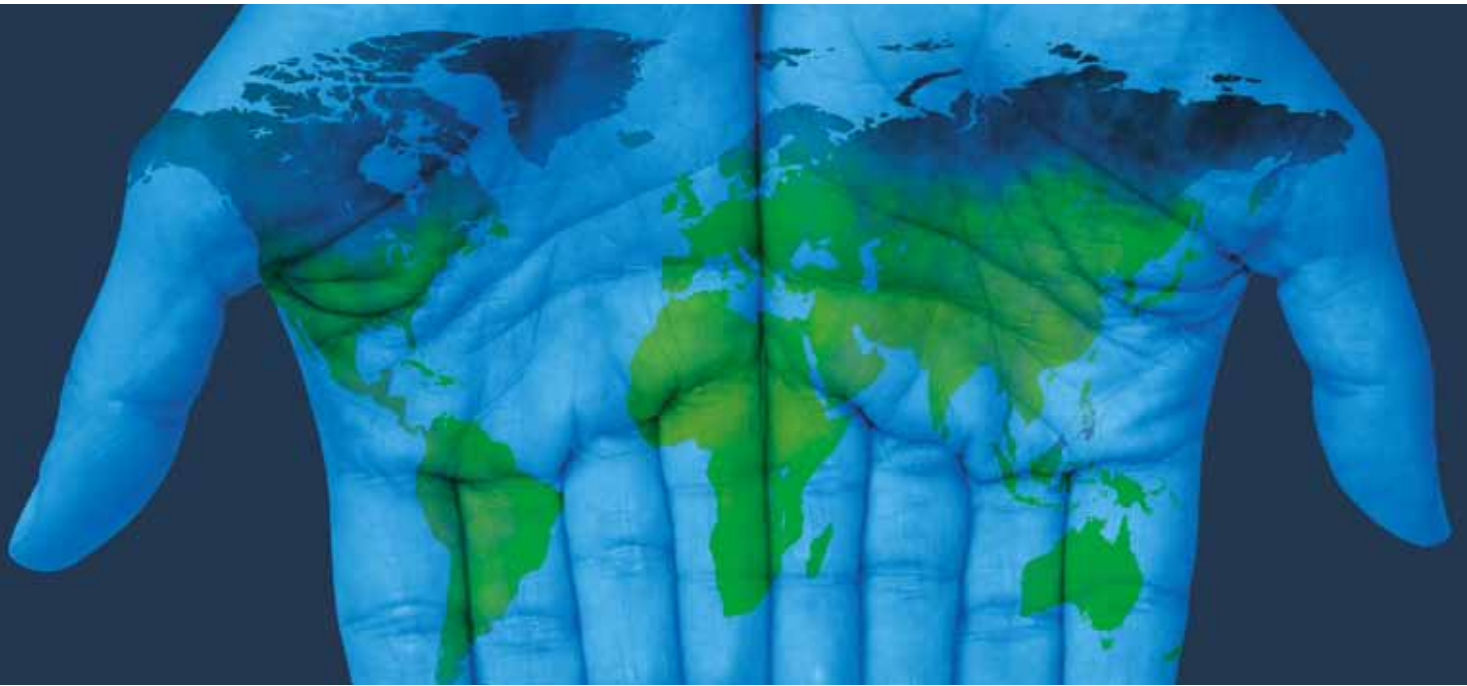


# IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 405 | OCTUBRE 2016



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Banco de Japón: en los límites de la política monetaria*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Clintonomics vs. Trumponomics*

### UNIÓN EUROPEA

*Continúa la saga de la banca italiana*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Mapeado geográfico de las exportaciones españolas*

## DOSSIER: INMIGRACIÓN: IMPACTO Y PERSPECTIVAS

---

*El fenómeno de la inmigración en los países avanzados: de la percepción a la realidad*

*El impacto económico de la inmigración*

*Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también integrarse*

*Fenómeno migratorio en España:  
¿de la inmigración a la emigración?*

**INFORME MENSUAL**

Octubre 2016

**CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

Subscripción a publicaciones impresas:

[publicaciones@caixabankresearch.info](mailto:publicaciones@caixabankresearch.info)

Fecha de cierre de esta edición:

30 de septiembre de 2016

**Enric Fernández**Director Corporativo de Planificación  
Estratégica y Estudios**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomía

**Avelino Hernández**

Director de Mercados Financieros

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Los retos del ahorro para la jubilación en un entorno  
de bajos tipos de interés*10 *Banco de Japón: en los límites de la política monetaria***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Clintonomics vs. Trumponomics*16 *La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados*22 *Continúa la saga de la banca italiana***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Tomando el pulso al mercado laboral*28 *Mapeado geográfico de las exportaciones españolas*29 *El ajuste fiscal en España: mirada retrospectiva y perspectivas***32 DOSSIER: INMIGRACIÓN: IMPACTO Y PERSPECTIVAS**32 *El fenómeno de la inmigración en los países avanzados:  
de la percepción a la realidad*

Àlex Ruiz

34 *El impacto económico de la inmigración*

Clàudia Canals

36 *Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también  
integrarse*

Josep Mestres Domènech

38 *Fenómeno migratorio en España: ¿de la inmigración  
a la emigración?*

Anna Campos

## El reto de la inmigración

La crisis de refugiados ha situado la inmigración en el centro de la agenda política europea. En los últimos eurobarómetros –las encuestas de opinión que lleva a cabo la Comisión Europea–, los ciudadanos sitúan la inmigración a la cabeza de su lista de preocupaciones, por encima del terrorismo y de la situación económica.

El drama humanitario que constituye la ola de refugiados –Europa recibe unas 100.000 solicitudes de asilo por mes– ha desencadenado amplias muestras de solidaridad pero también ha evidenciado serias dificultades en la coordinación de una respuesta efectiva por parte de la Unión Europea (UE). El refuerzo de las fronteras ha permitido reducir las llegadas de solicitantes de asilo a las puertas de Europa, sin embargo, más de un millón de personas continúan esperando una resolución a su solicitud y un destino para rehacer sus vidas. Algunos países, los más atractivos para los inmigrantes, han introducido controles temporales en sus fronteras con otros estados miembros de la UE. En noviembre está previsto que se revisen estas medidas, pero la presión política para mantenerlas será enorme.

Y es que, desafortunadamente, inmigración y amenaza terrorista contribuyen a crear un caldo de cultivo propicio para discursos populistas de cariz, más o menos abiertamente, xenófobo. Hace unos días, el Gobierno de Hungría organizó un referéndum en el que preguntaba «¿Quiere que la UE disponga, sin el consentimiento del parlamento húngaro, sobre el asentamiento de ciudadanos no húngaros en Hungría?». En el Reino Unido, las restricciones a la inmigración eran uno de los puntos principales de los partidarios del *brexit*. En EE. UU., Donald Trump propone la deportación masiva de inmigrantes ilegales y fuertes barreras a la inmigración. Se trata de discursos fáciles que apelan al miedo al terrorismo y a prejuicios sobre la inmigración derivados, como poco, de una visión parcial de la misma.

Los patrones demográficos aseguran que la inmigración seguirá siendo una cuestión central en Europa más allá de la actual crisis de refugiados. No en vano, Europa necesitará un flujo continuo de inmigrantes si desea paliar los efectos del envejecimiento de la población. Por otra parte, al otro lado de nuestras fronteras están África y Oriente Medio, regiones mucho más pobres y en las que el crecimiento de la población en edad de trabajar y emigrar (entre 15 y 44 años) va a ser el más alto del mundo en las próximas décadas. Por todo ello, resulta esencial mantener un debate sereno en el seno de la UE para trazar una estrategia que permita gestionar una realidad que está aquí para quedarse. Dicho debate, además de tener en cuenta los beneficios que aporta una inmigración ordenada, deberá explorar en profundidad las susceptibilidades que la inmigración genera entre la población autóctona.

En ese sentido, el Dossier de este *Informe Mensual* contrasta algunas de las percepciones y de los prejuicios en torno al fenómeno migratorio. Por ejemplo, se constata que los ciudadanos tienden a sobreestimar, por mucho, el peso de la población inmigrante en sus sociedades. También tienden a creer que los inmigrantes tienen un efecto negativo sobre las condiciones laborales de los trabajadores nativos, tanto en salarios como en tasas de empleo. La evidencia empírica, sin embargo, no apoya esta conjetura de forma concluyente y sí que confirma, en cambio, que la inmigración favorece la incorporación de la mujer al mercado laboral. Los estudios disponibles también desmienten que la inmigración suponga un coste neto para el erario público: lo que aportan los inmigrantes pagando impuestos tiende a compensar los beneficios que reciben.

Uno de los artículos del Dossier incide en el que seguramente es el aspecto más importante de las políticas de inmigración: las estrategias para la integración de los inmigrantes en el mercado laboral y, en definitiva, en la sociedad que los acoge. Sin duda, una correcta integración es fundamental no solo para una buena convivencia sino para la misma sostenibilidad, social y política, de los flujos migratorios.

**Enric Fernández**  
Economista jefe  
30 de septiembre de 2016

## CRONOLOGÍA

### SEPTIEMBRE 2016

- 21 El Banco de Japón reajusta los instrumentos de política monetaria ultraexpansiva con la finalidad de conseguir una curva de tipos con más pendiente.

### AGOSTO 2016

- 4 El Banco de Inglaterra recorta el tipo oficial hasta el 0,25% y sorprende con más medidas expansivas de lo esperado.

### JULIO 2016

- 11 El primer ministro japonés, Shinzo Abe, aprueba un nuevo paquete de estímulo fiscal.
- 27 El Consejo Europeo anula las multas a España y Portugal por no haber tomado medidas eficaces para corregir su déficit excesivo y fija nuevas sendas presupuestarias.
- 29 Se publican los resultados del test de estrés de la EBA.

### JUNIO 2016

- 23 Reino Unido vota salir de la UE y se desencadenan fuertes turbulencias en los mercados internacionales.
- 26 Se celebran elecciones generales anticipadas en España.
- 29 El BCE restituye la elegibilidad de la deuda pública griega como garantía en las operaciones regulares de financiación del banco central y reconoce el compromiso del Gobierno heleno por aplicar las medidas de ajuste acordadas.

### MAYO 2016

- 11 El Senado de Brasil cesa de forma temporal a la presidenta Dilma Rousseff, lo que ha intensificado la inestabilidad política del país.
- 18 La Comisión Europea propone unos nuevos objetivos de déficit público a España, cuya aprobación se pospone a julio junto con la decisión sobre la multa por el incumplimiento del déficit en 2015.
- 24 El Eurogrupo aprueba la primera revisión del programa de ayuda financiera a Grecia y el desembolso del segundo tramo (10.300 millones de euros). También acuerda que se alargarán los vencimientos y que se aplazará el pago de intereses de la deuda pública, pero sin concretar detalles.

## AGENDA

### OCTUBRE 2016

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 7 Índice de producción industrial (agosto).
- 14 Cuentas financieras (2T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (agosto).
- 20 Comercio exterior (agosto).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 20-21 Consejo Europeo.
- 25 Ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
- 27 Encuesta de población activa (3T).
- 28 Avance IPC (octubre).  
Avance PIB (3T).  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (octubre).  
PIB de EE. UU. (3T).
- 31 Balanza de pagos (agosto).  
PIB de la eurozona (3T).

### NOVIEMBRE 2016

- 1-2 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 7 Índice de producción industrial (septiembre).
- 13 PIB de Japón (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (septiembre).
- 21 Comercio exterior (septiembre).
- 24 Contabilidad nacional trimestral (3T).
- 29 Avance IPC (noviembre).  
Ejecución presupuestaria del Estado (octubre).  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (septiembre).

## Los bancos centrales vuelven a centrar la atención

**Los bancos centrales marcan la agenda y condicionan el sentimiento financiero.** Tras una pausa vacacional relativamente tranquila, los mercados financieros vivieron con cierta inquietud la acumulación de reuniones de los bancos centrales en septiembre (BCE, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Fed, en orden cronológico). La comunicación un tanto confusa de la Fed no permitía descartar completamente un aumento del tipo de referencia ya en septiembre y se esperaba un paso más del BCE y del Banco de Japón en la senda de relajación monetaria. En este contexto, la volatilidad rebrotó y se produjeron ventas de activos de riesgo, en particular en los países emergentes. A medida que se iban produciendo las reuniones, se constataba que se saldaban sin excesivos cambios en la política monetaria: el BCE se daba tiempo antes de tomar nuevas decisiones, el Banco de Japón se centraba en aliviar la presión financiera en los bancos y la Fed preparaba con mayor claridad la subida del tipo de referencia para finales de año. Como resultado, en el tramo final de septiembre, la volatilidad remitió y los activos de riesgo recuperaron posiciones. Al cierre del mes, en la mayoría de bolsas avanzadas los niveles eran similares a los registrados a principios de septiembre, mientras que las emergentes incluso avanzaban algo. Esta atención a los bancos centrales se ha debido, en parte, a que los datos estrictamente macroeconómicos han tendido a moverse en coordenadas similares a los de meses anteriores.

**El año 2016 va camino de situarse en ritmos de crecimiento similares a los de 2015.** A medida que transcurre el año, se constata que el ritmo de actividad global será similar al registrado en 2015. Con todo, hay que reconocer que la composición del crecimiento será algo distinta a lo esperado: EE. UU. va a experimentar una evolución algo más débil de lo previsto (crecerá 2 décimas menos de lo previsto en 2016), pero, a cambio, la eurozona y Japón crecerán levemente más de lo esperado (1 décima más en cada caso). Por su parte, el grupo de emergentes tiende a ir recuperando posiciones, si bien las economías exportadoras de materias primas se ven penalizadas por un escenario de precios más adverso de lo inicialmente considerado (y, en algunos casos, *shocks* de incertidumbre de carácter político). Es precisamente este contexto el que explica que, tras varios intentos infructuosos, la OPEP haya conseguido plantear un ajuste de producción que parece creíble. Tras el anuncio, el precio del petróleo de calidad Brent pasó de los 46 a los 49 dólares. Este repunte refuerza el escenario de CaixaBank Research de recuperación de las cotizaciones del oro negro en lo que resta del año. Con todo, las elevadas existencias, la resistencia de la oferta no convencional de petróleo (*shale*) y el menor crecimiento de la demanda esperada sugieren que, a medio plazo, la velocidad a la que se recuperarán los precios será más lenta de lo previsto.

**Igual crecimiento en EE. UU. y la eurozona en el conjunto de 2016.** Tras un primer semestre de 2016 débil, se preveía que EE. UU. acelerase sensiblemente su ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año. Este escenario sigue manteniéndose, pero, con los datos del 3T en la mano, cabe reconocer que la expansión será algo más contenida de lo esperado: el año se cerrará con un avance del PIB del 1,5%, frente al 1,7% anteriormente manejado. Con todo, la robustez del mercado de trabajo y las expectativas de avance de la inflación reiteran que la economía necesita una pronta normalización monetaria, endurecimiento que, como se comentaba anteriormente, se dará a finales de 2016. La eurozona, por su parte, sigue transitando por una senda de expansión moderada, con un crecimiento previsto idéntico al norteamericano (1,5%). Con todo, los diferentes ritmos de expansión a medio plazo a ambos lados del Atlántico se constatan cuando el escenario avanza en el tiempo: en 2017, EE. UU. acelerará hasta el 2,1%, mientras que la economía de la moneda única cederá algo en su ritmo expansivo (hasta el 1,3%).

**La economía española mantiene el (fuerte) ritmo.** Los indicadores de actividad de alta frecuencia apuntan a que el 3T de 2016 se habrá cerrado con la actividad creciendo a un ritmo notable: según el modelo de previsión de CaixaBank Research, el avance intertrimestral del PIB será del 0,8%, un incremento similar al de trimestres anteriores. Esta evolución confirma la previsión de crecimiento de 2016 (3,1%). El tramo final del ejercicio será, no obstante, levemente menos dinámico, y será la antesala de un 2017 relativamente más contenido (2,4%). El patrón de crecimiento que se espera para los próximos meses reitera que los puntales del ciclo se mantienen prácticamente inalterados: por el lado de la oferta, los servicios siguen liderando la expansión, y por el de la demanda, el consumo privado y la inversión. No obstante, se espera que en los próximos trimestres acabe de cristalizar una mayor contribución del sector exterior, un desarrollo favorable en términos de sostenibilidad del crecimiento. En este contexto positivo, el ajuste de las cuentas públicas sigue siendo la asignatura pendiente. Aunque la evolución hasta la fecha no es buena (en julio, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas era el mismo que un año antes), es cierto que las medidas correctoras anunciadas por el Gobierno deberían permitir compensar esta desviación. Pero salvar 2016 no aleja las dudas sobre la capacidad de cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo, un foco de incertidumbre que hace a la economía española más vulnerable ante eventuales cambios de sentimiento inversor internacional. Esta es una debilidad que debería corregirse lo más rápidamente posible, y más si se tiene en cuenta que la favorable posición cíclica de nuestra economía lo será algo menos en un futuro próximo.

## PREVISIONES

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

### Economía internacional

	2014	2015	2016	2017	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>										
<b>Mundial</b>	3,4	3,2	3,1	3,5	3,0	3,1	3,1	3,1	3,4	3,5
<b>Países desarrollados</b>	1,9	2,1	1,5	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7
Estados Unidos	2,4	2,6	1,5	2,1	1,6	1,3	1,5	1,9	2,1	2,2
Eurozona	1,1	1,9	1,5	1,3	1,7	1,6	1,4	1,2	1,0	1,1
Alemania	1,6	1,5	1,8	1,4	1,8	1,7	1,8	1,7	1,3	1,3
Francia	0,7	1,2	1,3	1,0	1,4	1,3	1,2	1,1	0,7	1,1
Italia	-0,3	0,6	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
España	1,4	3,2	3,1	2,4	3,4	3,2	3,1	2,9	2,7	2,4
Japón	-0,1	0,6	0,6	1,0	0,1	0,8	0,5	1,1	0,9	1,0
Reino Unido	3,1	2,2	1,7	0,5	1,9	2,1	1,8	1,0	0,6	0,1
<b>Países emergentes</b>	4,6	4,0	4,2	4,7	4,1	4,2	4,2	4,3	4,7	4,7
China	7,3	6,9	6,6	6,3	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5
India <sup>1</sup>	7,2	7,6	7,4	7,6	7,9	7,1	7,4	7,4	7,5	7,6
Indonesia	5,0	4,8	5,1	5,4	4,9	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4
Brasil	0,1	-3,8	-3,3	1,1	-5,4	-3,8	-2,7	-1,3	0,5	1,2
México	2,2	2,5	2,5	2,6	2,4	2,5	2,5	2,6	2,4	2,4
Chile	1,9	2,3	1,7	2,0	2,2	1,5	1,7	1,5	1,8	1,9
Rusia	0,7	-3,7	-0,8	1,3	-1,2	-0,6	-0,7	-0,6	1,0	1,3
Turquía	3,1	3,9	3,2	2,9	4,7	3,1	2,7	2,4	2,2	2,7
Polonia	3,3	3,6	3,3	3,5	2,6	3,1	3,7	3,7	3,6	3,6
Sudáfrica	1,7	1,2	0,5	1,3	-0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2
<b>INFLACIÓN</b>										
<b>Mundial</b>	3,2	2,8	2,8	3,3	2,9	2,8	2,7	2,9	3,2	3,3
<b>Países desarrollados</b>	1,4	0,3	0,7	1,7	0,6	0,6	0,7	1,0	1,6	1,6
Estados Unidos	1,6	0,1	1,2	2,1	1,1	1,1	1,1	1,5	2,1	2,0
Eurozona	0,4	0,0	0,2	1,4	0,0	-0,1	0,3	0,7	1,3	1,4
Alemania	0,8	0,1	0,3	1,5	0,1	0,0	0,4	0,7	1,4	1,5
Francia	0,6	0,1	0,3	1,4	0,0	0,1	0,4	0,7	1,3	1,4
Italia	0,2	0,1	0,0	1,2	0,0	-0,3	0,0	0,4	1,1	1,2
España	-0,1	-0,5	-0,3	1,7	-0,7	-0,9	-0,1	0,7	1,9	1,8
Japón	2,8	0,8	-0,2	0,8	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,7	0,6
Reino Unido	1,5	0,0	0,6	2,1	0,3	0,4	0,7	1,2	1,9	2,0
<b>Países emergentes</b>	4,7	4,7	4,4	4,4	4,6	4,5	4,3	4,3	4,4	4,5
China	2,0	1,4	1,9	2,0	2,1	2,1	1,5	2,0	1,5	2,0
India	6,6	4,9	5,4	5,4	5,3	5,7	5,4	5,1	6,4	5,7
Indonesia	6,4	6,4	3,7	4,3	4,3	3,5	3,4	3,8	3,6	4,8
Brasil	6,3	9,0	8,8	6,5	10,2	9,2	8,6	7,3	6,7	6,5
México	4,0	2,7	2,9	3,2	2,7	2,6	2,8	3,4	3,3	3,2
Chile	4,4	4,3	4,0	3,2	4,6	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1
Rusia	7,8	15,5	7,2	5,7	8,3	7,3	6,8	6,3	5,7	5,8
Turquía	8,9	7,7	7,5	6,3	8,6	6,9	7,7	6,8	6,5	6,3
Polonia	0,2	-0,9	-0,6	1,7	-1,1	-1,1	-0,6	0,4	1,3	1,5
Sudáfrica	6,1	4,6	6,5	6,1	6,5	6,2	6,1	7,1	6,4	5,8

