, y con la necesidad de aprobación gubernamental en muchas de las inversiones a dichos sectores. Aun así, recientemente se han relajado de manera considerable las limitaciones a este tipo de inversión (tanto en los topes como en las vías de aprobación). En concreto, desde que en septiembre de 2014 el primer ministro, Narendra Modi, pusiera en marcha la campaña *Made in India*, que pretende captar inversiones y tecnología extranjera para el desarrollo de las manufacturas indias, parece que las entradas de IED han aumentado sustancialmente.⁷ Entre las medidas más recientes fomentadas por la nueva iniciativa destaca la relajación, el pasado noviembre, de las restricciones para la inversión en 15 sectores, entre los que se encuentran el bancario, el de seguros, el de comercio minorista, y también el de defensa y el agrícola, entre otros.

Por último, en términos de comercio internacional, el contraste entre las dos naciones también es evidente. Así, si en 1980 las exportaciones de bienes procedentes de la China y la India representaban apenas el 1% y el 0,5%, respectivamente, en 2014 la China exportó cerca del 13% del total de exportaciones mundiales, frente al 1,7% de la India. La China arrebató, ya en 2009, la primera posición exportadora a la entonces líder Alemania, mientras que la India ha sido y continúa siendo una economía mucho más cerrada (19.ª en el *ranking* mundial de exportaciones).

En definitiva, el trecho que separa a la India de la China es significativo y se ha ido acrecentando a lo largo de más de tres décadas, por lo que no es lógico pensar que la India pueda convertirse de la noche a la mañana en la nueva China del mundo. Sin embargo, el potencial de crecimiento del país es enorme, en especial si se tienen en cuenta las reformas que empiezan a llevarse a cabo. De su éxito depende que la India prospere tanto como lo ha hecho su vecina.

Clàudia Canals

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

6. Para un análisis teórico acerca de la relación entre apertura e innovación y crecimiento económico véase Grossman, G. M. y Helpman, E. (1993). «Innovation and growth in the global economy», MIT Press.

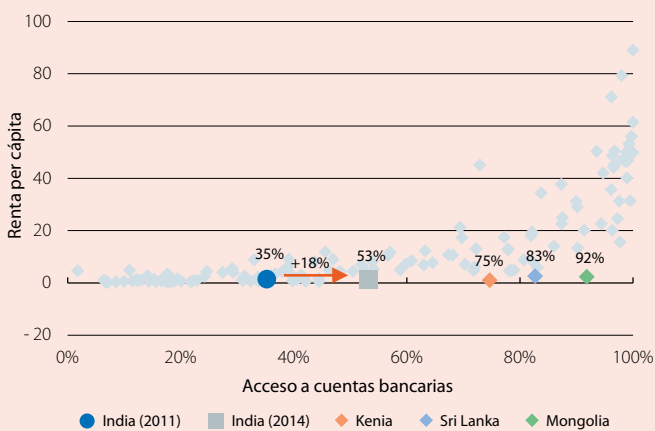
7. Según el *Financial Times* (29 septiembre de 2015) «India grabs investment league pole position», la India podría situarse a la cabeza en captación de IED este 2015.

La inclusión financiera en la India y los retos para la banca

La inclusión financiera, un aspecto clave para el avance de los países en desarrollo, constituye un gran desafío para la India. En un país donde más de 265 millones de personas (el 21% de su población) viven con menos de 1,9 dólares al día, la reducción de la pobreza y de la desigualdad económica es uno de los objetivos sociales más importantes. En este contexto, la inclusión financiera es una medida fundamental para alcanzar esta meta. Sin un acceso a servicios financieros básicos, los individuos pobres y las pequeñas empresas tienen que depender de sus ahorros o de otras fuentes informales de recursos para invertir en educación, crear una empresa o hacer frente a accidentes o siniestros. En términos macroeconómicos, la inclusión financiera aumenta el ahorro, promueve la inversión y el consumo de bienes duraderos y, en última instancia, favorece el crecimiento económico.¹ En este artículo analizamos el grado de inclusión financiera en la India y los principales retos del proceso.

India: inclusión financiera y renta per cápita

(% población de más de 15 años en 2014 y miles de dólares a precios de 2011)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial (Global Findex, 2014).