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones



## Economía española

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

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>										
<b>Dólar</b>										
Fed funds	0,25	0,26	0,52	1,06	0,50	0,50	0,50	0,58	0,83	1,00
Líbor 3 meses	0,23	0,32	0,74	1,39	0,62	0,64	0,79	0,92	1,08	1,29
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,38	1,98	1,17	1,25	1,46	1,63	1,76	1,91
Deuda pública a 2 años	0,44	0,67	0,82	1,63	0,85	0,77	0,72	0,95	1,22	1,49
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	1,75	2,38	1,92	1,75	1,56	1,78	2,02	2,26
<b>Euro</b>										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	0,21	-0,02	-0,26	-0,21	-0,19	-0,26	-0,30	-0,29	-0,27	-0,24
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	-0,03	0,05	0,01	-0,02	-0,05	-0,05	-0,03	0,01
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,54	-0,24	-0,46	-0,52	-0,64	-0,54	-0,43	-0,34
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,09	0,71	0,30	0,12	-0,11	0,06	0,24	0,51
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>										
\$/€	1,33	1,11	1,11	1,06	1,10	1,13	1,12	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,40	134,33	118,60	114,77	127,05	121,91	114,26	111,17	111,29	113,42
£/€	0,81	0,73	0,82	0,83	0,77	0,79	0,85	0,85	0,85	0,84
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	45,74	59,32	35,72	47,35	47,43	52,46	56,17	58,57
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,13	55,82	32,38	41,94	42,52	47,67	52,49	55,25

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Acumulado de cuatro trimestres. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

Previsiones

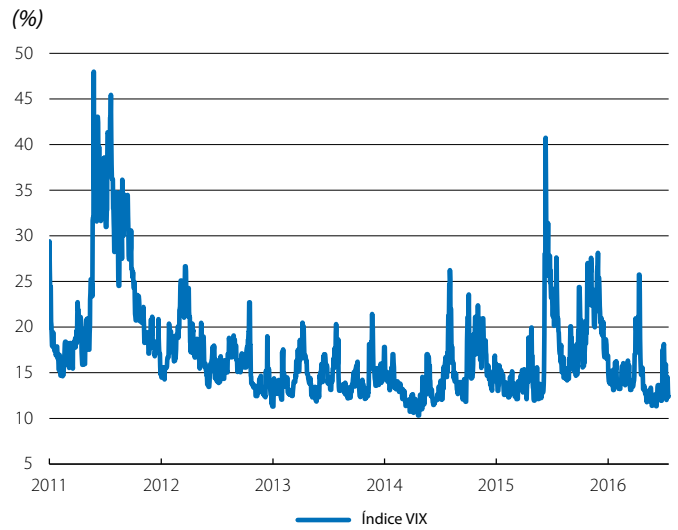
## COYUNTURA · Los bancos centrales interrumpen la calma en los mercados

Tras un periodo vacacional tranquilo, el mes de septiembre estuvo marcado por un rebrote de nerviosismo en los mercados internacionales. Las dudas sobre las actuaciones de los bancos centrales de los países desarrollados fue el principal detonante de este repunte de volatilidad. En particular, las bolsas internacionales evolucionaron al compás de los discursos de varios miembros de la Reserva Federal (Fed), que se multiplicaron al acercarse la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). Estas declaraciones, que en su mayoría apuntaban a un endurecimiento de la posición de la Fed ante la fortaleza de la economía estadounidense, alimentaron el sentimiento de aversión al riesgo. Ello se tradujo en ventas de activos, sobre todo en las bolsas emergentes, que sufrieron caídas pronunciadas. Sin embargo, este repunte de nerviosismo está siendo contenido y limitado principalmente al mercado de renta variable. Tomando un poco de perspectiva, este episodio se presenta menos virulento que otros del pasado reciente como, por ejemplo, al inicio de este año por los problemas de China o tras el voto a favor del *brexit* a finales de junio.

Las perspectivas de inversión permanecen frágiles ante los varios focos de inestabilidad potencial que se vislumbran en el horizonte. A corto y medio plazo, existen varios elementos que podrían generar nuevos episodios de volatilidad. En el plano político, la agenda está plagada de citas electorales importantes, como por ejemplo el referéndum sobre la reforma constitucional que se celebrará el 4 de diciembre en Italia o la repetición de las elecciones presidenciales en Austria. Pero, en los próximos meses, serán sin duda las elecciones presidenciales estadounidenses las que monopolizarán la atención de los inversores. Las vicisitudes que deparen pueden originar episodios de turbulencia, en especial si la probabilidad de que se produzca una sorpresa electoral aumenta. Finalmente, la reacción a la próxima subida de tipos de interés en EE. UU. será también crucial para el comportamiento de los activos financieros en los próximos meses, aunque el tono cauteloso de la Fed contribuirá seguramente a suavizar los efectos negativos de esta normalización.

El Banco Central Europeo (BCE) abrió el baile de los bancos centrales con pocas novedades. El Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria de la eurozona, que se reunió al inicio del mes de septiembre, decidió no introducir cambios ni ajustes en los parámetros de su política monetaria. Tras destacar la efectividad de las medidas adoptadas hasta la fecha y la resiliencia de la economía de la eurozona, en particular después del *brexit*, el presidente del BCE dejó un mensaje claro: no se contemplan estímulos adicionales, «por el momento». Draghi se mostró confiado en que el BCE cumpla con su objetivo de inflación, aunque a un ritmo algo más lento de lo pre-

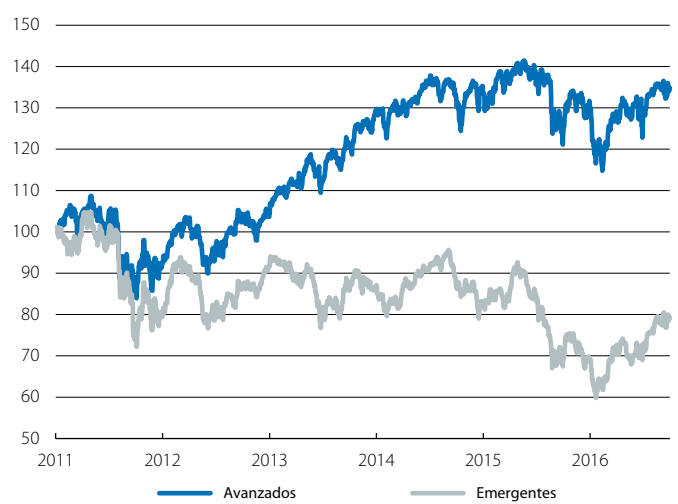
### Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.



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

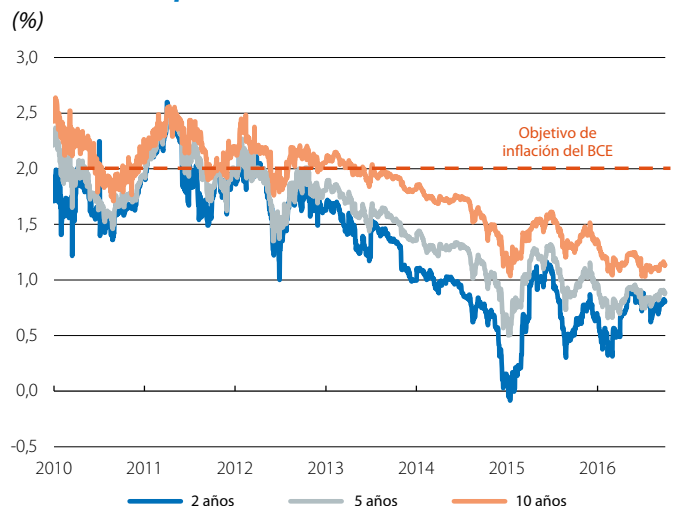
### Bolsas internacionales por geografía

Índice (100 = enero 2011)



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

### Eurozona: expectativas de inflación \*



Nota: \* Swaps de inflación.

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



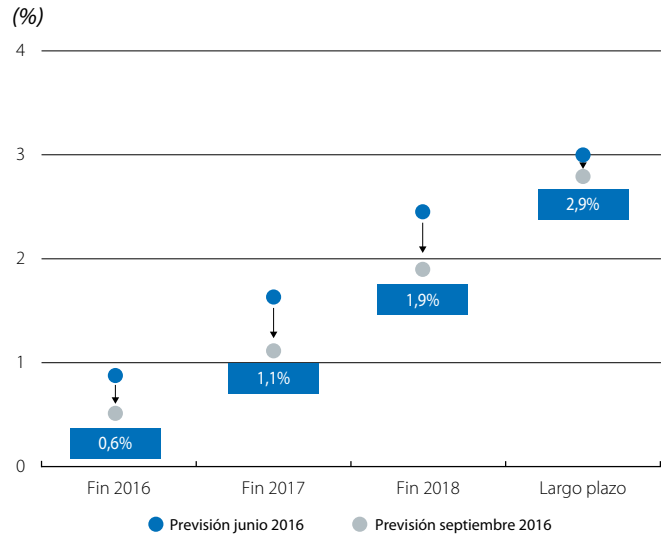
visto hace unos meses. Los inversores, que esperaban medidas adicionales como la extensión del programa de compra de activos (QE) más allá de marzo de 2017 o la ampliación de los bonos elegibles, mostraron una decepción contenida, que se materializó en caídas ligeras en las principales bolsas europeas y un repunte transitorio de la rentabilidad de los bonos soberanos.

**En el continente asiático, el Banco de Japón (BoJ) modificó los instrumentos de su política ultraexpansiva para no penalizar al sector financiero.** En una reunión muy esperada, el BoJ decidió mantener su principal tipo de interés inalterado en el -0,1%, pero anunció la adopción de una política de «control de la curva de tipos de interés». En concreto, este nuevo enfoque procura mantener la tasa de rentabilidad del bono soberano japonés a 10 años en el 0%, un nivel que parece bajo pero que es superior al que se ha observado a lo largo de los últimos meses. Con la introducción de este nuevo instrumento, el banco central nipón quiere poner un suelo a la tasa de rentabilidad de los bonos a largo plazo. La justificación de este cambio reside en el intento de mitigar los efectos adversos de un entorno de tipos muy bajos sobre la rentabilidad de los bancos y la estabilidad del sistema financiero. Pese a estas nuevas medidas, la rentabilidad del bono soberano japonés a 10 años descendió levemente (hasta -0,07%), lo que ilustra el escepticismo de los mercados financieros ante las acciones del banco central nipón (véase el Focus «Banco de Japón: en los límites de la política monetaria» de este mismo Informe Mensual).

**Por último, y no por ello menos importante, la Fed decidió mantener el tipo oficial sin cambios pero abrió claramente la puerta a una subida en diciembre.** El banco central optó por esperar y cerciorarse de que la inflación se encamina hacia el objetivo del 2%, si bien comentó que las condiciones para efectuar una subida de tipos «se han reforzado». Los mensajes que ha dado a conocer la Fed en su última reunión reiteran sus intenciones de llevar a cabo una normalización extremadamente gradual. En concreto, la autoridad monetaria estadounidense ha señalado su intención de suavizar el ritmo de normalización de su política monetaria al revisar a la baja sus proyecciones para el tipo oficial. Así, los miembros del FOMC contemplan ahora dos subidas en 2017, mientras que las proyecciones publicadas en junio contemplan tres subidas en dicho ejercicio.

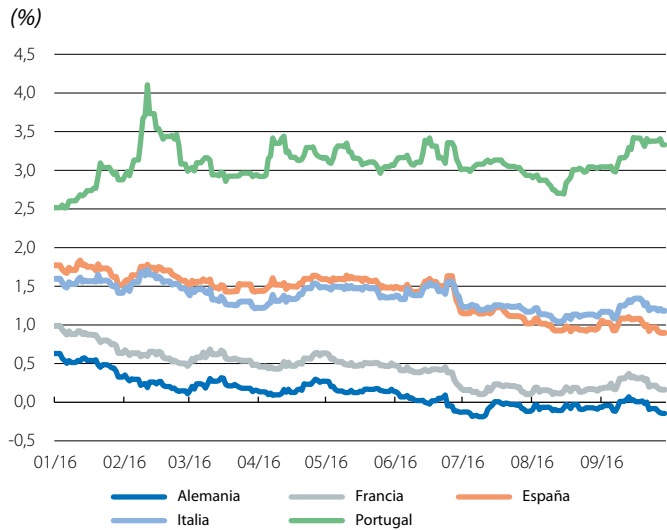
**En el mercado europeo de renta fija, el entorno de rentabilidades muy bajas se prolonga a la espera de mayor concreción del BCE.** En las últimas semanas, las rentabilidades de la deuda pública de la eurozona han dado muestras de estabilización tras el episodio bajista *posbexit*, aunque permanecen en niveles muy bajos. Los factores que apoyan esta dinámica, como la política ultraacomodatícia del BCE (continuidad del QE y *forward guidance*) o las expectativas de inflación y de crecimiento muy modestas, siguen plenamente operativos y no deberían experimentar cambios significativos a corto plazo. No obstante, los tipos a largo plazo son susceptibles de repuntar si

**EE. UU.: nivel apropiado del tipo de interés oficial según los miembros de la Fed**



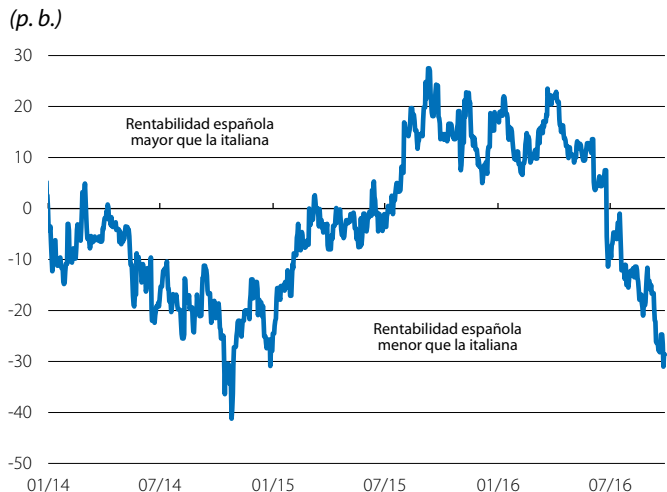
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

**Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años**



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

**España e Italia: diferencial de la rentabilidad de la deuda pública a 10 años**



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

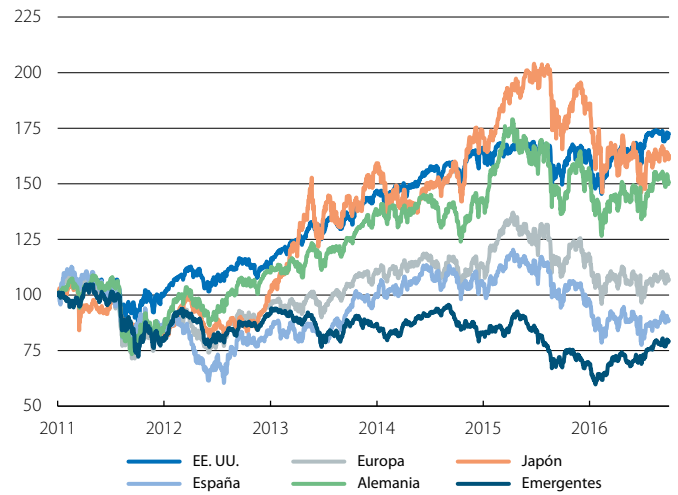
el BCE decide introducir ajustes en el QE para mitigar la escasez de bonos elegibles, o si los inversores anticipasen una menor disposición o capacidad del banco central para incrementar el alcance de sus medidas expansivas. En la periferia, la deuda sigue amparada por la red de seguridad del BCE, pero muestra una mayor vulnerabilidad a cambios en las condiciones del entorno exterior. Los focos de incertidumbre internos de Portugal e Italia (incertidumbre política y dudas sobre el sector bancario) han favorecido la mejor evolución relativa de la deuda española frente al resto de la periferia. Finalmente, al otro lado del Atlántico, los tipos de la deuda soberana estadounidense han mostrado una evolución poco definida y carente de pulso para iniciar avances sostenidos.

**Las bolsas emergentes luchan para mantener un tono constructivo y el sector bancario sigue penalizando a las bolsas europeas.** Las bolsas emergentes fueron las más castigadas por las dudas que volvieron a surgir antes de las reuniones de los bancos centrales y, en particular, de la Fed. Sin embargo, tras conocerse las conclusiones prudentes de la reunión del banco central estadounidense, reanudaron su senda alcista. Esta pauta optimista podría tener continuidad, por lo menos a corto plazo, gracias al apoyo de la «búsqueda de rentabilidad» en un contexto de valoraciones elevadas de los activos del bloque avanzado, y la ligera mejora del panorama macroeconómico emergente. Con todo, y probablemente a más largo plazo, los riesgos que rodean el entorno inversor emergente permanecen sesgados a la baja, sobre todo en el caso de que la Fed tenga que endurecer su normalización ante la aparición de presiones inflacionistas, un escenario que el mercado contempla como poco probable a día de hoy. En el bloque avanzado, la bolsa europea sigue mostrando un tono débil a causa, una vez más, del flojo comportamiento del sector bancario. Pero este mes, la principal fuente de preocupación se ha desplazado desde los bancos de la periferia hacia a Alemania, por las inquietudes sobre algunas entidades con notable riesgo sistémico. Más allá de los casos particulares, las debilidades más profundas del sector, cuya rentabilidad está afectada por el prolongado entorno de tipos muy bajos, seguirán condicionando las bolsas europeas.

**El precio del petróleo se mueve en un rango horizontal y no logra superar de manera sostenida la barrera de los 50 dólares por barril.** Pese al inesperado principio de acuerdo entre los países de la OPEP alcanzado a finales de septiembre en Argelia para limitar la producción, que provocó un fuerte repunte del precio del crudo, el barril de Brent se mantiene en el intervalo de los 45-50 dólares que se observa desde finales de abril. Sin embargo, los precios por encima de los 50 dólares deberían materializarse con el ajuste de producción que podría finalmente concretarse en la reunión oficial de la OPEP de noviembre. Con todo, el exceso de oferta tardará en reducirse dado el aumento de la producción de petróleo no convencional (*shale*), lo que seguirá limitando el recorrido alcista de los precios. En cualquier caso, el mercado del crudo no debería librarse rápidamente ni fácilmente de la elevada volatilidad que hemos ido observando en los últimos meses.

**Principales bolsas internacionales**

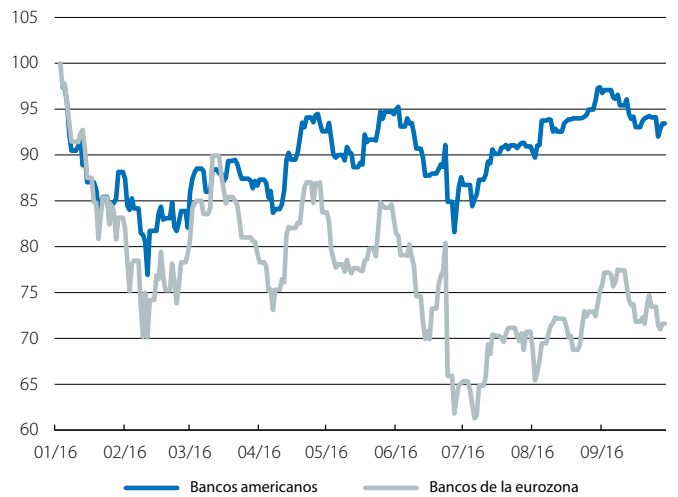
Índice (100 = enero 2011)



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

**Sector bancario: EE. UU. y eurozona**

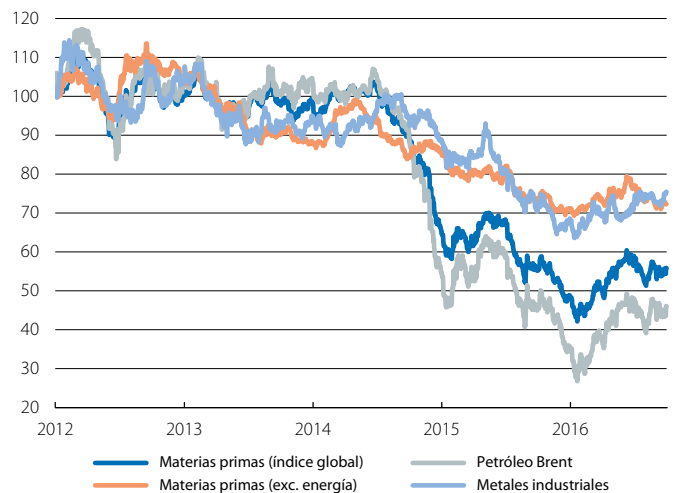
Índice (100 = enero 2016)



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

**Materias primas**

Índice (100 = enero 2012)



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

## FOCUS · Los retos del ahorro para la jubilación en un entorno de bajos tipos de interés

El bajísimo nivel de los tipos de interés es el rasgo más característico del entorno financiero de los últimos años. El análisis de las causas y consecuencias de dicho fenómeno resulta complejo y multifacético. Entre los sectores más directamente implicados, destaca el de los productos de ahorro a largo plazo, que cubren contingencias como la jubilación, la invalidez o el fallecimiento. Una temporada de tipos inesperadamente bajos supone, tanto para los ahorradores como para las instituciones financieras que proveen dichos productos, un desafío muy importante.

Existen dos grandes familias en el amplio catálogo de productos de pensiones y seguros a largo plazo. Por un lado, los de aportación definida (AD): aquellos en los que el ahorrador (y, en su caso, el promotor) define las aportaciones a realizar y el capital o las prestaciones a cobrar cuando se llegue a la jubilación (o se produzca otra contingencia prevista para dar derecho a cobro) son una función de la rentabilidad obtenida en el periodo por dichas aportaciones. Por otro lado, los productos de prestación definida (PD) son aquellos en los que, de antemano, se establece la prestación que recibirá el ahorrador (o beneficiario), mientras que las aportaciones quedan fijadas mediante una fórmula actuarial. El proveedor del producto (gestora de fondos de pensiones, compañía de seguros, etc.) garantiza al ahorrador la prestación comprometida, es decir, una rentabilidad determinada.

En buena parte de Europa, y concretamente en España, los productos AD constituyen la modalidad más extendida. En ellos, el ahorrador es quien asume el impacto de que el rendimiento obtenido acabe siendo mayor o menor de lo esperado. Por consiguiente, el desplome de las tasas internas de rentabilidad (TIR) de los bonos soberanos no supone una buena noticia para los ahorradores: si desean mantener el mismo poder adquisitivo en la jubilación, tendrán que ahorrar más y/o reorientarse hacia clases de activo con mayor rentabilidad esperada (tales como los bonos corporativos y las acciones), confiando que el mayor riesgo inherente no se materialice llegada la jubilación. Los intermediarios financieros que gestionan y comercializan estos productos tienen al respecto un difícil reto: afinar en el asesoramiento a los clientes y en la gestión de las carteras de los fondos de pensiones, para acercarse lo máximo posible a los objetivos de los clientes pero sin incurrir en riesgos indebidos.

Los productos PD tienen gran implantación en EE. UU. y algunos países europeos como el Reino Unido. Cabe destacar los fondos de pensiones ocupacionales, mediante los cuales las empresas garantizan una renta a sus trabajadores en la jubilación. En este tipo de productos, el pro-

veedor (empresa, ente público, entidad financiera, etc.) es quien asume el impacto de que el rendimiento obtenido acabe siendo mayor o menor de lo esperado. Por desgracia, dicho impacto está adquiriendo cotas preocupantes en algunos sectores y jurisdicciones. Una manera de ilustrarlo es calculando el grado de cobertura, que no es más que el cociente entre el valor de mercado de los activos del fondo de pensiones y el valor presente de los compromisos de pago futuros. El fuerte descenso de los tipos de interés ha disparado el valor presente de los pasivos, de modo que, por ejemplo, se estima que el grado de cobertura apenas alcanza el 50% en los fondos promovidos por entes municipales y estatales en EE. UU. La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), regulador en Europa, ha calculado que los fondos de pensiones ocupacionales PD muestran una situación razonablemente saneada (grado de cobertura algo por encima del 100%), con la notable excepción del Reino Unido (80%). No obstante, el grado de cobertura podría disminuir si los tipos de interés bajos se prolongaran muchos años y los promotores de dichos fondos hicieran uso de ciertas cláusulas que les permitieran limitar sus contribuciones o revisar las prestaciones a la baja.

Este complejo panorama de los productos PD está espolcando movimientos importantes en el sector. Se observa, especialmente en EE. UU., que los fondos ocupacionales solicitan a las empresas mayores contribuciones, lo que podría presionar a la baja los salarios y/o mermar los beneficios, y, en última instancia, la inversión. También se aprecia que los fondos tienden a rebajar su exposición a los bonos (que tradicionalmente han sido el núcleo de sus carteras) en beneficio de la renta variable y activos alternativos como *hedge funds* y *private equity*. Pero, posiblemente, lo más destacado es la tendencia general, para distintos países y grupos de promotores, a abandonar los productos PD y priorizar los de tipología AD. Esto no resuelve el desafío de ahorrar para la jubilación en un mundo de tipos de interés bajos, simplemente traslada la esfera de responsabilidad al ahorrador. En este contexto, poder contar con un buen asesoramiento y una buena gestión de la cartera de ahorro para la jubilación es absolutamente clave. Y comenzar a planificar con suficiente antelación, imprescindible.

## FOCUS · Banco de Japón: en los límites de la política monetaria

Si hay un banco central que destaque por la contundencia y heterodoxia de sus políticas, ese es el Banco de Japón (BoJ). No sorprende, por tanto, la gran expectación que suscitó el anuncio, realizado a finales de julio, de que la institución iba a revisar a fondo su estrategia. El proceso ha culminado en septiembre con la adopción de unos cambios más importantes por lo que no son que por lo que son.

Con el objetivo de poner fin a dos décadas de deflación, en la primavera de 2013, el BoJ puso en marcha un ambicioso programa de compra de activos financieros (*quantitative and qualitative easing*, QQE) que, además de bonos públicos y corporativos, incluye activos de renta variable e inmobiliarios. Desde entonces, la autoridad monetaria había realizado dos grandes ajustes al programa inicial. El primero, en octubre de 2014, elevó agresivamente el importe anual de las compras (QQE II). El segundo, en enero de 2016, supuso la adopción de los tipos de interés negativos sobre las reservas bancarias. Sin embargo, puede decirse que estas sucesivas apuestas han resultado infructuosas. El registro más reciente de la inflación general se sitúa en el -0,5% interanual, muy lejos del objetivo del +2%. De forma similar, la inflación subyacente también ha dado muestras de renovada debilidad en los últimos meses, y se mantiene en el +0,2%. Por su parte, las expectativas de inflación (tanto las basadas en encuestas a consumidores y analistas como las implícitas en la cotización de instrumentos financieros) tampoco muestran la evolución deseable, sino que se sitúan alrededor del 0%.

Para hacer frente a este panorama tan poco alentador, el BoJ ha reajustado, por tercera vez, el rumbo del QQE. En concreto, se introducirán dos modificaciones. La primera, y más relevante, reorienta el centro de gravedad de la estrategia monetaria hacia el control del perfil de la curva de tipos de interés. De hecho, el organismo ha explicitado un nivel «objetivo» para la *yield* del bono soberano a 10 años, situado alrededor del 0%. Para articular este control sobre el mercado de bonos, se establece un objetivo de expansión de la base monetaria flexible, en sustitución del objetivo fijo previo de 80 billones de yenes al año. Además, también se ha eliminado el objetivo de vencimiento medio de la cartera de bonos (que estaba en 7-12 años). El segundo ajuste está relacionado con el refuerzo del objetivo de inflación: el BoJ se compromete a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación exceda el 2% de forma sostenida en el tiempo.

Las implicaciones de estos cambios sobre los mercados financieros no son triviales. Por un lado, el control explícito de la curva de deuda permitirá al BoJ incidir sobre la misma según las necesidades de cada momento. De entrada, ello supone que se incremente *de facto* la presión compradora sobre los tramos cortos de la curva (dado que

la *yield* del bono a 10 años ya se encuentra actualmente en línea con el objetivo establecido). El incremento de la pendiente de la curva ayudará a mitigar los efectos perniciosos asociados a las políticas ultraexpansivas sobre los márgenes de las entidades financieras. Por otro lado, el mensaje de que el BoJ tolerará una inflación por encima del 2% trata, en última instancia, de elevar las expectativas de inflación de los agentes y reducir, de ese modo, los tipos de interés reales.

Sin embargo, existen dudas razonables en torno al éxito de esta «tercera revisión» del QQE a la hora de relanzar la inflación del país. En particular, el objetivo de elevar las expectativas de inflación se antoja particularmente complejo y precisará, más que nunca, de mayores dosis de credibilidad por parte del BoJ. Asimismo, una contribución más decidida desde otros ámbitos de la política económica facilitaría la tarea. De hecho, los mercados financieros han acogido con escepticismo los cambios anunciados. La *yield* del bono nipón a 10 años ha descendido levemente (hasta el -0,07%), el yen se ha apreciado cerca de un 1% frente al dólar y las expectativas de inflación a largo plazo no se han movido.

De alguna forma, este episodio está dejando al descubierto los límites de las políticas monetarias heterodoxas ultraexpansivas. Sus rendimientos son claramente decrecientes, e incluso negativos. En particular, la rectificación para conseguir una curva con más pendiente supone el reconocimiento de que las compras indiscriminadas de bonos ponen en marcha canales de transmisión contractivos. Por otro lado, el mensaje trasladado deja claro que el BoJ no contempla nada parecido al denominado «helicóptero monetario», un límite que, si se traspasara, sí podría llevarnos a otra dimensión. El intrépido BoJ lo ha descartado (al menos por ahora).

### Japón: expectativas de inflación y tipo de interés real



**Notas:** \* Swaps de inflación. \*\* Tipo de interés a un día del mercado interbancario nipón deflactado por la inflación subyacente. El fuerte descenso observado en 2014 obedece a los efectos causados por el aumento del IVA.

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

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	30-sep	31-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	-5,0	-5,0
Euríbor 3 meses	-0,30	-0,30	0	-17,0	-26,1
Euríbor 12 meses	-0,06	-0,05	-1	-12,0	-20,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,65	-0,60	-5	-27,2	-38,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,68	-0,62	-6	-33,5	-42,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,12	-0,07	-5	-74,9	-70,7
Deuda pública a 10 años (España)	0,88	1,01	-13	-89,1	-101,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) <sup>1</sup>	100	108	-8	-14,3	-30,5
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,85	0,84	1	23,7	52,5
Líbor 12 meses	1,55	1,56	-1	37,2	69,9
Deuda pública a 1 año	0,59	0,59	0	-0,7	27,9
Deuda pública a 2 años	0,76	0,81	-5	-28,8	13,1
Deuda pública a 10 años	1,59	1,58	1	-67,9	-44,7

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

	30-sep	31-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	68	5	-4,6	-18,3
Itraxx Financiero Sénior	101	90	11	24,4	5,5
Itraxx Financiero Subordinado	242	203	38	85,8	47,4

### Tipos de cambio

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,124	1,116	0,7	3,4	0,5
¥/€	113,920	115,400	-1,3	-12,8	-15,0
£/€	0,866	0,849	2,0	17,5	17,2
¥/\$	101,350	103,430	-2,0	-15,7	-15,5

### Materias primas

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	402,4	402,8	-0,1	7,4	-0,2
Brent (\$/barril)	47,7	46,2	3,3	33,5	1,2
Oro (\$/onza)	1.315,8	1.309,0	0,5	24,0	18,0

### Renta variable

	30-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.168,3	2.171,0	-0,1	6,1	12,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.002,2	3.023,1	-0,7	-8,1	-3,2
Ibex 35 (España)	8.779,4	8.716,8	0,7	-8,0	-8,2
Nikkei 225 (Japón)	16.449,8	16.887,4	-2,6	-13,6	-5,4
MSCI emergentes	903,5	893,7	1,1	13,8	14,1
Nasdaq (EE. UU.)	5.312,0	5.213,2	1,9	6,1	15,0

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



## COYUNTURA · La economía mundial aguanta el tipo

**El crecimiento en 2016 será similar al de 2015.** Aunque, en lo esencial, la senda prevista a medio plazo no varía (es decir, la economía mundial se acelerará en 2017 y 2018), la evolución a corto plazo es algo más contenida de lo previsto. Se trata, fundamentalmente, del reflejo de una evolución de la economía estadounidense levemente más débil de lo previsto. Con todo, cabe recordar que parte del relativo menor dinamismo de EE. UU. se verá compensado por el mejor tono que están exhibiendo las economías europeas. Por su parte, el grupo de emergentes tiende a ir recuperando posiciones, si bien las economías exportadoras de materias primas se ven penalizadas por un escenario de precios más adverso de lo inicialmente considerado (y, en algunos casos, *shocks* de incertidumbre de carácter político).

### ESTADOS UNIDOS

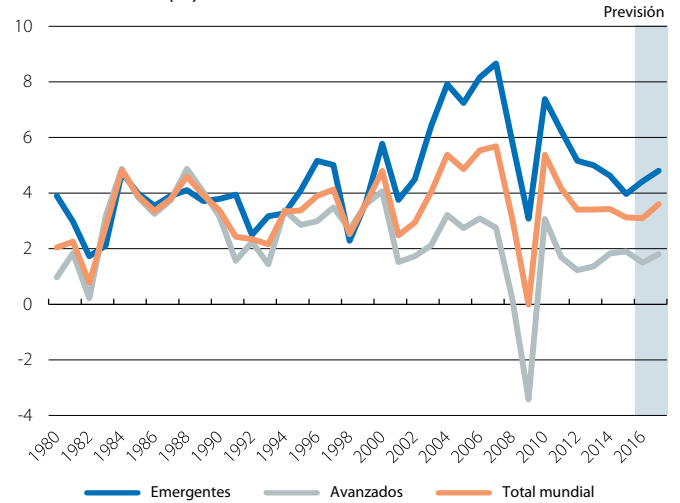
**Un final de año algo menos expansivo.** A medida que se van disponiendo de indicadores del 3T 2016, se pone en evidencia que el pulso económico norteamericano es moderadamente más bajo de lo previsto. Se trata de cifras que no ponen en cuestión que en dicho trimestre y en el 4T el ritmo de avance intertrimestral del PIB será mejor que el registrado en el primer semestre de 2016. Pero, ciertamente, la aceleración no será tan intensa como se anticipaba. Como consecuencia, la previsión de CaixaBank Research para 2016 pasa del 1,7% al 1,5% y la de 2017, del 2,2% al 2,1%. En 2018 el crecimiento será del 2,0%. Por lo que se refiere a la visión a más largo plazo, desde CaixaBank Research se apunta a que el crecimiento se mantiene algo por encima del 2% anual.

**La actividad industrial y la de servicios muestran la faceta débil de la coyuntura.** Los indicadores de actividad manufacturera y los del sector terciario están reflejando con claridad el tono más contenido de la evolución cíclica de EE. UU. Así, en agosto, el indicador ISM de actividad manufacturera descendió por debajo de los 50 puntos, lo que indicaría contracción de la actividad. Sin embargo, en el conjunto del trimestre, este dato queda matizado por los registros de junio y julio que fueron sensiblemente mejores. Un diagnóstico similar se puede extraer de la evolución del indicador ISM de la actividad de los servicios: caída en agosto (en este caso todavía por encima del umbral de los 50 puntos), que queda compensada por unos registros dinámicos en los dos meses precedentes. Por su parte, el sector inmobiliario, aunque sigue avanzando, se muestra también menos vigoroso de lo esperado, como parece confirmar el hecho de que en agosto se iniciaron solo un 0,9% más de viviendas que un año antes.

**El bastión de la economía, el consumo privado, resiste.** Con todo, a esta constatación de cierta debilidad temporal, cabe contraponer la evidencia de que el puntal fundamental de la economía estadounidense, el consumo privado, sigue mos-

### PIB mundial: previsiones de CaixaBank Research

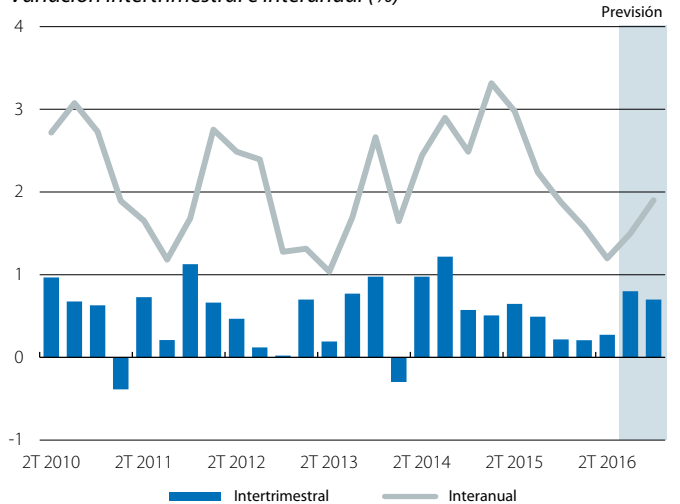
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

### EE. UU.: PIB

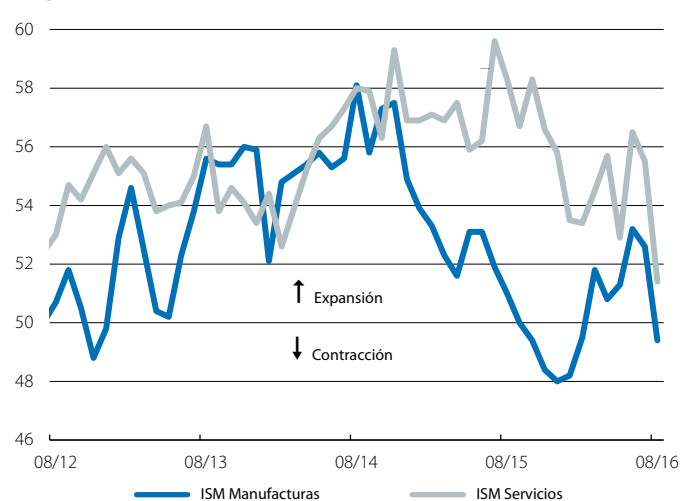
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

### EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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



trándose sólido. Así, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 101,1 puntos en agosto, su mejor registro en prácticamente un año y claramente por encima del promedio histórico (90,3).

**La Reserva Federal (Fed), más cerca de la segunda subida.** ¿Este ajuste temporal del ritmo de actividad implica esperar que la Fed difiera la normalización monetaria una vez más? A nuestro juicio, las perspectivas alcistas de la inflación y el buen tono del mercado laboral justifican que la Fed mueva ficha a finales de año, una decisión que se ha hecho más probable tras su reunión del 21 de septiembre. En dicha reunión, la Fed proporcionó a los actores económicos información que apunta de forma más explícita a una nueva subida del tipo de referencia a finales de este año. En definitiva, según las previsiones de CaixaBank Research, lo más probable es que en diciembre de 2016 la Fed aumente en 0,25 p. b. el tipo de referencia, un movimiento que abrirá la puerta a un proceso más continuado, aunque paulatino, de subidas de tipos en 2017 y 2018 (75 p. b. en cada uno de esos años).

**En la antesala de un avance apreciable de la inflación.** En agosto, la inflación se situó en el 1,1% interanual, 3 décimas por encima del registro del mes anterior. Para los próximos meses, se espera un aumento notable de inflación: si se cumplen las previsiones se situará en el 2,3% interanual en marzo de 2017. En lo que a la inflación subyacente se refiere, se situó 1 décima por encima del registro del mes anterior, en el 2,3%. El mercado de trabajo, por su parte, sigue mostrándose robusto. En agosto se crearon 155.000 puestos de trabajo, un dato significativo, y más si se toma en consideración la revisión al alza en el registro de julio (hasta los 275.000). La tasa de paro se mantuvo en un reducido 4,9% y los salarios siguieron marcando avances apreciables (2,4% interanual).