La inclusión financiera en la India ha mejorado significativamente en los últimos años. Entre 2011 y 2014, más de 175 millones de personas pasaron a tener una cuenta bancaria, lo que representa el 18% de la población. Como resultado de este notable avance, el acceso a los servicios financieros en la India es alto comparado con el de otros países de ingresos medianos y bajos, e inferior al de unos pocos países, como por ejemplo Kenia, donde la popularidad de la banca móvil ha propulsado la inclusión financiera. A pesar de esta evolución, más de 600 millones de ciudadanos indios (el 47% de la población) seguían sin tener una cuenta bancaria en una institución financiera formal en 2014. De manera similar, el país presenta una de las tasas de informalidad del sector financiero más altas del mundo, dado que el 12% de su población adulta tiene préstamos por canales no formales.

Para promover un progreso aún más intenso de la inclusión financiera, el Gobierno impulsó en 2014 el programa *Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana* (PMJDY, por las siglas en hindi de Plan del primer ministro en relación con el dinero de los ciudadanos). Entre agosto de 2014 y principios de diciembre de 2015, el programa ha logrado que se abrieran más de 194 millones de cuentas.² Como los bancos estatales constituyen el 70% de los activos del sistema bancario, el Gobierno les encomendó la tarea de ser el principal vector de inclusión financiera por el lado de la oferta, de tal manera que actualmente son responsables del 78% de las cuentas creadas bajo este programa. El plan se ha beneficiado de la iniciativa del Gobierno de ofrecer una tarjeta biométrica única (*Aadhaar*)³ a cada ciudadano indio, lo que ha facilitado el cumplimiento de los requisitos de identificación de clientes (*know your client*). Por otro lado, también cabe destacar que, en abril de 2014, el Reserve Bank of India, banco central y supervisor financiero del país, concedió dos licencias bancarias condicionadas a que el 25% de las oficinas de los nuevos bancos estuvieran en regiones rurales, con el objetivo de favorecer, precisamente, la inclusión financiera. Esta promoción de la competencia es fundamental para la inclusión financiera, puesto que incentiva a los bancos tradicionales (públicos) a innovar para poder ofrecer servicios financieros a nuevos segmentos de clientes.

Como parte del PMJDY, las autoridades han promovido una serie de incentivos para estimular la demanda de cuentas bancarias. Al establecer que los pagos de subsidios gubernamentales y otras ayudas sociales se tramitaran a través de las nuevas cuentas, el Gobierno creó incentivos para su apertura. A su vez, el Estado se ha beneficiado de una reducción de los gastos de administración de estas transferencias, ha prevenido la corrupción y ha aumentado el control sobre los destinatarios últimos de los beneficios, puesto que cada cuenta bancaria está asociada a una tarjeta única de identidad.^{4,5} Además, asociados a las cuentas bancarias, se incluyeron otros productos financieros subsidiados por el Gobierno, como tarjetas de débito, seguros de accidentes y de vida, y planes de pensiones.

1. Véase «The Global Findex Database 2014. Measuring Financial Inclusion around the World», Banco Mundial, abril de 2015.

2. Véase «Progress Report, Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana», Ministerio de Finanzas, Gobierno de la India, diciembre de 2015.

3. La *Aadhaar* (del hindi «fundación») es el documento nacional de identidad de la India, que incluye información biométrica de cada persona (fotografía, huellas dactilares e iris) y reduce el número de identidades duplicadas o falsas.

4. Véase «The Opportunities of Digitizing Payments», Banco Mundial, agosto de 2014.

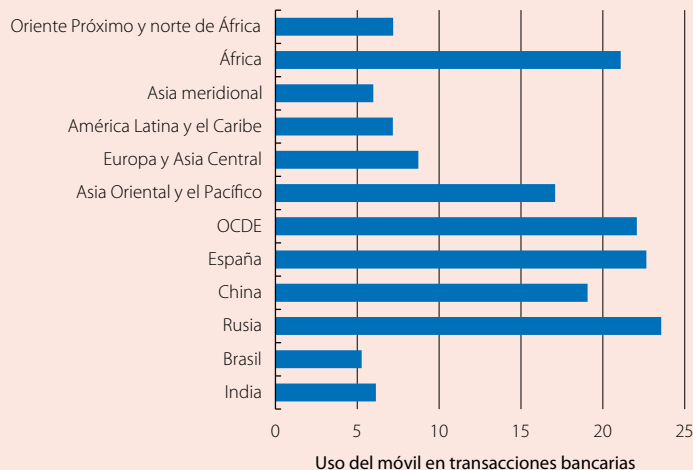
5. Véase «India: Jump-Starting Financial Inclusion», Institute of International Finance, junio de 2015.