**JAPÓN**

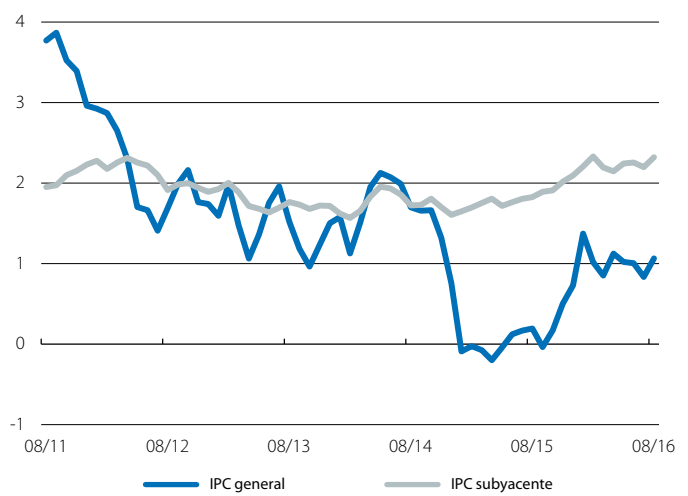
**¿La política monetaria alcanza su límite?** La revisión del PIB del 2T 2016 ha situado el crecimiento en un 0,2% intertrimestral, frente al 0,05% de la primera estimación. Con todo, los frágiles datos de actividad y la persistente deflación (el IPC sin alimentos de agosto, referencia del Banco de Japón, cayó un 0,5% interanual) reiteran que el crecimiento nominal japonés está lejos de reflotar. En este contexto, el Banco de Japón ha optado por una modificación relativamente menor de su estrategia de política monetaria. Lejos de centrarse en objetivos de carácter general y más ambiciosos, la entidad reconocía que la rentabilidad del sector financiero se está viendo penalizada por una curva de tipos en negativo y muy plana. En consecuencia, anunció que reajustará las compras de bonos para conseguir que la curva de tipos tenga más pendiente, de manera que no lastre tanto al sector financiero.

**EMERGENTES Y MATERIAS PRIMAS**

**Asia continúa siendo la cara amable de los emergentes.** En China, los datos de actividad de agosto han sido algo mejores

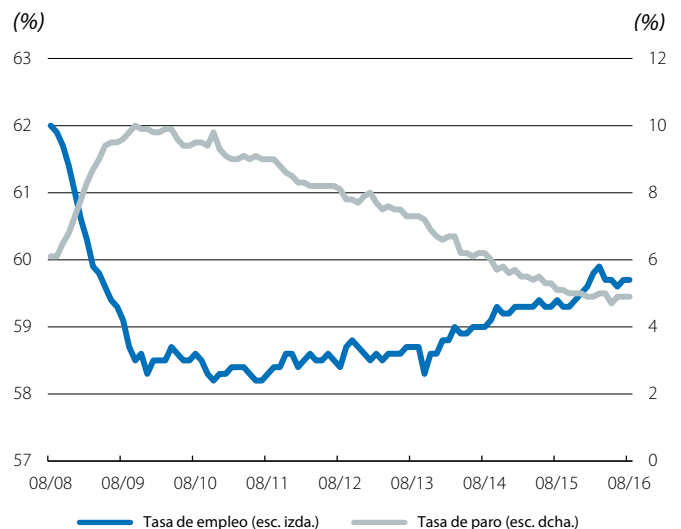
**EE. UU.: IPC**

Variación interanual (%)



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

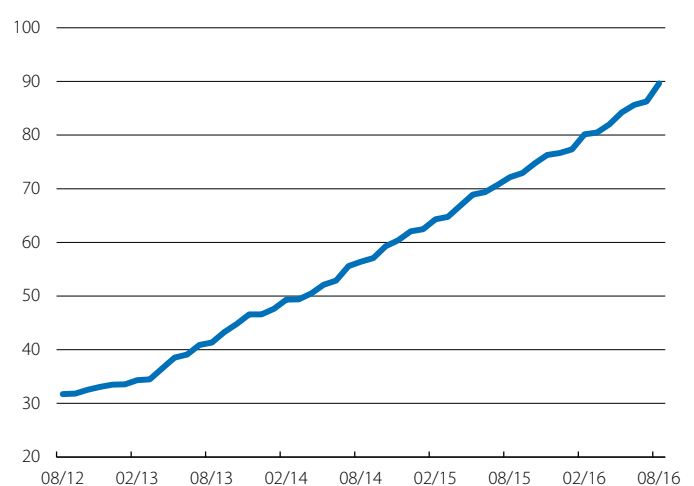
**EE. UU.: mercado laboral**



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

**Japón: activos del Banco de Japón**

(% del PIB)



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

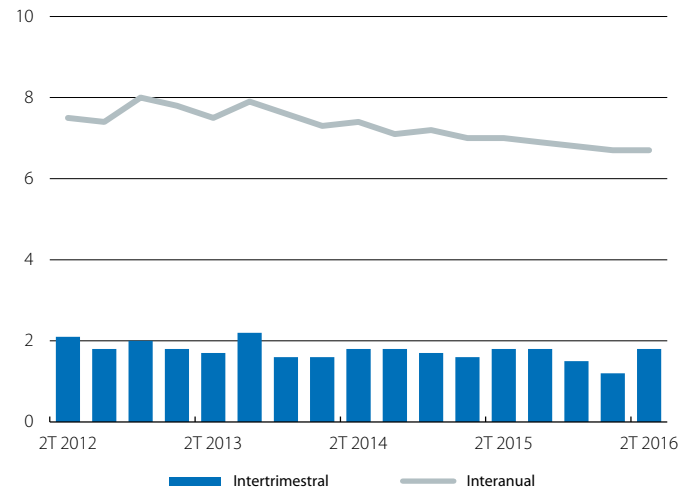
que los de junio y julio, lo que avala la verosimilitud del escenario de aterrizaje suave que espera CaixaBank Research. Con todo, se mantienen los focos de riesgos a medio y largo plazo, en particular la senda de acumulación de la deuda privada y las dudas sobre parte de su sostenibilidad (véase el Focus «La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?» de este mismo Informe Mensual). Aún mejores son las perspectivas de la India, que va camino de superar el crecimiento del 7% en 2016 y 2017 de la mano de un robusto avance del consumo, tanto público como privado. Asimismo, cabe valorar como positivas las primeras decisiones del nuevo gobernador del banco central, Urjit Patel, que se ha estrenado en el cargo con una ampliación de los mecanismos de saneamiento del sistema bancario.

**Turquía acelera, pero las perspectivas no son halagüeñas.** En el 2T 2016, el PIB creció un 3,1% interanual (0,3% intertrimestral), frente al 4,7% interanual anterior y lejos del 5,7% del 4T 2015. La ralentización se vio atenuada por el fuerte impulso del consumo público (avance interanual del 15,9% en dicho 2T). A corto plazo, la combinación de *momentum* interno (amparado por el gasto público, en especial) y de unas condiciones financieras internacionales acomodaticias sugieren que la economía mantendrá un vigor apreciable en lo que resta de 2016. Con todo, para 2017 las perspectivas se tornan más negativas. Así, el entorno financiero internacional presumiblemente será más adverso a partir del momento en que la Fed estadounidense endurezca su política monetaria, al tiempo que cabe esperar un ritmo de avance del consumo público más contenido. Si a estos factores se le suma el mantenimiento de la incertidumbre política (precisamente, los principales motivos aducidos por Moody's para rebajar la calificación crediticia de la deuda soberana por debajo del grado de inversión son de carácter institucional), las dudas se acrecientan.

**Materias primas: cambio de escenario del petróleo.** En septiembre, las materias primas han tendido a oscilar sin una tendencia definida, de manera que el indicador CRB, representativo del conjunto de materias primas, cerraba el mes en niveles prácticamente idénticos a los del inicio del año. Siendo esta la evolución conjunta, destaca la tendencia bajista de las materias primas agrícolas. Con todo, el gran protagonista ha sido el petróleo. El 28 de septiembre, tras varios intentos infructuosos, la OPEP planteó un ajuste de producción que parece creíble: reducción de unos 700.000 barriles diarios de producción en 2017 y dejar fuera del límite extractivo a Irán, Nigeria y Libia. En respuesta al acuerdo, el petróleo de calidad Brent pasó de los 46 a los 49 dólares por barril, una tendencia que reafirma el escenario de CaixaBank Research de recuperación del petróleo en lo que resta de año. Sin embargo, las elevadas existencias, la resistencia del *shale* y el menor crecimiento de la demanda esperada sugieren que, a medio plazo, la velocidad a la que se recuperará será más lenta de lo previsto.

**China: PIB**

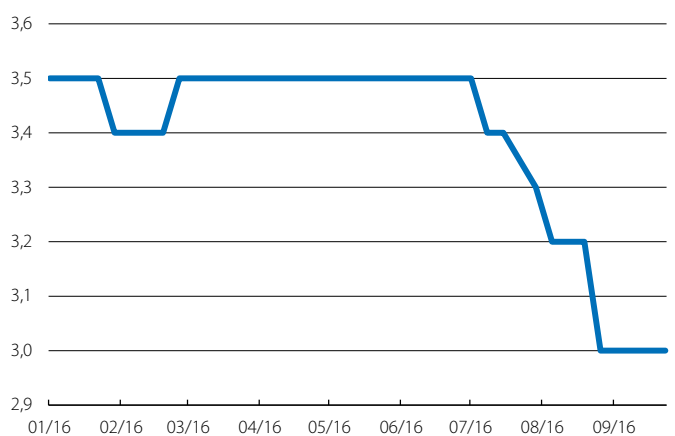
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

**Turquía: evolución de las previsiones de crecimiento del PIB para 2017**

Variación anual (%)

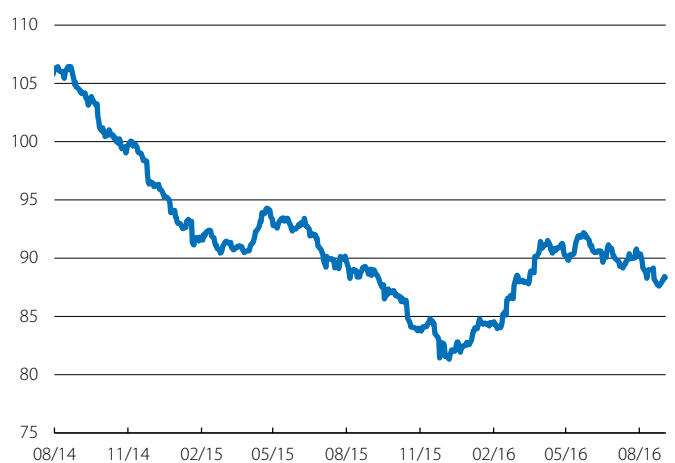


Nota: Consenso de los analistas (Bloomberg).

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

**Materias primas: cotizaciones**

Índice (100 = 01-01-2014)



Nota: Índice CRB de materias primas.

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

## FOCUS · Clintonomics vs. Trumponomics

Hillary Clinton y Donald Trump, los dos candidatos que se disputarán la presidencia estadounidense el próximo 8 de noviembre, plantean un programa político, económico y social totalmente opuesto. Tanto es así, que es inevitable preguntarse por las implicaciones que cada programa puede suponer para la economía de EE. UU.

Impuestos y gasto público, comercio internacional e inmigración son las tres cuestiones más relevantes en ambos programas; y, seguramente, la necesidad de aumentar el gasto en infraestructuras es el único elemento en común (véase la tabla).

Respecto al ámbito fiscal, ambos candidatos defienden la necesidad de aumentar el gasto.<sup>1</sup> Pero mientras Clinton aboga por aumentar también los impuestos, especialmente a los individuos con rentas más altas, Trump defiende un recorte impositivo fuerte y generalizado, aunque principalmente beneficioso para los individuos con mayores rentas. Esta postura del candidato republicano ha recibido numerosas críticas debido al pronunciado aumento de la deuda pública que comportaría. En particular, y según la organización independiente Committee for a Responsible Federal Budget, el programa fiscal de Trump llevaría la deuda pública del 104% del PIB actual al 143% en 2026. Por el contrario, el aumento del gasto propuesto por Clinton quedaría, en gran medida, compensado por el incremento en la recaudación impositiva. En este caso, y según el mismo organismo, la deuda pública en porcentaje del PIB apenas variaría, situándose en el 107% del PIB en 2026.<sup>2</sup>

Más allá del perímetro fiscal y de sus consecuencias sobre el erario, preocupan los efectos que las medidas tributarias, de gasto público, apertura internacional e inmigración tendrían sobre el crecimiento económico del país. En este sentido, el programa de Trump es el que sale peor

parado. A pesar de que el mayor gasto en infraestructuras puede suponer una mejora del potencial de crecimiento a medio plazo, el elevado nivel de deuda pública y el recorte impositivo propuesto limitarían la capacidad de aumentar el gasto. Asimismo, el potencial del país también quedaría mermado ante el mayor aislamiento económico que propone el candidato republicano. En este sentido, destaca su voluntad de deportar más de 11 millones de inmigrantes indocumentados y de aumentar las barreras comerciales con México y China, países a los que acusa de beneficiarse de las relaciones con EE. UU.

De nuevo, en el otro extremo, Clinton defiende la controvertida legalización de un gran número de inmigrantes sin papeles, entre otras medidas favorables a una mayor apertura a los flujos migratorios. En cuanto a los vínculos comerciales con el resto del mundo, aunque no se presenta como una acérrima defensora del libre comercio, adopta una posición conservadora, lo que ayudaría a mantener las relaciones comerciales actuales sin grandes cambios. En conjunto, las políticas de Clinton no se alejan mucho del *statu quo* actual, por lo que es razonable pensar que, a medio plazo, el crecimiento de la economía estadounidense se mantendría en cotas parecidas a las actuales.<sup>3</sup>

Con todo, y antes de finalizar, es importante destacar que la probabilidad de que Clinton o Trump puedan desarrollar al 100% sus programas es limitada. Para ello, un mismo partido político debería ganar las elecciones presidenciales y obtener una cómoda mayoría en las legislativas (también el 8 de noviembre, y donde se disputan todos los escaños de la Cámara de los Representantes y se renueva un tercio del Senado). Una legislatura sin mayorías claras, como parece probable, comportará políticas menos radicales y más continuistas.

	<b>Hillary Clinton</b>	<b>Donald Trump</b>
Impuestos y gasto público	▲ Impuestos (en especial a personas con rentas más altas)	▼ Impuestos (en especial a personas con rentas más altas)
	▲ Gasto en infraestructuras (275.000 M \$ en cinco años)	▲ Gasto en infraestructuras (cantidad sin especificar)
	▲ Gasto en educación (500.000 M \$ en 10 años)	▲ Gasto en defensa (cantidad sin especificar)
	▲ Gasto en salud (400.000 M \$ en 10 años)	Revertir la <i>Affordable Care Act</i> (Obamacare)
Comercio internacional	• Políticas comerciales moderadas (mantenimiento del <i>statu quo</i> )	• Salida del <i>Trans-Pacific Partnership</i> • Fuertes aranceles a China y México
Inmigración	• Legalización de numerosos inmigrantes indocumentados	• Deportación masiva de inmigrantes • Barreras a la inmigración

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de información de los programas de ambos candidatos, Committee for a Responsible Budget, Deutsche Bank y Moody's Analytics.

1. Mientras Clinton ofrece un amplio detalle en las cerca de 40 medidas de su programa, Trump suele limitarse a ofrecer un comunicado muy general de los distintos puntos de interés.

2. Otros estudios, como el elaborado por el Tax Policy Center, dan estimaciones parecidas para ambos programas. La suavización de la propuesta impositiva inicial de Trump bajo la que se efectuaron numerosos de los análisis no comporta un cambio radical de las estimaciones.

3. Moody's Analytics predice un crecimiento económico anual promedio en 2016-2026 del 1,4% en el caso de que Trump ganara; del 2,4% en el caso de que fuera Clinton, y del 2,1% en el caso de que no se produjeran cambios en las políticas actuales. En la misma línea, Oxford Economics y el Peterson Institute for International Economics apuntan a pérdidas relevantes a nivel de PIB y empleo si se incrementan los aranceles sobre los bienes procedentes de México y China y se producen las deportaciones anunciadas por Trump.

## FOCUS · La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?

De un tiempo a esta parte, ha aumentado la preocupación por la deuda china y, en particular, por la deuda corporativa. Esto es así dado que dos terceras partes de la deuda no financiera total provienen del sector corporativo. A ello se suma el aumento de la morosidad en la banca: los créditos de mala calidad<sup>1</sup> han pasado del 3,5%, a principios de 2014, a 5,8%, actualmente, y el FMI estima que las pérdidas de los bancos asociadas a estos créditos podrían alcanzar el 7% del PIB chino.

Esta preocupación es fundada. Según datos del BIS, en marzo de 2016 la ratio de la deuda corporativa china respecto al PIB era del 169% y, desde inicios de 2009, ha aumentado 72 p. p. Si se hace una comparativa internacional, se observa que China es la única economía de peso donde tanto el nivel como el crecimiento de la deuda se sitúan en cotas elevadas (en EE. UU. y en la eurozona la deuda corporativa se sitúa en el 71,6% y 105% del PIB, respectivamente).

Dicho esto, y antes de seguir con el análisis de la deuda corporativa china, es relevante mencionar que existen algunos elementos que la matizan. Por un lado, esta cifra incluye buena parte de la deuda de los gobiernos locales chinos, que han usado unos vehículos especiales para financiar costosos proyectos en infraestructuras y promociones inmobiliarias. Según el FMI, esta deuda representa el 41% del PIB, pero es complejo identificar qué parte estaría dispuesta a asumir el Gobierno central si los entes locales no pudieran hacerse cargo. Por otro lado, existe un problema de doble contabilidad ya que los *entrusted loans*, que se utilizan principalmente entre empresas de la misma matriz para prestarse dinero, suponen el 17% del PIB. Teniendo en cuenta estos factores, es posible que la deuda corporativa sea un tanto menor y se acerque más a las estimaciones del FMI (145% del PIB).

Pese a estos matices, es indiscutible que el nivel de la deuda corporativa china es preocupante. Sirva de referencia que, diversas estimaciones encuentran que ratios superiores al 90% pueden suponer un lastre para la economía ya que *shocks* económicos de pequeña magnitud pueden perjudicar seriamente a las empresas endeudadas y provocar un aumento de los impagos así como una disminución de la demanda agregada.<sup>2</sup>

Siguiendo con el estudio de la deuda, un factor negativo a tener en cuenta es que buena parte de la deuda está emi-

tida por empresas públicas (SOE<sup>3</sup>), menos eficientes y con unos niveles de apalancamiento elevados, aunque también es cierto que los poderes públicos podrían ayudar a dichas empresas en caso de necesidad. Asimismo destaca la elevada concentración de la deuda en unos pocos sectores: un 32% del total en el sector manufacturero, un 29% en el sector inmobiliario y de construcción, y un 23% en minería y servicios básicos. Esta concentración puede elevar el riesgo sistémico de la deuda en caso de que alguno de estos sectores entre en crisis y no pueda hacer frente a sus obligaciones.

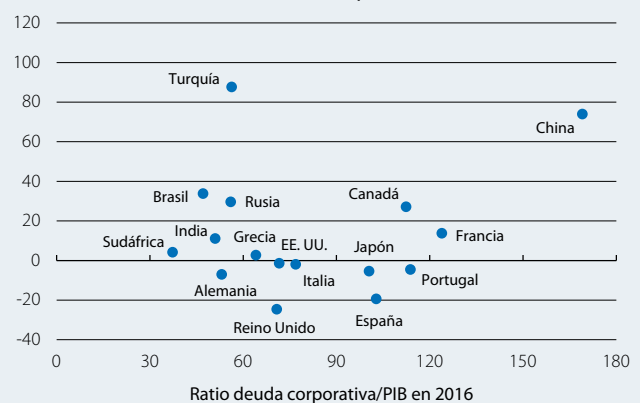
También es importante analizar la financiación de la deuda y su vencimiento. La deuda se ha financiado, en buena medida, a través del crédito facilitado por el sector bancario, de modo que resulta ineludible estudiar la relación de dicho sector con el sector corporativo. Así, en 2014 la contribución del sector bancario al crédito total fue, según datos oficiales, de un 69%. No obstante, su contribución era del 87% en 2008, con lo que el peso del sector bancario ha disminuido ante la pujanza del *shadow banking*.

Por otra parte, más de la mitad de la deuda corporativa es a corto plazo (ni en EE. UU. ni en la eurozona la deuda a corto plazo supera un tercio del total) y las empresas chinas tienen que devolver (o renovar) durante la segunda mitad de 2016 la friolera de 341.000 millones de dólares de deuda, lo que sugiere que algunas empresas podrían verse en apuros en un futuro próximo.

En definitiva, la deuda corporativa en China es elevada y ha crecido muy rápidamente en los últimos años, por lo que puede ser una fuente de problemas. Se trata de un tema que habrá que seguir muy de cerca.

### Comparativa internacional de la deuda corporativa

Crecimiento de la ratio de deuda corporativa/PIB 2009-2016



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

3. SOE es un acrónimo que significa *State-owned enterprise*.

1. Los créditos de mala calidad son la suma de los *non-performing loans* y los *special mention loans*.

2. Véase Cechetti, S., Mohanty M. S. y Zampolli, F. (2011), «The real effects of debt», Bank of International Settlements, Working Paper, n.º 352.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,4	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	4,2	3,5	4,0	–118,9	3,7	3,4	...
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	98,3	96,0	96,0	94,8	96,7	101,8	104,1
Producción industrial	2,9	0,3	0,1	–1,6	–1,6	–1,0	–0,5	–1,1	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	51,0	48,6	49,8	51,8	52,6	49,4	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.156	1.135	1.151	1.159	1.212	1.142	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	179	182	187	188	188	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,2	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–3,6	...	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	1,6	0,1	0,1	0,5	1,1	1,1	0,8	1,1	...
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	...

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

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

### JAPÓN

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
<b>Actividad</b>								
PIB real	–0,1	0,6	1,8	0,8	0,1	0,8	–	...
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	41,0	42,2	41,4	41,2	41,3	42,0
Producción industrial	2,1	–1,2	–0,4	–1,1	–3,2	–1,7	–0,9	1,2
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	12,0	12,0	6,0	6,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,1
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,6	–0,6	–1,0	–0,6	–0,2	0,1	0,4	0,5
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,8	0,8	0,1	0,2	0,0	–0,3	–0,5	–0,5
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,3	0,2

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
<b>Actividad</b>								
PIB real	7,3	6,9	6,9	6,8	6,7	6,7	–	...
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,7	11,1	10,3	10,2	10,2	10,6
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	5,9	6,1	6,0	6,3
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,8	49,7	49,5	50,1	49,9	50,4
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	383	608	583	608	601	602	610	602
Exportaciones	6,0	–2,3	–6,3	–5,2	–11,5	–5,0	–5,6	–2,8
Importaciones	0,4	–14,2	–14,4	–11,8	–13,7	–6,8	–12,6	1,5
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,0	1,4	1,7	1,5	2,1	2,1	1,8	1,3
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (valor)	5,60	4,35	4,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,6

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 · Prosigue la recuperación de la eurozona a un ritmo lento pero firme

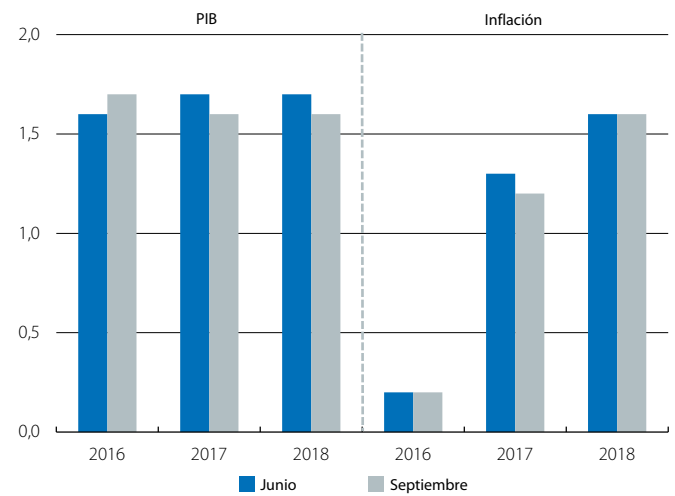
El crecimiento de la eurozona se consolida en cotas moderadas y con riesgos en el horizonte. El repunte de la incertidumbre causada por el *brexit* ha tenido un impacto más contenido de lo anticipado en la eurozona. Así, las previsiones de CaixaBank Research, como la de la mayoría de analistas, sitúan el crecimiento del PIB alrededor del 1,5% en 2016 y en el 1,3% en 2017. Se espera que la demanda interna y, en particular, el consumo de los hogares sigan siendo los pilares de la recuperación, aunque el sector exterior ganará protagonismo gradualmente. Otra muestra del impacto limitado que se espera que tenga el *brexit* en la eurozona, como mínimo a corto plazo, es que el BCE ha mantenido prácticamente sin cambios sus previsiones económicas. De hecho, la institución revisó ligeramente al alza su previsión de crecimiento para 2016, hasta el 1,7%, ligeramente por encima de las previsiones de CaixaBank Research. En cambio, efectuó una ligera revisión a la baja en sus previsiones para 2017 y 2018, que dejó en el 1,6%. En conjunto, por tanto, se espera que a medio plazo la eurozona siga creciendo a tasas similares a las observadas en los últimos trimestres. De todas formas, la incertidumbre sigue siendo elevada, y el *brexit* se mantiene como una de las principales fuentes de riesgo. En este sentido, la *premier* Theresa May ha anunciado que pedirá formalmente la salida del Reino Unido de la UE antes de finales de marzo. A partir de ese momento, empezarán las negociaciones y la salida podría ser efectiva en 2019. El impacto económico del *brexit* a medio y largo plazo (para el Reino Unido y la UE) dependerá de cómo se lleve a cabo el proceso negociador y de la nueva relación que finalmente se acuerde entre el Reino Unido y la UE.

**El sector exterior, clave en el avance de la eurozona en el 2T.** Concretamente, el crecimiento del PIB fue del 0,3% intertrimestral y la aportación de la demanda externa al crecimiento fue de 0,4 p. p. La aportación de la demanda interna, por tanto, fue de -0,1 p. p. De todas formas, cabe interpretar estos datos con cautela. La contribución negativa de la demanda interna fue debida, sobre todo, a la caída de los inventarios, mientras que el consumo de los hogares siguió avanzando a un ritmo notable. Dada la elevada volatilidad que suelen presentar los inventarios y la mayor inercia del consumo de los hogares, todo apunta a que en los próximos trimestres la demanda interna seguirá siendo el sostén del crecimiento. Cabe señalar, como ya ha sido la tónica habitual en trimestres anteriores, el dispar ritmo de avance entre países, con España y Alemania creciendo a un ritmo muy superior al de Portugal, Francia e Italia.

**Los indicadores de actividad apuntan a un ritmo de crecimiento similar en los próximos trimestres.** Así lo refleja, por ejemplo, el índice PMI compuesto de la eurozona para el 3T, que se situó en los 52,9 puntos, un registro prácticamente calado al del 2T, de 53,1 puntos, concretamente. Otra muestra de

### Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

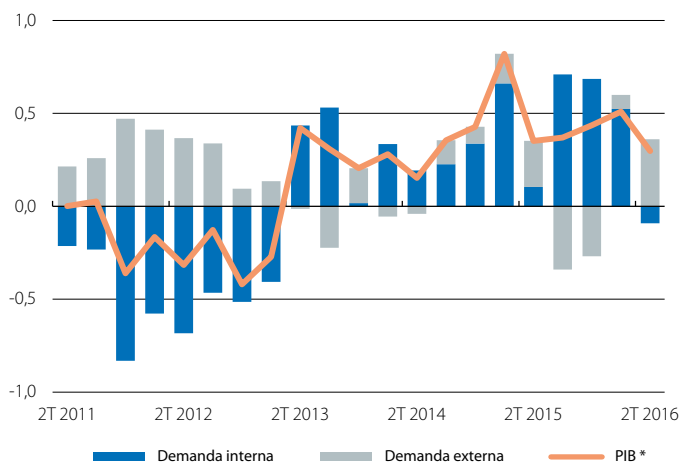
Variación anual (%)



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

### Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)

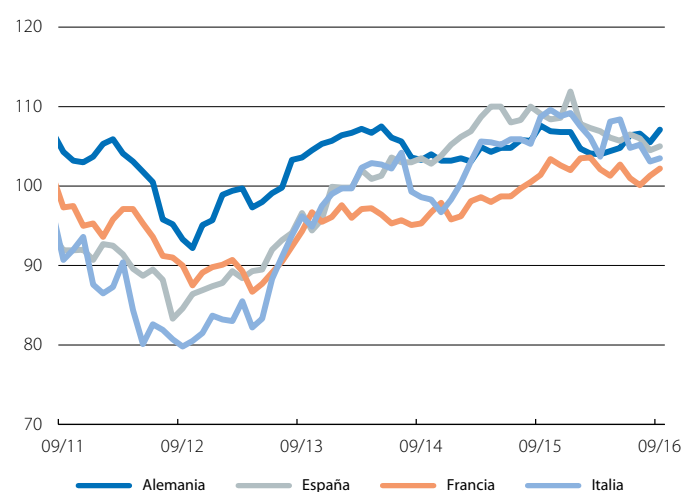


Nota: \* Variación intertrimestral (%).

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

### Eurozona: índice de sentimiento económico

Nivel



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



ello la ofrece el índice de sentimiento económico, que se mantuvo en el 3T en los 104,3 puntos, un registro que también es muy similar al del 2T. Los riesgos a la baja, sin embargo, no son menores. El índice de producción industrial, por ejemplo, creció en julio un 0,2% (promedio de la variación interanual de los últimos tres meses), un ritmo menor que en los primeros meses del año, y la tendencia de fondo que se percibe en el sector industrial es de clara desaceleración.

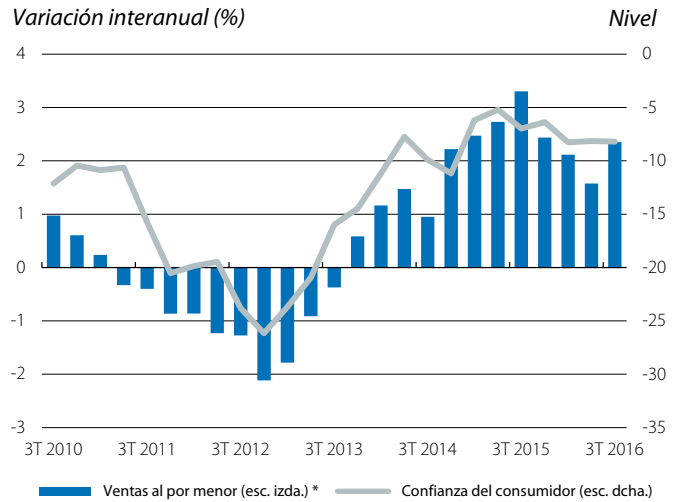
**Sigue la buena tónica del consumo de los hogares.** Las ventas minoristas de la eurozona aceleraron su crecimiento hasta el 2,4% interanual en julio, un ritmo superior al experimentado en la primera mitad de año (1,8%) y al promedio histórico (0,7%). Por su parte, el índice de confianza del consumidor de la eurozona para el 3T se situó en los -8,2 puntos, un nivel similar al del primer semestre (-8,1). Además, se espera que la tendencia que dibujan estos indicadores se mantenga en los próximos trimestres, ya que los principales factores de apoyo (mantenimiento del ritmo de creación de empleo, confianza en la capacidad de recuperación y condiciones financieras laxas) seguirán activos.

**La recuperación del mercado laboral se afianza y apunta al avance del consumo de los hogares.** En el 2T 2016, el empleo aumentó un 1,5% interanual en la eurozona, un ritmo algo superior al de los dos trimestres anteriores. Por países, destaca el ritmo de creación de empleo en Alemania (2,5%) y en España (2,3%), mientras que en Italia (2,0%) y, en particular, Francia (0,5%) se mantiene algo más rezagado. La tasa de paro, por su parte, se situó en el 10,1% en agosto, 6 décimas por debajo del nivel de hace un año. También en este caso los niveles siguen siendo muy dispares entre países. Por lo que se refiere a los costes salariales, en el 2T 2016 el incremento interanual fue del 0,9%, 1,3 p. p. por debajo del trimestre anterior. Esta disminución se debió, en gran medida, al sorprendente menor incremento salarial observado en Alemania (del 2,7% en el 1T 2016 al 1,1% en el 2T 2016).

**La inflación en la eurozona consolida su avance.** El índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la eurozona avanzó en septiembre un 0,4% interanual, un registro 2 décimas superior al del mes anterior debido, sobre todo, a la menor caída del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,8% por quinto mes consecutivo. Las previsiones de CaixaBank Research apuntan a que la inflación continuará recuperándose, apoyada por el aumento progresivo del precio del petróleo y la recuperación de la demanda interna.

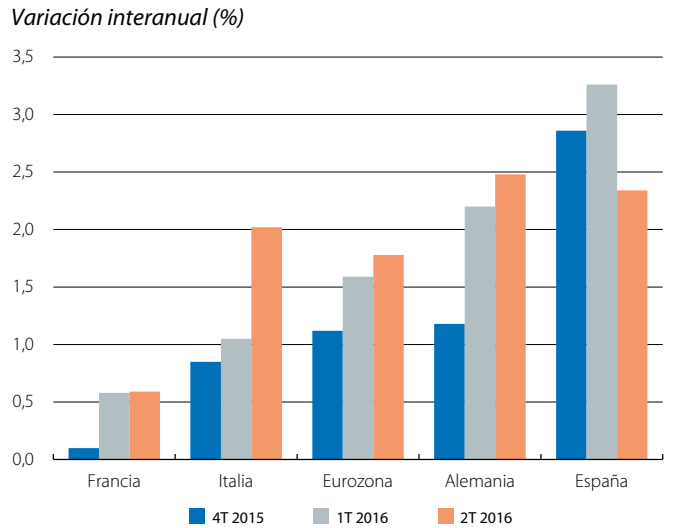
**El superávit por cuenta corriente sigue en niveles elevados.** Concretamente, este alcanzó los 343.000 millones de euros en julio (acumulado de 12 meses), un registro que se sitúa algo por encima del promedio de la primera mitad del año y que sigue dibujando una senda alcista similar a la de los últimos años. La fortaleza del saldo corriente reside, sobre todo, en el aumento del superávit de la cuenta de bienes (362.000 millones de euros en julio) que, en parte, ha sido aupado durante los últimos trimestres por la caída del precio del petróleo. Otro elemento que está impulsando las exportaciones europeas es la depreciación del euro. Mientras que es probable que el efec-

**Eurozona: indicadores de consumo**



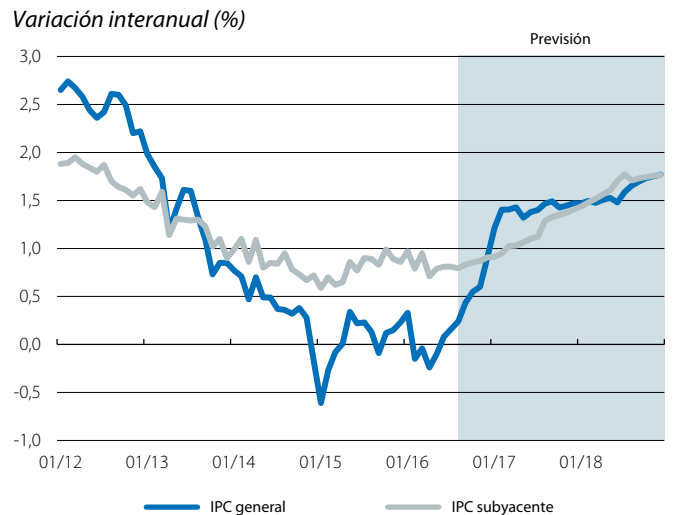
Nota: \* 3T 2016 incluye solo los datos de julio. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**Ocupación**



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

**Eurozona: IPC armonizado**



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

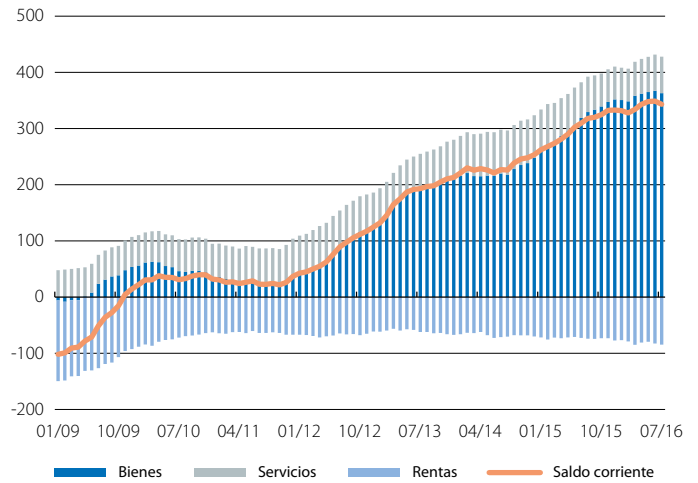
to del precio del petróleo empiece a revertir en los próximos trimestres, dado que esperamos que este consolide una gradual tendencia alcista, el efecto de la depreciación del euro se mantendrá activo, en parte, a causa del mantenimiento de la política monetaria ultralaxa del BCE. A todo ello, además, se le unirá una demanda global que poco a poco irá recuperando el brío perdido en los últimos trimestres. En conjunto, por tanto, esperamos que el sector exterior vuelva a recuperar cierto protagonismo.

**El BCE mantendrá las condiciones monetarias acomodaticias.** El BCE, en la reunión de septiembre, dejó su política monetaria sin cambios e insistió en que el entorno acomodaticio se mantendrá los próximos trimestres. Aunque el crecimiento de la eurozona sigue siendo relativamente bajo, el impacto de las medidas del BCE está siendo importante. La M3, por ejemplo, viene creciendo por encima del 5% interanual, en promedio, desde enero de 2015. Otra muestra del efecto de las medidas del BCE es la relajación de las condiciones de acceso al crédito, que se está traduciendo en una mayor concesión de préstamos. Sin embargo, es perentorio apuntar que las políticas impulsadas por el BCE no están libres de riesgos ya que pueden generar una mala asignación de los recursos y una excesiva toma de riesgos. Además, cada vez es más evidente que el margen de actuación del BCE es ya muy limitado. Por tanto, es de esperar que el grueso de la actuación de política económica vaya virando hacia la política fiscal, en los pocos países que disponen de cierto margen, y, sobre todo, hacia las reformas estructurales, área en la que todos los países tienen recorrido.

**La Comisión Europea pide hacer mayor hincapié en las reformas estructurales y utilizar adecuadamente el margen fiscal disponible.** Concretamente, la Comisión Europea sugiere que un elemento que puede relanzar el crecimiento a corto y largo plazo es la inversión en infraestructuras. Es por ello que ha ampliado tanto la duración como el tamaño del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE), también conocido como Plan Juncker. Esta prolongación del FEIE, que está gestionado por el Banco Europeo de Inversiones (BEI), debería aumentar su capacidad de financiación hasta los 500.000 millones de euros en 2020. El éxito final del plan va a depender de las inversiones que se elijan y del éxito en atraer financiación privada. Sin embargo, la medida ilustra la voluntad de la Comisión Europea de dar más peso a la inversión como manera de aumentar las perspectivas económicas de la eurozona.

**Eurozona: saldo corriente**

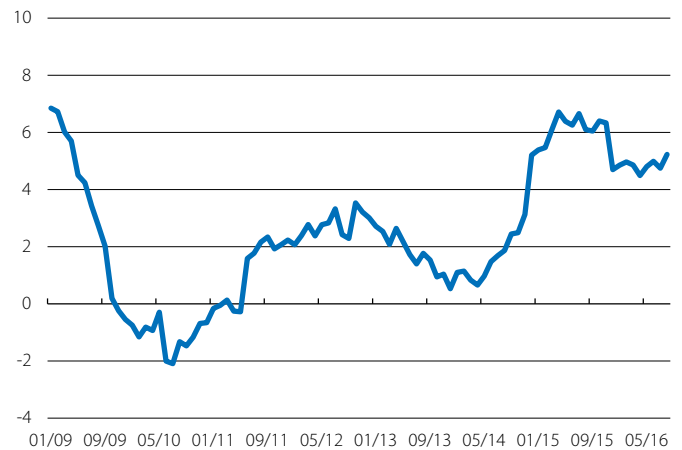
Miles de millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

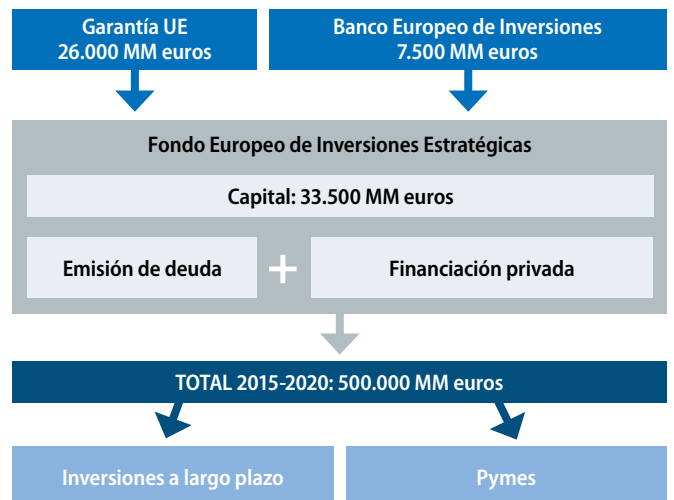
**Agregado monetario M3**

Variación interanual (%)



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

**Ampliación del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE)**



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

## FOCUS · El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados

El Banco Central Europeo (BCE) empezó a bajar tipos hace ocho años<sup>1</sup> y, según reconoció el propio BCE en junio, el mercado no espera un aumento del tipo de referencia (refi) hasta 2021. Crea o no el lector que el tipo refi se mantendrá en mínimos cinco años más, a continuación analizamos por qué la lectura que se hace de las expectativas del mercado es, en muchos casos, incorrecta.