Todas estas medidas de inclusión financiera han favorecido particularmente a ciertos grupos sociales tradicionalmente excluidos del sistema financiero, como los agricultores y los jornaleros. El programa ha permitido abrir cuentas conjuntas para estos trabajadores, haciendo que estos grupos se vuelvan más atractivos para los bancos, ya que generan más transacciones y tienen una mejor capacidad financiera para operar de forma cooperativa. Finalmente, el programa de inclusión financiera se beneficia de las denominadas externalidades de red, por las que la utilidad que los nuevos clientes obtienen del acceso a los servicios financieros depende del número de individuos que también tengan acceso. En tal caso, la inclusión de determinados grupos en el sistema financiero crea una masa crítica de nuevos clientes, lo que facilita que interactúen entre sí y con otros segmentos de la sociedad, y aumenta el interés y la competencia por parte de los bancos, al enfocarse en ese segmento de mercado. Esta situación favorece la creación de productos financieros destinados a esos nuevos clientes y, en consecuencia, crece su interés en obtener esos nuevos productos financieros.

El gran reto para la banca es poder rentabilizar los nuevos millones de clientes de ingresos muy bajos. Para que este modelo de negocio sea sostenible, se requiere escala, costes operativos muy reducidos y una oferta de productos financieros específicos a estos segmentos de clientes, basada en servicios de transaccionalidad, productos simples de ahorro y seguros. Actualmente, las tasas de utilización de las nuevas cuentas del programa PMJDY siguen siendo bajas, ya que el 34% tiene un saldo cero, mientras que el total de depósitos asciende a 4,1 miles de millones de dólares (una media de 20 dólares por cuenta).⁶

Uso del móvil para transacciones bancarias

(% población de más de 15 años con cuentas bancarias en 2014)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial (Global Findex, 2014).

La implementación de nuevos modelos de negocio y la utilización de las nuevas tecnologías serán imprescindibles para que la inclusión financiera sea sostenible. La mediación de agentes o de corresponsales (por ejemplo, correos, gasolineras u otros establecimientos) ya ha permitido una significativa reducción de los costes del PMJDY, puesto que el coste de la apertura de una cuenta a través de estos canales representa una decimoquinta parte del que supondría para una oficina bancaria. Según estimaciones de mercado, el coste de abrir y mantener las nuevas cuentas bajo el programa PMJDY es de 3-4 dólares anuales por cuenta. El State Bank of India, el banco estatal más grande del país, ha sido pionero en usar este canal, que ha representado el 90% de las cuentas que se han abierto bajo el programa.⁷ Para facilitar su uso, se están distribuyendo terminales portátiles a los carteros, que permitirán la autorización de transferencias mediante las tarjetas de identidad *Aadhaar*, eliminando la necesidad de que una persona se desplace a una agencia o a

la oficina de un corresponsal. Finalmente, la digitalización y la ampliación del uso del móvil para transacciones bancarias contribuyen a aumentar la escala de las transacciones. Aunque la tasa de penetración de los móviles en la India sea elevada, su empleo para las transacciones es bajo en relación con otros países en desarrollo, a causa de las diferencias de plataformas y de procedimientos adoptados por los bancos.⁸ Para facilitar la digitalización de la banca india, la National Payments Corporation of India está desarrollando una interface única de pagos basada en la tarjeta biométrica *Aadhaar*.

En el futuro, una mayor inclusión financiera deberá acompañarse también de una mayor alfabetización financiera y de la expansión de registros de crédito para evitar los riesgos asociados a un incremento del endeudamiento. La educación financiera de los nuevos clientes y de los agentes o corresponsales es particularmente importante, puesto que gran parte de ellos nunca habían tenido acceso a servicios financieros formales hasta la puesta en marcha del PMJDY. Finalmente, la utilización de las tarjetas biométricas *Aadhaar* podrá contribuir a generar y mantener nuevas bases de datos de créditos, lo que facilitará las estimaciones de potenciales pérdidas y la fijación del precio de los nuevos productos financieros.

Denis Nakagaki

Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

6. Véase la nota núm. 2.

7. Véase la nota núm. 5.

8. Véase «Report of the Technical Committee on Mobile Banking», Reserve Bank of India, febrero de 2014.

CaixaBank Research**PUBLICACIONES**

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO**Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research**

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK**¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?**

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS**Banking Union: made of concrete or straw?**

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO**ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO****COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS****CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD****El tiempo que llega. Once miradas desde España**

José Luis García Delgado (editor)

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

30 de junio de 2015

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

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

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 2015

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