La manera más sencilla de obtener el tipo de interés futuro que espera hoy el mercado consiste en comparar los tipos de interés actuales a distintos vencimientos. Por ejemplo, los tipos de interés de la deuda pública a dos y 10 años permiten obtener implícitamente el tipo a ocho años que se espera observar dentro de dos años. Sin embargo, la información de estos tipos implícitos está sesgada.

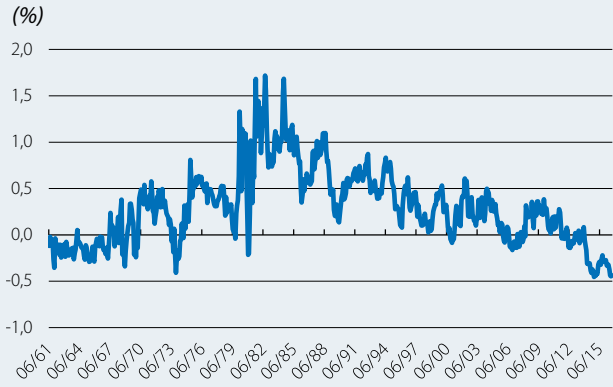
Concretamente, el tipo de interés a largo plazo refleja las expectativas sobre los tipos en el futuro y una prima temporal por el riesgo adicional de comprometerse con una inversión a largo plazo (en vez de reinvertir continuamente a vencimientos cortos).<sup>2</sup> Actualmente esta prima toma valores negativos nada negligibles en EE. UU. (véase el primer gráfico). Los inversores están dispuestos a sacrificar parte de la rentabilidad que *a priori* obtendrían reinvertiendo en activos a corto plazo, para asegurarse una rentabilidad a largo plazo. Más allá de indicar una disposición a pagar para invertir a tipo fijo a largo plazo, una prima temporal negativa implica que los tipos a largo plazo observados en el mercado proporcionan una estimación sesgada a la baja de las expectativas de tipos futuros. Como ilustra el segundo gráfico, una vez ajustamos los datos con la prima temporal, se observa que el mercado espera unos tipos significativamente más elevados. Por ejemplo, según la curva de implícitos, en 2020 el tipo de interés a un año de la letra del tesoro americano rendiría al 1,7%. Sin embargo, cuando ajustamos por la prima temporal, vemos que el mercado espera que rinda el 2,4%.

Este sesgo en la estimación de los tipos implícitos ha aumentado con la implementación de políticas monetarias no convencionales. En particular, la compra de activos a gran escala por parte de los principales bancos centrales de las economías avanzadas contribuye a deprimir la prima temporal porque reduce la incertidumbre sobre la política monetaria futura y aumenta la demanda de deuda pública a largo plazo.<sup>3</sup> Por lo tanto, mientras los bancos centrales sigan comprando activos a gran escala, los tipos implícitos comúnmente usados, que no realizan el ajuste de la prima temporal, sugerirán unas expectativas sobre los tipos futuros artificialmente bajas.

En conclusión, aunque el mercado es un gran procesador de información, en el entorno actual es especialmente importante ser cuidadoso con la interpretación que hacemos de ella.

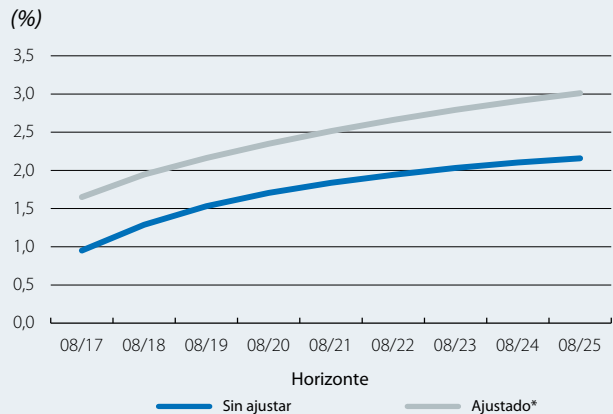
1. Aunque se intentó una normalización entre mayo y julio de 2011, esta se deshizo rápidamente en noviembre del mismo año.
2. Para más información sobre la prima temporal, véase el Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del IM12/2014.
3. Otros factores responsables son una baja percepción del riesgo de inflación y una fuerte demanda global de activos seguros y líquidos.

### Prima temporal del tipo de interés a un año de la deuda del Tesoro de EE. UU. \*



**Nota:** \* Estimación según el método de Adrian, Crump y Moench, 2013, «Pricing the term structure with linear regressions», *Journal of Financial Economics*, 110.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

### Tipo de interés a un año del Tesoro de EE. UU.: previsión de mercado



**Nota:** \* Previsión una vez eliminada la prima temporal.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

### Tipos implícitos vs. previsión de tipos de los analistas: \* error de previsión a 12 meses vista (Logaritmo del error relativo, \*\* media móvil de 12 meses)



**Notas:** \* Previsión de la letra a tres meses del tesoro americano. \*\* Un valor mayor (menor) que 0 indica una mejor (peor) previsión de los analistas respecto a los tipos implícitos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Economics y Bloomberg.

## FOCUS · Continúa la saga de la banca italiana

La banca italiana hace meses que está bajo una intensa presión y las noticias que llegan no acaban de apaciguar los temores. Este verano, la publicación de los test de estrés realizados por el BCE y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ofreció más evidencia sobre su delicada situación.<sup>1</sup> Otra muestra de la debilidad del sector es que, en lo que va de año, la cotización de las principales entidades ha descendido un 40%, el doble que el conjunto de la banca europea o española.

Los problemas de la banca italiana se manifiestan, en general, en una muy baja rentabilidad (una presión que sufre el conjunto de la banca europea) y, en especial, en una elevada tasa de morosidad y unos niveles de cobertura bajos. Los factores que están alimentando los temores son múltiples y complejos. Algunos de ellos vienen de lejos, como los elevados costes operativos, un gobierno corporativo no siempre óptimo y la elevada sensibilidad al ciclo económico. A esta debilidad estructural, en los últimos trimestres se le ha sumado el entorno de bajos tipos de interés y el aumento de la presión regulatoria.

Para despejar las dudas que planean sobre la banca italiana se deben tomar medidas que reparen los balances a corto plazo y medidas de carácter estructural. Ambos retos son de envergadura. En lo que al corto plazo se refiere, es preciso tener en cuenta que la cartera de créditos dudosos se sitúa alrededor de los 360.000 millones de euros,<sup>2</sup> el 18% del total de préstamos. El reto, por tanto, es mayúsculo, y las medidas planteadas hasta la fecha no han estado a la altura. El Gobierno italiano está intentando buscar fórmulas que eviten la utilización de fondos públicos para rescatar a las entidades con problemas y la asunción de pérdidas por parte de los pequeños inversores. Así, por un lado, se han creado dos mecanismos para asistir a los bancos, el fondo Atlante y el régimen de garantías estatales a las titulaciones de préstamos dudosos (GACS). El fondo Atlante tiene como objetivo atraer capital privado para recapitalizar las entidades que lo requieran y adquirir carteras dudosas, pero está dotado de poco capital (4.250 millones de euros), lo que limita su capacidad de acción. Por otro lado, el GACS, vigente desde hace unos meses, y cuya finalidad última es incen-

tivar las titulaciones de activos dudosos a fin de sacarlos del balance de los bancos, no ha tenido el éxito esperado ya que el mecanismo de transferencia de los préstamos dudosos al vehículo de titulización no convence ni a los bancos ni a los inversores. Finalmente, otras medidas que pretenden ayudar a sanear los balances bancarios son la agilización de los procesos concursales y de adjudicación de activos, y la implementación de mecanismos que incentiven el aumento de las provisiones.

De entre las medidas que se han planteado para asegurar la sostenibilidad de la banca italiana a largo plazo destacan: facilitar la consolidación del sistema bancario (hay más de 640 entidades), lo que debería permitir ganar eficiencia mediante la generación de economías de escala, y mejorar la gobernanza corporativa. En este sentido, se aprobó recientemente un decreto ley que busca modernizar la estructura de gobierno de los bancos cooperativos y mutuales, así como promover su consolidación. Además, se espera que la supervisión bancaria, que ahora depende del BCE, ayudará a dotar de una mayor transparencia y credibilidad al sistema.

Por si la idiosincrasia del sector bancario italiano no fuera suficientemente compleja, para obtener una fotografía completa de la situación en la que se encuentra el sector hay que tener presente el contexto económico y político. Tres elementos, la situación bancaria, la debilidad económica y la falta de liderazgo político, que están estrechamente relacionados entre sí. El crecimiento de la economía italiana hace muchos años que es decepcionante (la tasa de crecimiento promedio desde 2001 es del 0,0%) y las reformas llevadas a cabo no han conseguido cambiar esta tendencia.

En este contexto, por tanto, el resultado del próximo referéndum sobre la reforma constitucional es de máxima importancia. El referéndum, más allá de los posibles cambios que la reforma pretende implementar, permitirá calibrar el apoyo con el que cuenta M. Renzi para seguir implementando el programa de reformas. Las encuestas, de momento, muestran una proporción de indecisos notable, por lo que no invitan al optimismo.

### Sector bancario europeo: solvencia, rentabilidad y riesgo crediticio

(%)

		Alemania	España	Francia	Países Bajos	Italia	Portugal	UE
Solvencia	CET 1 ( <i>fully loaded</i> )	13,3	10,6	13,2	13,7	11,3	10,0	12,9
	ROE	2,5	7,0	5,3	7,5	3,3	-2,5	5,8
Rentabilidad	Ratio de eficiencia	76,5	52,1	75,9	68,9	69,0	68,6	66,0
	Ratio de morosidad	3,1	6,3	4,0	2,7	16,6	19,2	5,7
Riesgo crediticio	Ratio de cobertura	37,3	45,4	50,9	37,5	45,8	41,0	43,8

**Nota:** Datos del 1T 2016. La ratio de capital CET1 *fully loaded* utiliza datos actuales incorporando las exigencias del regulador para 2019.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del EBA Risk Dashboard.

1. En los test de estrés de julio, una entidad italiana obtuvo los peores resultados de toda la UE: en el escenario adverso Monte dei Paschi di Siena sufrió una caída de la ratio de capital CET1 *fully loaded* hasta el -2,4%. Ya ha anunciado un plan de saneamiento que contempla la venta de un importante paquete de préstamos dudosos y una ampliación de capital de 5.000 millones de euros.

2. Stock bruto de préstamos dudosos (NPL) a finales de 2015. Datos de IMF *Italy Country Report*, julio de 2016.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	1,4	2,7	3,3	2,4	2,2	1,5	2,9	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	0,9	2,0	2,5	1,7	1,3	1,0	-0,5	...	...
Confianza del consumidor	-10,2	-6,2	-7,0	-6,4	-8,3	-7,8	-7,9	-8,5	-8,2
Sentimiento económico	101,5	104,2	104,5	106,2	104,0	104,3	104,5	103,5	104,9
PMI manufacturas	51,8	52,2	52,2	52,8	51,7	52,0	52,0	51,7	52,6
PMI servicios	52,5	54,0	54,0	54,2	53,3	53,1	52,9	52,8	52,1
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	0,6	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	...	...	...
<b>Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)</b>	11,6	10,9	10,7	10,5	10,3	10,1	10,1	10,1	...
Alemania (% pobl. activa)	5,0	4,6	4,5	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,4	10,5	10,2	10,2	10,0	10,3	10,5	...
Italia (% pobl. activa)	12,6	11,9	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4	11,4	...
España (% pobl. activa)	24,5	22,1	21,6	20,9	20,5	20,1	19,6	19,5	...

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
<b>Saldo corriente: eurozona</b>	2,6	3,3	3,3	3,3	3,4	3,6	3,5	...
Alemania	7,3	8,5	8,3	8,5	8,6	9,0	8,8	...
Francia	-1,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	...
Italia	1,9	1,6	1,8	1,6	1,9	2,4	2,4	...
España	1,1	1,4	1,5	1,4	1,4	1,8	1,8	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	101,8	92,3	92,7	92,4	94,1	94,8	94,9	95,2

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
<b>Financiación del sector privado</b>								
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-2,6	-0,4	-0,1	0,4	1,1	1,6	1,9	1,9
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	-0,1	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	2,0	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	2,6	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos a la vista	6,0	11,0	12,0	11,4	11,2	10,1	9,4	10,0
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,9	-4,6	-4,0	-2,6	-2,1	-1,4	-1,5
Instrumentos negociables	-7,2	2,8	1,6	0,7	-1,0	2,5	5,0	4,5
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	...

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

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



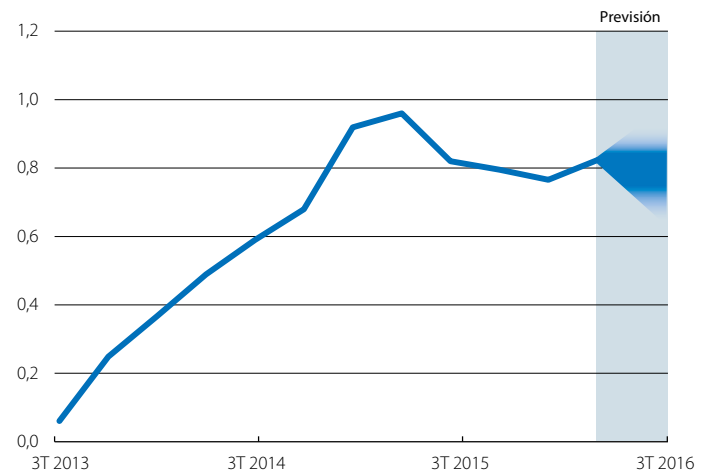
## COYUNTURA · La economía sigue avanzando a buen ritmo

**El ritmo de crecimiento se mantuvo elevado en el 3T.** Aunque la información disponible todavía es incompleta, los indicadores de actividad de alta frecuencia apuntan a que el ritmo de expansión se mantuvo muy vigoroso entre julio y septiembre. En concreto, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research sitúa el crecimiento intertrimestral en el 0,8%, un registro similar al de los últimos cuatro trimestres. El buen desempeño de la actividad en lo que va de año, mejor de lo previsto, ha llevado a muchos analistas a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016 (en CaixaBank Research mantenemos la previsión en el 3,1%, puesto que ya la mejoramos el mes pasado). La previsión para 2017, sin embargo, no ha sido revisada y se sitúa en un rango considerablemente inferior al de 2016, entre el 2,1% y el 2,5% (previsión CaixaBank Research del 2,4%). Ello implica que en el tramo final de este año y, sobre todo, en el próximo, se espera una desaceleración de la actividad, con tasas de crecimiento del PIB en torno al 0,6% intertrimestral.

**Por el lado de la oferta, el sector servicios se afianza como el principal motor de la recuperación.** Desde que se inició la mejoría en el 3T 2013, el sector de actividad que ha liderado la recuperación por el lado de la oferta es el de los servicios de mercado (sector servicios, excluyendo Administración pública, sanidad y educación). Y esta pujanza, de momento, no pierde fuerza. Así lo muestra el índice de la cifra de negocios del sector servicios, que avanzó un notable 4,4% interanual en julio. En cambio, los signos de ralentización de la industria son cada vez más fehacientes: en julio, el índice de la cifra de negocios industrial aceleró su caída al -2,8% interanual y la entrada de pedidos a la industria anotó un -8,0%. De todos modos, estas cifras negativas quedan matizadas por dos aspectos relevantes. En primer lugar, el retroceso de la industria se explica, en buena parte, por el sector energético: la cifra de negocios industrial sin energía avanzó un 0,5% interanual en julio. En segundo lugar, la caída de los precios industriales también está afectando negativamente a la facturación del sector. Si se analizan indicadores basados en volumen (en lugar de valor), como el índice de producción industrial, y se excluyen las divisiones relacionadas con la energía (como, por ejemplo, «Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado»), el panorama es más alentador: en julio la tasa de variación interanual se situó en el 1,4%. En positivo, destaca la fabricación de automóviles, con un crecimiento acumulado de la producción del 30% entre enero de 2013 y julio de 2016.

**Por el lado de la demanda, la contribución del sector exterior gana protagonismo.** La actualización de la serie contable del PIB que anualmente realiza el INE desveló que la demanda interna tuvo una menor contribución al crecimiento del PIB en 2015 (3,4 p. p. frente a 3,8 p. p. estimado anteriormente). Sin embargo, ello fue compensado por una menor contribución

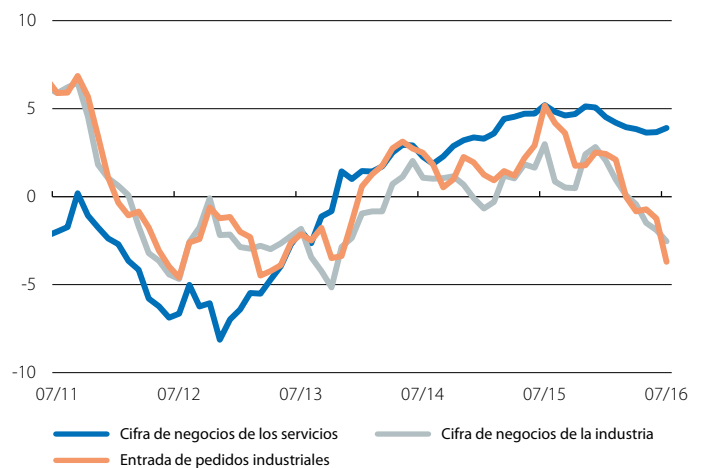
### PIB Variación intertrimestral (%)



**Nota:** Intervalo de confianza al 90%.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Indicadores de actividad \*

Variación interanual de la media móvil de 3 meses (%)



**Nota:** \* Series desestacionalizadas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Actualización de la serie contable del PIB (2015)

Variación interanual (%)

	Serie antigua	Serie revisada	Diferencia	
<b>PIB real</b>	3,2	3,2	0,0	=
<b>Demanda interna (contr. Δ PIB)</b>	3,8	3,4	-0,4	▼
Consumo de los hogares	3,1	2,9	-0,2	▼
Consumo de las AA. PP.	2,7	2,0	-0,7	▼
Formación bruta de capital fijo	6,4	6,0	-0,4	▼
<b>Demanda externa (contr. Δ PIB)</b>	-0,6	-0,1	0,5	▲
Exportación de bienes y servicios	5,4	4,9	-0,5	▼
Importación de bienes y servicios	7,5	5,6	-0,9	▼
<b>PIB nominal</b>	3,8	3,7	-0,1	▼
<b>Deflactor</b>	0,6	0,5	-0,1	▼
<b>PIB nominal (millones de euros)</b>	1.081.190	1.075.639	-5.551	▼

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



negativa de la demanda externa (-0,1 p. p. frente a -0,6 p. p. anterior). La mejor evolución del sector exterior refuerza la idea de que se está produciendo un cambio hacia un modelo de crecimiento más sostenible, que se basa en la mayor capacidad exportadora del tejido empresarial español y en una menor dependencia de las importaciones. Esta tendencia se mantuvo en los dos primeros trimestres de 2016: el excelente desempeño de las exportaciones (y el avance más contenido de las importaciones) hizo que la demanda externa contribuyera positivamente al crecimiento del PIB en términos interanuales.

**La caída puntual de las exportaciones de bienes en julio, de momento, no preocupa.** El retroceso (-9,1% interanual) se explica, en gran medida, por un efecto de calendario, por lo que se espera que en agosto se compense gran parte de este mal dato. Más preocupante es la ralentización del comercio global y el impacto que pueda surtir sobre el sector exportador español, que de momento se muestra muy resistente. Por su parte, el mayor retroceso de las importaciones en julio (-12% interanual) ayudó a mejorar el déficit comercial, que se situó en los 8.436 millones de euros en el acumulado de enero a julio (comparado con un déficit de 12.876 millones en el mismo periodo de 2015).

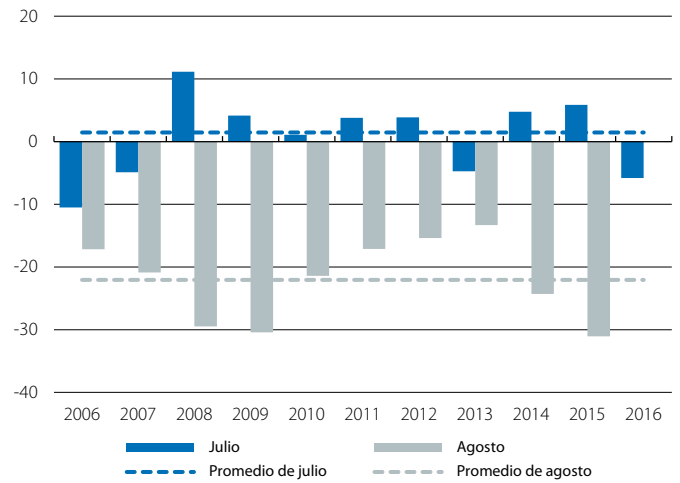
**La recuperación del mercado laboral continúa a buen ritmo.** El número de afiliados a la Seguridad Social descendió en 144.997 personas en agosto, un retroceso estacional muy similar al que suele experimentar la afiliación en los meses de agosto de cada año. Gran parte del descenso se concentró en sectores que habitualmente se detienen en el periodo vacacional y que reanudan su actividad en septiembre, como la educación (-58.052) o la construcción (-12.011). Así, la tasa de variación interanual se mantiene en un elevado 3,0% (3,1% en julio). Además, la importante mejora de las expectativas de creación de empleo en septiembre, tanto en los servicios como en el comercio minorista, hace prever que la ocupación siga evolucionando favorablemente en el tramo final del año.

**Continúa la moderación de los costes laborales.** Un factor que posiblemente esté contribuyendo al dinamismo de la creación de empleo es la contención del coste laboral por trabajador, que sigue prácticamente estancado. Según la Encuesta trimestral de coste laboral en el 2T 2016, este se situó en los 2.589 euros por trabajador y mes, lo que representa una tasa de variación interanual del -0,1%. En un contexto de baja inflación (0,3% en septiembre) y paro elevado (20,0% en el 2T), es de esperar que la moderación salarial continúe y que la mejora de la renta disponible de las familias siga proviniendo de un número de ocupados cada vez mayor.

**El fuerte aumento del consumo mantiene el ahorro en tasas moderadas.** La buena evolución del mercado de trabajo tiene su reflejo en las rentas salariales, que crecieron un 3,9% interanual en el 2T, y compensaron el descenso de las rentas no salariales (-4,3% interanual), pero no evitaron que la renta bruta disponible de los hogares (la suma de las rentas salariales y las no salariales) se desacelerara hasta el 1,7% interanual. El menor

**Exportaciones de bienes**

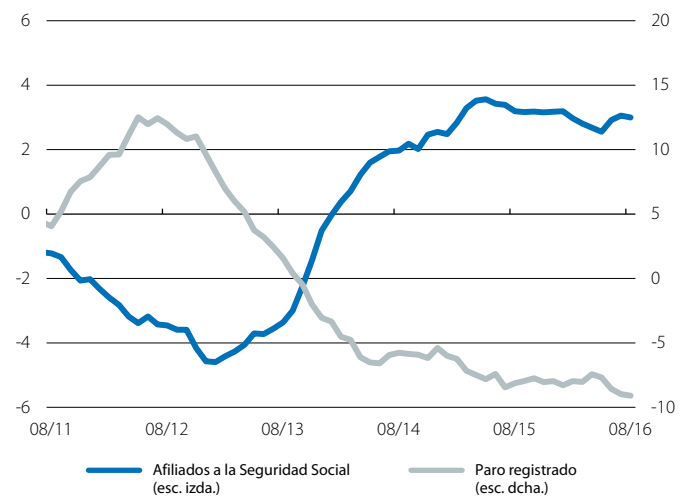
Variación intermensual en julio y agosto de cada año (%)



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

**Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado**

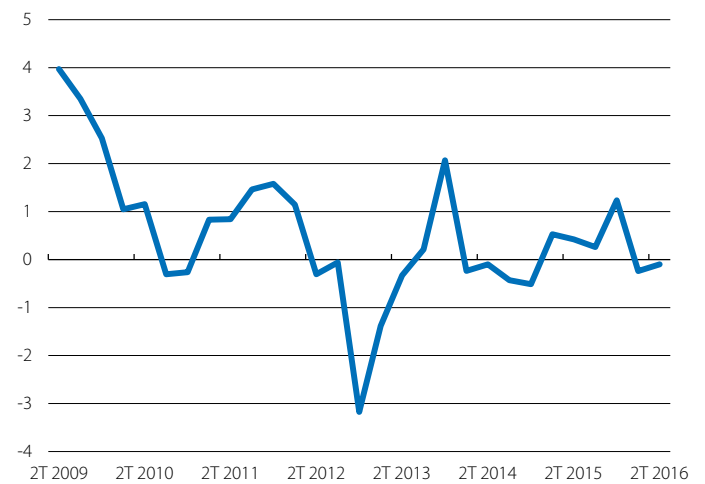
Variación interanual (%)



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

**Coste laboral por trabajador**

Variación interanual (%)



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

crecimiento de la renta disponible y el fuerte impulso del consumo privado en el 2T (2,9% interanual en términos nominales) hicieron que la tasa de ahorro se situara en el 8,3% de la renta bruta disponible de los hogares, 1 p. p. por debajo del registro del 2T 2015.

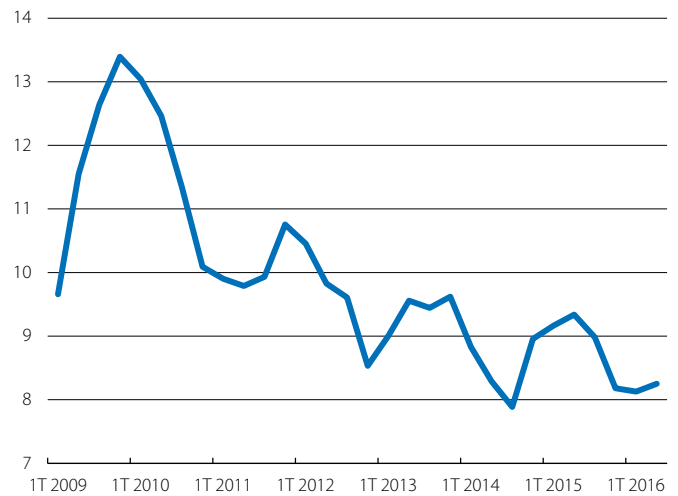
**El precio de la vivienda mantuvo el tono expansivo en el 2T 2016.** El índice basado en las compraventas creció un 1,8% intertrimestral (3,9% interanual) y el precio de tasación, un 0,9% intertrimestral (2,0% interanual). Las compraventas también evolucionan favorablemente (13,5% interanual en julio). De cara a los próximos trimestres, se espera que la tendencia alcista de los precios continúe gracias al impulso de la demanda de vivienda, un nivel de actividad en el sector de la construcción todavía muy bajo, y a la escasez de vivienda por vender en determinadas zonas *prime* (por ejemplo, en las grandes ciudades). Así lo anticipa el fuerte incremento del precio del suelo, del 6,6% interanual en el 2T, que suele adelantar unos trimestres la evolución futura del precio de la vivienda.

**El crecimiento del crédito bancario sigue apoyando la recuperación.** La relajación de las condiciones financieras también desempeña un papel importante en la recuperación del sector inmobiliario. En julio, la concesión de hipotecas para la compra de viviendas avanzó un 27% interanual (acumulado de 12 meses), lo que supone un apoyo fundamental para la demanda. De todos modos, el saldo vivo de crédito hipotecario todavía sigue retrocediendo (-3,6% interanual). Por su parte, el saldo vivo de crédito al consumo sigue avanzando a buen ritmo (4,5% interanual). En cuanto al crédito a sociedades no financieras, el desglose del crédito bancario del 2T 2016 por segmentos muestra una moderación de la caída del crédito a los sectores productivos, aunque el crédito promotor y el del sector de la construcción todavía retrocedieron a tasas elevadas. Por su parte, la tasa de morosidad se mantuvo en el 9,4% en julio, pero destaca la reducción de la tasa de morosidad del crédito promotor en el último año.

**El ajuste de las cuentas públicas sigue siendo la asignatura pendiente.** En julio, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas, excluyendo las corporaciones locales, se situó en el 3,1% del PIB (sin contabilizar las pérdidas por la ayuda financiera, del 0,2% del PIB). Esa cifra iguala el registro de julio de 2015 y, por tanto, muestra la falta de ajuste en las cuentas públicas en lo que va de año. Cabe señalar que las medidas anunciadas por el Gobierno (aumento de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades) deberían corregir esta tendencia en el tramo final del año. De todas formas, las dudas sobre la capacidad de cumplir con los objetivos de consolidación fiscal a medio plazo se mantienen, lo que hace a la economía española más sensible a eventuales cambios de sentimiento inversor internacional. Este es un aspecto de máxima relevancia dado el elevado nivel en el que se encuentra la deuda pública. Concretamente, en el 2T 2016 alcanzó el 100,5% del PIB, una cifra que queda lejos de las previsiones remitidas a Bruselas dentro del Programa de Estabilidad 2016-2019, donde se preveía que la deuda cerraría este ejercicio en el 99,1% del PIB.

## Tasa de ahorro

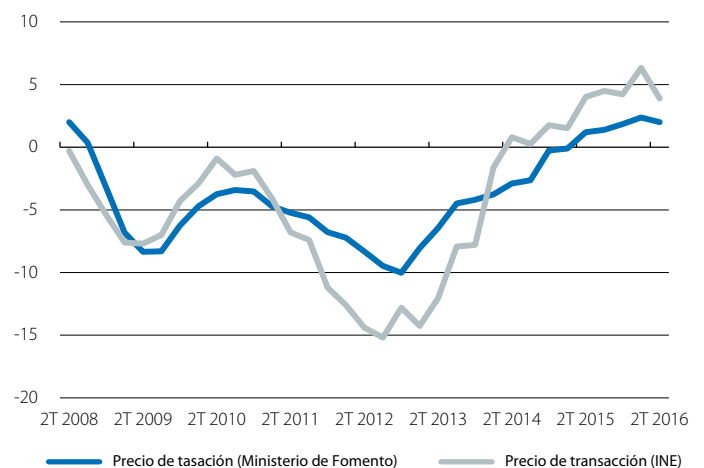
(% de la renta bruta disponible)



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

## Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

## Crédito y morosidad (2T 2016)

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
<b>Hogares (vivienda)</b>	544	-3,6	4,7
<b>Hogares (consumo)</b>	121	4,5	8,1
<b>Actividades productivas</b>	614	-7,2	14
Construcción	42	-9,8	29,6
Promotor	125	-9,8	26,9
Servicios	319	-8,7	8,7
Industria	110	-0,2	9,5
Agricultura	19	6,3	9,1
<b>Total *</b>	<b>1.279</b>	<b>-4,6</b>	<b>9,4</b>

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

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

## FOCUS · Tomando el pulso al mercado laboral

La creación de empleo fue muy robusta en el 2T 2016. Según la EPA, el número de ocupados aumentó en 271.000, un dato muy positivo pero algo inferior a lo que se esperaba después de unos registros de afiliados a la Seguridad Social que, con un aumento de 436.000 entre abril y junio, habían sorprendido al alza. La notable diferencia entre las dos cifras no es un fenómeno puntual del 2T 2016. Desde que se inició la recuperación del empleo en el 1T 2014, la evolución de los afiliados ha sido más favorable que la de los ocupados EPA. En concreto, entre enero de 2014 y junio de 2016, el crecimiento acumulado de los afiliados fue del 9,8%, casi 2 p. p. por encima del crecimiento del empleo EPA (8,0%) (véase el primer gráfico).

Las diferencias entre ambas series son habituales puesto que, por ejemplo, la fuente de los datos es muy distinta: la EPA se basa en una encuesta a una muestra representativa de la población, mientras que las afiliaciones provienen de un registro administrativo que recoge el número de trabajadores de alta en la Seguridad Social. Otra diferencia entre ambas fuentes se debe al distinto trato de la economía informal. Es decir, hay personas que realizan una actividad laboral que no están afiliadas pero que, cuando son encuestadas en la EPA, se consideran ocupadas. Esta causa de discrepancia entre ambas series podría ser más relevante en una etapa de expansión económica, ya que suele producirse un afloramiento de empleos de la economía sumergida a la formal. Los trabajadores, al obtener un contrato laboral, pasarían a estar inscritos en los registros de la Seguridad Social mientras que, a efectos de la EPA, ya estaban contabilizados como empleados.

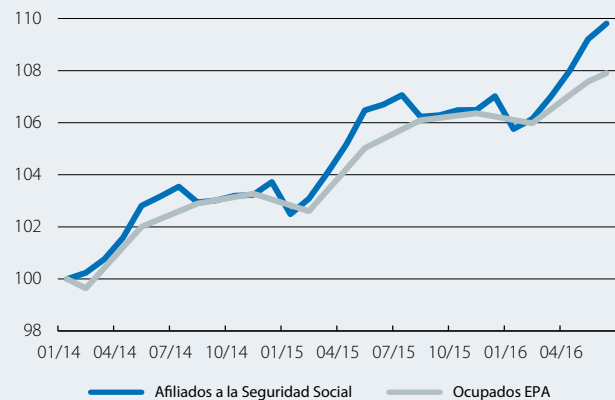
Para analizar si este factor podría estar desempeñando un papel importante en la actual recuperación del mercado laboral español, analizamos la evolución del empleo por sectores de actividad entre el 1T 2014 y el 2T 2016 en función del peso que se estima que tiene la economía sumergida en cada uno de ellos.<sup>1</sup> Tal y como se observa en el segundo gráfico, el empleo ha crecido más en los sectores con un mayor peso de la economía sumergida (esta relación se observa en las dos series de empleo). Es asimismo destacable que la diferencia entre el crecimiento de los afiliados y del empleo EPA es mayor en los sectores con un mayor peso de la economía sumergida (por ejemplo, el comercio). En estos sectores, los afiliados crecieron, en promedio, un 9,8% y el empleo EPA un 8,9%, una diferencia de 1,0 p. p. En cambio, en los sectores con un menor peso de la economía sumergida (por ejemplo, actividades financieras y de seguros), los afiliados, de hecho, crecieron, en promedio, menos que el empleo EPA (5,9% y 6,3%,

respectivamente). Estos resultados estarían de acuerdo con la idea de que el mayor aumento de los afiliados va asociado a un aumento del empleo formal. Esta tendencia se observa a nivel agregado, pero hay algunas excepciones. Por ejemplo, la construcción tiene un peso elevado de economía sumergida (31%), pero, en cambio, el crecimiento del empleo EPA fue superior al de los afiliados (14,3% y 11,3%, respectivamente).

En definitiva, los datos más recientes de creación de empleo muestran que la recuperación del mercado de trabajo avanza a muy buen ritmo. Además, el análisis presentado en este Focus sugiere que la recuperación puede que vaya acompañada de un aumento del empleo formal.

### Empleo según la EPA y los afiliados a la Seguridad Social

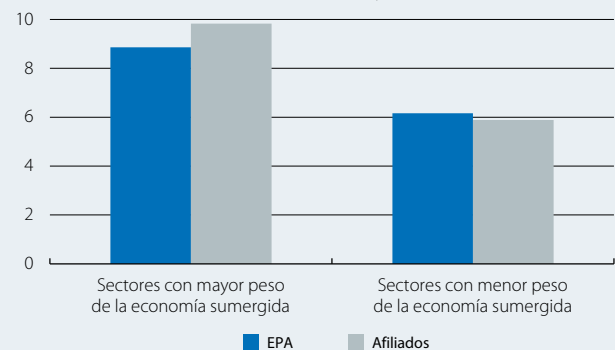
Índice (100 = enero 2014)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EPA y MEySS.

### Crecimiento del empleo según el peso de la economía sumergida

Variación acumulada entre el 1T 2014 y el 2T 2016 (%)



Nota: Solo se incluyen los sectores de actividad para los que se dispone de datos de economía sumergida según Schneider (2013).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EPA, MEySS y Schneider (2013).

1. La estimación del peso de la economía sumergida por sectores a nivel europeo se obtiene de Schneider, F., 2013, «The Shadow Economy in Europe 2013», A. T. Kearney y Visa.

## FOCUS · Mapeado geográfico de las exportaciones españolas

Las exportaciones están teniendo un marcado protagonismo en la evolución de la economía española. Desde finales de 2007, han pasado del 25,7% al 33,2% del PIB y han contribuido a la mitad del crecimiento nominal acumulado del conjunto de la economía desde el 3T 2013, momento en que la economía empezó a recuperarse. Por todo ello, es prioritario indagar hasta qué punto las exportaciones pueden ser una fortaleza estructural en los próximos años. Una buena manera de empezar es preguntarse a dónde van las exportaciones españolas, esto es, en qué mercados las empresas españolas están haciendo mayores esfuerzos y mayores progresos.

A partir de los datos del FMI de comercio de bienes por país de origen y destino, definimos un índice de propensión exportadora (IPE) como la fracción de las exportaciones de un país de origen (por ejemplo, España) a un país de destino D (en porcentaje del total de las exportaciones españolas) dividida por la fracción de las exportaciones del mundo al país D (en porcentaje del total de las exportaciones mundiales). Un IPE mayor que 1 indica que la relación comercial de España con el país D es especialmente elevada.

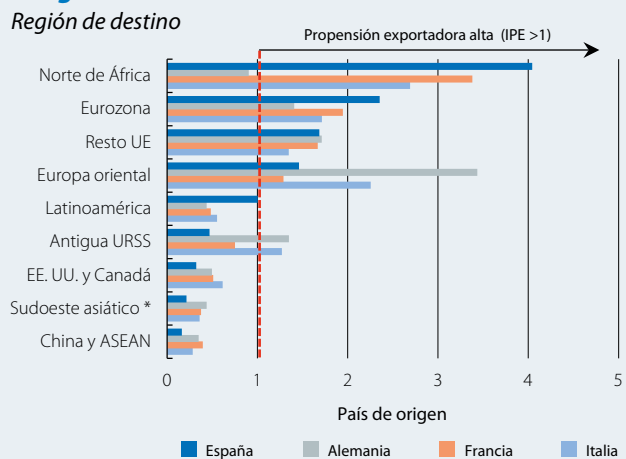
El mapeado geográfico de las exportaciones españolas confirma una conclusión general del comercio mundial: la distancia importa, y mucho. Más allá de este fenómeno, destacan cuatro ideas: el eurocentrismo, la importancia del norte de África, la neutralidad en Latinoamérica y el retraso en Asia Oriental emergente. El eurocentrismo de las exportaciones españolas se refleja con un IPE del 2,2 para la eurozona en 2015, superior al IPE de Francia y al de Alemania, que tienen una mayor intensidad exportadora fuera de la eurozona (véase el primer gráfico). Sin embargo, en términos dinámicos, España sobresale, junto con Alemania, por ser la economía que más ha diversificado el destino de sus exportaciones desde el año 2000. Así, aunque parten de niveles más altos, las exportaciones españolas han reducido más su dependencia de la eurozona que las francesas o las italianas en el periodo 2000-2015 (véase el segundo gráfico). También cabe destacar como positivo el hecho de que España está aprovechando, más que otros, la ampliación de la UE hacia el este, con un notable aumento del IPE a Polonia, Bulgaria y Rumanía.

En lo que a otras regiones se refiere, también es elevada la propensión exportadora al norte de África, especialmente a Marruecos (IPE del 11,7). Esta propensión con Marruecos es superior a la francesa (del 4,8) pese a la afinidad lingüística de ambos países. El crecimiento de la región y el hecho de que Marruecos, a diferencia de sus vecinos, destaque más en manufacturas que en materias

primas supone una nota positiva para las exportaciones españolas.

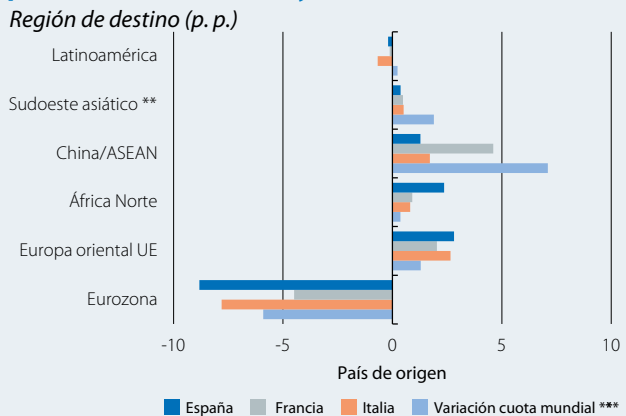
La neutralidad exportadora a Latinoamérica (IPE del 1,0) podría sorprender dada la afinidad lingüístico-cultural con la región. No obstante, cabe señalar que el IPE español en Latinoamérica dobla a los de Francia y Alemania. El retraso en Asia es, empero, más preocupante. El IPE de las exportaciones a Asia oriental emergente (China, Hong Kong, Taiwán, India, ASEAN, Pakistán y Bangladés) es un bajo 0,2 que no crece y es muy inferior al de las exportaciones alemanas, francesas e italianas. Teniendo en cuenta que las importaciones de Asia oriental emergente han pasado del 16,5% al 25,7% del total mundial entre 2000 y 2015, puede concluirse que Asia es la verdadera asignatura pendiente.

### Índice de propensión exportadora (IPE) a regiones seleccionadas en 2015



**Nota:** \* Sudoeste asiático: India, Pakistán, Bangladés y Sri Lanka.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y del FMI.

### Cambio en el peso de las exportaciones por destino entre 2000 y 2015\*



**Notas:** \* Exportaciones del país de origen respecto al total de sus exportaciones.  
 \*\* Sudoeste asiático: India, Pakistán, Bangladés y Sri Lanka.  
 \*\*\* Variación, entre 2000 y 2015, de la cuota de las importaciones de cada región respecto al total mundial (en puntos porcentuales).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y del FMI.

## FOCUS · El ajuste fiscal en España: mirada retrospectiva y perspectivas

España entró en el procedimiento de déficit excesivo en abril de 2009, debido al deterioro de las cuentas públicas originado por la crisis económica. En esa fecha, la Comisión Europea emitió una recomendación para que España redujera el déficit por debajo del 3% del PIB en 2012. Sin embargo, ante el empeoramiento inesperado de la economía, la Comisión emitió tres nuevas recomendaciones entre 2009 y 2013 en las que extendía la fecha límite para la corrección del déficit excesivo a 2013, 2014 y 2016, consecutivamente. En estas ocasiones, la Comisión consideró que España había tomado medidas efectivas para corregir el déficit estructural y atribuía la falta de cumplimiento del objetivo al aumento del déficit cíclico.

A lo largo de esos años, España hizo un importante esfuerzo de consolidación fiscal y logró disminuir a prácticamente la mitad su déficit total, pasando de un 11,0% en 2009 hasta un 5,8% en 2014. Esta reducción se consiguió gracias a un significativo ajuste llevado a cabo a través de medidas aplicadas tanto a los ingresos como a los gastos. En particular, entre 2010 y 2013 España logró reducir su déficit estructural en 5 p. p. mediante un incremento acumulado de un 13,2% en los ingresos y de una disminución de un 12% en los gastos.<sup>1</sup>

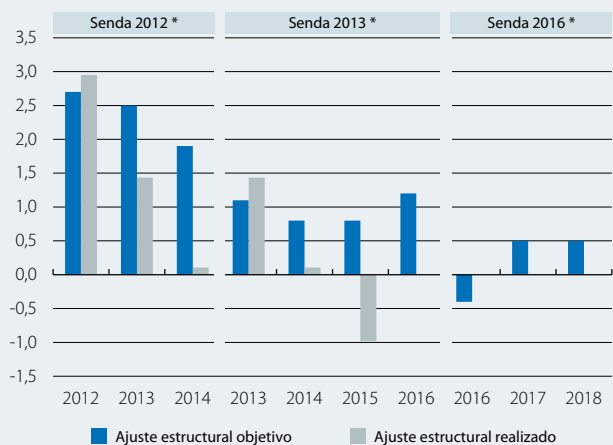
Con mayor o menor intensidad, el déficit estructural se fue ajustando hasta 2014 (véase el primer gráfico). Sin embargo, en 2015 el déficit estructural se deterioró notoriamente. En ese año, el déficit público se situó en el 5,0% del PIB y ante el indudable incumplimiento del plazo de salida del procedimiento del déficit excesivo, establecido para 2016, la Comisión Europea otorgó dos años adicionales, hasta 2018, para situar el déficit por debajo del 3%. En esta ocasión, la Comisión Europea consideró que, a diferencia de las prórrogas anteriores, España no había tomado medidas efectivas para corregir el déficit en 2015. De hecho, el año pasado el déficit estructural aumentó 1 p. p. como consecuencia de las medidas expansivas adoptadas, como la rebaja en el IRPF y el Impuesto de Sociedades, que disminuyeron de forma estructural la capacidad para recaudar ingresos. En consecuencia, la corrección de 1,8 p. p. del déficit cíclico, gracias a la buena evolución de la economía y a los bajos tipos de interés, no fue suficiente para alcanzar el objetivo de déficit, establecido en el 4,2% del PIB (véase el segundo gráfico).

La nueva senda acordada con la Comisión Europea establece como objetivo de déficit un 4,6%, un 3,1% y un 2,2% del PIB en 2016, 2017 y 2018, respectivamente. Si bien el objetivo para 2016 parece alcanzable, para 2017 se requie-

rirá la aprobación de nuevas medidas de consolidación de las cuentas públicas, dado que la mejora en el déficit cíclico motivada por la buena evolución de la economía no será suficiente para alcanzar el objetivo. En particular, la Comisión cree necesarias medidas estructurales del orden del 0,5% del PIB tanto en 2017 como en 2018 (unos 6.000 millones de euros anuales). En ausencia de medidas, el ajuste estructural requerido no se realizaría y el déficit total podría superar el 3,6% del PIB el próximo año.

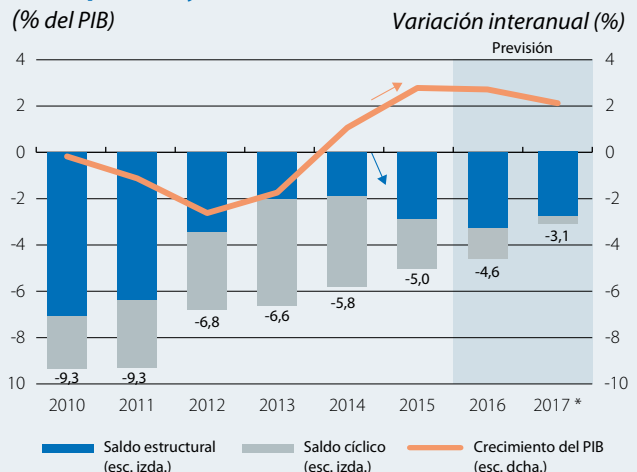
Aprovechar el contexto económico favorable para situar las finanzas públicas en una posición sólida debería ser una prioridad. En caso contrario, España se puede ver obligada a ajustar las cuentas en un entorno menos propicio.

### Ajuste del saldo público estructural (% del PIB)



**Nota:** \* Objetivos acordados con la Comisión Europea.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y AMECO.

### Saldo público y crecimiento del PIB



**Nota:** \* Objetivos de déficit acordados con la Comisión Europea.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

1. Cambios en términos nominales en los ingresos y los gastos ajustados por el ciclo. Véase OECD, «Economic Surveys Euro Area», junio de 2016.



## PRINCIPALES INDICADORES

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

### Indicadores de actividad

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad	-0,1	1,6	2,5	-0,6	0,9	-3,0	0,1	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	0,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	0,3	-1,9	-2,8	-3,1	-5,2	-3,0
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,0	51,0	...
<b>Construcción</b>								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-7,7	20,0	31,1	45,2	47,9	46,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	-5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,5	...	...
Precio de la vivienda	-2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	-	...	-
<b>Servicios</b>								
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	7,2	5,6	4,8	5,9	7,4	8,5	...	...
PMI de servicios (valor)	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,1	56,0	...
<b>Consumo</b>								
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	5,0	3,3	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	4,3	14,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	1,6	-2,5	-3,2	-5,8	-5,2	-7,3

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>							
Sectores de actividad							
Industria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7
Construcción	-1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,5	2,6
Servicios	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,3
Situación profesional							
Asalariados	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	3,5
No asalariados	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	-	...
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>							
Indefinidos	18,8	12,3	7,6	8,3	17,4	10,9	30,9
Temporales	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	0,4	15,3
<b>TOTAL</b>	<b>13,4</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>6,4</b>	<b>9,8</b>	<b>1,1</b>	<b>16,3</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>							
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-11,7	-10,9	-12,0	-14,3	-14,8
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,5	-7,8	-7,5	-8,5	-8,6
<b>TOTAL</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,1</b>

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
<b>General</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>
Subyacente	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,7	0,9	...
Alimentos sin elaboración	-1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	5,7	3,7	...
Productos energéticos	-0,8	-9,0	-10,2	-13,1	-13,6	-12,0	-9,1	...

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	06/16	07/16
<b>Comercio de bienes</b>								
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	2,1	-9,1
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	3,3	3,3	-0,7	-0,3	-0,9	-12,0
<b>Saldo corriente</b>	<b>11,2</b>	<b>14,7</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,8</b>
Bienes y servicios	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	29,7	30,7
Rentas primarias y secundarias	-14,3	-11,5	-10,8	-11,5	-10,6	-10,3	-10,3	-10,9
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>16,3</b>	<b>21,7</b>	<b>22,1</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>26,1</b>

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación<sup>1</sup></b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,7</b>	...	...
Administración central	-3,7	-2,6	-2,1	-2,6	-0,8	-1,9	-2,7
Comunidades autónomas	-1,8	-1,7	-1,1	-1,7	-0,1	-0,7	-0,1
Corporaciones locales	0,6	0,4	0,3	0,4	0,1	...	...
Seguridad Social	-1,0	-1,3	-0,3	-1,3	0,2	-0,6	-0,5
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>99,3</b>	<b>99,3</b>	<b>99,7</b>	<b>99,3</b>	<b>100,6</b>	<b>100,5</b>	...

Nota: 1. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	06/16	07/16	Saldo 07/16 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>									
Sector privado	-6,2	-3,9	-4,0	-3,1	-3,7	-3,5	-2,9	-3,2	1.619,1
Empresas no financieras	-7,1	-4,0	-4,3	-3,0	-4,1	-4,3	-3,5	-4,0	900,9
Hogares <sup>3</sup>	-5,1	-3,7	-3,6	-3,3	-3,1	-2,6	-2,2	-2,1	718,2
Administraciones públicas <sup>4</sup>	6,9	4,7	4,3	4,4	3,5	4,3	4,6	5,4	1.100,7
<b>TOTAL</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>2.719,8</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>									
Total depósitos	-0,9	-1,0	-1,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	1.156,9
A la vista	10,8	18,5	18,8	17,7	16,2	16,0	15,4	15,5	425,1
De ahorro	5,8	12,9	13,7	15,2	13,4	12,1	11,4	11,5	271,2
A plazo	-7,6	-15,3	-16,3	-15,8	-15,4	-16,4	-16,4	-17,2	439,3
En moneda extranjera	1,1	5,6	5,1	-2,3	-4,0	1,6	-1,5	-2,6	21,4
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-8,2	-13,0	-14,0	-15,1	-16,7	-16,3	-14,0	-12,8	89,7
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>1.246,6</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>12,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	-
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>58,1</b>	<b>58,9</b>	<b>60,6</b>	<b>58,9</b>	<b>59,0</b>	<b>58,7</b>	<b>58,7</b>	<b>59,0</b>	-

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.

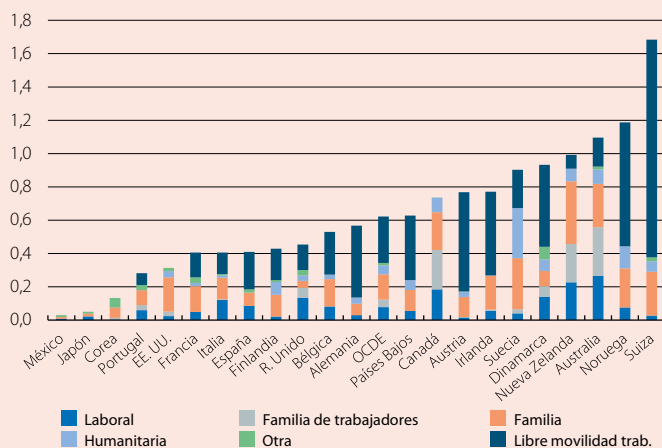
## INMIGRACIÓN: IMPACTO Y PERSPECTIVAS

## El fenómeno de la inmigración en los países avanzados: de la percepción a la realidad

En una encuesta reciente, realizada en 14 países, se preguntó a los ciudadanos qué porcentaje de la población creían que era inmigrante. La respuesta promedio fue que dicha proporción era del 24%, algo más del doble que la cifra real. En algunos países la desviación era extrema: en EE. UU., la proporción de población inmigrante percibida era del 32% (12% en la realidad) y en Italia, del 30% (la cifra real era del 7%).<sup>1</sup> No se trata de resultados atípicos, ya que se confirman encuesta tras encuesta.<sup>2</sup> ¿Se trata del único sesgo de percepción sobre el fenómeno migratorio existente? En absoluto. En otro sondeo, se interrogaba a los británicos sobre la composición de la inmigración, distinguiendo entre inmigrantes de origen comunitario de otros procedentes de fuera de la UE. De nuevo, la percepción y la realidad divergieron, ya que se creía que un 25% de los inmigrantes eran de la UE, cuando en realidad lo eran un 37%.<sup>3</sup> Probablemente, porque cuando el inmigrante es más semejante a nosotros, tendemos a no percibirlo como tal. Y eso importa, porque, según el Eurobarómetro, mientras un 58% de los ciudadanos de la UE tiene una percepción bastante o muy negativa de los inmigrantes de fuera de la UE, esa cifra se rebaja un tanto en el caso de los inmigrantes de la UE y se sitúa en el 36%. Si además se trata de fenómenos relativamente recientes, como los refugiados por motivos políticos, los sesgos aún son mayores: según el estudio «Humanitarian Index» de 2016, los alemanes y los franceses creían haber acogido cinco veces más refugiados sirios de los que realmente habían recibido.

### Flujos de migraciones por categoría, 2013 \*

(% de la población total)



Nota: \* Migrantes permanentes.

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

Y, bien, si la percepción del fenómeno migratorio es errónea, ¿cuál es su realidad? Respecto al primer sesgo identificado, el referido al volumen o nivel total de la inmigración, cabe oponer una realidad más comedida: en 2014, para el conjunto de países de la OCDE, el *stock* de inmigrantes nacidos fuera del país representaba aproximadamente un 13% de la población. Se trata de una cifra que, a pesar de los fuertes vaivenes cíclicos de las economías avanzadas en los últimos años, ha variado solo de forma gradual: en 2000, la proporción era del 10%. Lógicamente, esta evolución del conjunto integra una notable disparidad de situaciones nacionales. Así, España, por ejemplo, se situaba en 2014 en una proporción del 13,2%, una cifra semejante al 13,3% de Alemania o al 13,4% de Estados Unidos, pero significativamente alejada del 28,9% de Suiza o del 28,5% de Australia, en el extremo superior de la muestra, o del 0,8% de México o del 1,7% de Japón, en el inferior. Como también difiere la velocidad a la que se ha llegado al actual *stock* de inmigrantes: en el periodo 2000-2014, mientras España

veía aumentar en 8,4 p. p. la proporción de inmigrantes, en Israel la ratio disminuía en 8,6 p. p. Precisamente la velocidad a la que cambia el *stock* es uno de los factores que la literatura ha identificado como explicativos de la preocupación o ansiedad de la opinión pública sobre el fenómeno migratorio, preocupación que puede estar alimentando a su vez el sesgo de percepción.<sup>4</sup>

El segundo error de percepción antes mencionado se centra en el ámbito de las categorías o tipologías de migrantes, especialmente en las que podríamos denominar «no tradicionales», como los asilados por causas humanitarias. En 2014, y como viene sucediendo en los últimos años, la principal tipología de inmigrantes que entraron en los países de la OCDE fueron lo que se denominan «migraciones familiares», llegando a representar un tercio de todas las entradas de inmigrantes.<sup>5</sup> La segunda categoría son los inmigrantes que proceden de países con acuerdos de libre movimiento de personas (situación que afecta principalmente a los países europeos, sean o no comunitarios). Estas dos categorías representan cerca de dos tercios de las entradas de

1. Ipsos MORI (2014), Encuesta «Perceptions are not reality: Things the world gets wrong».

2. Por ejemplo, en una encuesta anterior, de Transatlantic Trends (2010), se situaba la proporción de inmigrantes sobre la población total percibida en el 25% en Italia, frente a la realidad del 7%, o del 39% en EE. UU., frente al 14% real.

3. Ipsos MORI (2016), Encuesta «European Union, the Perils of Perception».

4. Véase, World Migration Report 2011, International Organization for Migration.

5. Las migraciones familiares son las que integran familiares directos de un ciudadano residente en el país, ya sea nacional o extranjero, como su esposa o hijos.

inmigrantes en la OCDE. La tercera tipología, a notable distancia de las anteriores, es la de los inmigrantes por motivos laborales. Son aún menores las entradas de inmigrantes por motivos humanitarios y aquellas que se denominan «familiares de los trabajadores».<sup>6</sup>

Por tanto, el sesgo que podemos denominar de composición, esto es la diferencia entre tipología de inmigrantes realmente registrada y la percibida, queda puesta de manifiesto en las cifras anteriores. Una parte importante de los inmigrantes (en especial, los que se mueven bajo la categoría del libre movimiento de personas europeo), probablemente, tienden a ser percibidos como más semejantes a los habitantes de los países de destino, con lo cual el sesgo que se produce es, como hemos visto, el de infraestimar su importancia. En cambio, categorías nuevas, que habitualmente reciben notable atención mediática, como los refugiados por motivos humanitarios, se sobreestiman significativamente y además se tiende a pensar que es un fenómeno reciente cuando, en realidad, es un flujo de entrada bastante recurrente en el periodo de 2008 a 2014.

Estos dos sesgos –el del nivel y el de la composición– no son en absoluto curiosidades académicas. Las percepciones ciudadanas condicionan, de una forma u otra, la calidad de la convivencia, las posibilidades de integración y las políticas de inmigración (para una revisión de las mismas véase el artículo «Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también integrarse», en este mismo Dossier). Por tanto, es más fácil (o más bien, menos difícil) diseñarlas adecuadamente si la realidad de la inmigración es conocida por los actores económicos. Además, las tendencias de futuro apuntan a que, en los países avanzados, el crecimiento de la población se equiparará, en gran medida, al crecimiento vía inmigración.

Según las Naciones Unidas, entre 2015 y 2050, el crecimiento vegetativo de la población (nacimientos menos defunciones) de los países de rentas altas será aproximadamente de 20 millones de personas, mientras que la aportación de la inmigración neta será de 90 millones o, lo que es equivalente, un 82% del crecimiento de la población derivará de la inmigración. No obstante, no hay que perder de vista que, en los países avanzados, la proporción de inmigrantes sobre la población pasará de representar una cifra del orden del 13% de la población en 2015 a un 18% en 2050. Un cambio importante pero no, en cualquier caso, un giro copernicano en la composición de las sociedades avanzadas.

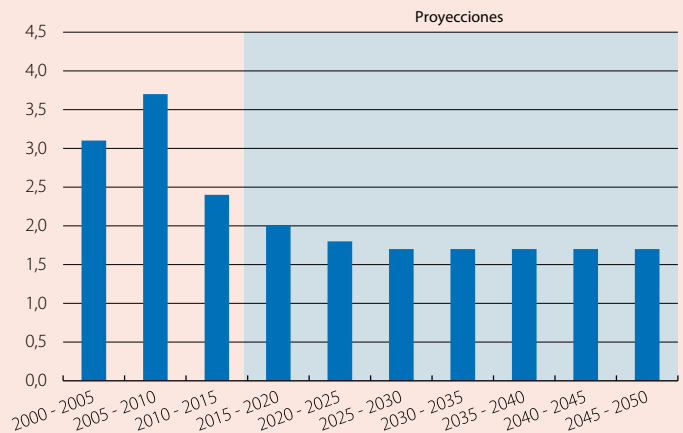
A pesar de todo, y vista esta proyección, es importante que el fenómeno migratorio, al menos, se perciba en términos realistas, y no de mitos o bulos. Se atribuye al sociólogo Auguste Comte la frase «la demografía es el destino». Parafraseándole, y con las proyecciones anteriores en la mano, la inmigración es el futuro para muchas sociedades avanzadas y para prepararse, mejor partir de un análisis basado en hechos. Confiamos en que el presente Dossier, que integra artículos que exploran las políticas migratorias («Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también integrarse»), los efectos económicos de la inmigración («El impacto económico de la inmigración») y algunos aspectos del caso español («Fenómeno migratorio en España: ¿de la inmigración a la emigración?»), sea nuestro grano de arena para construir una imagen ajustada a la realidad de una dinámica de presente y de futuro de importancia cabal.

Àlex Ruiz

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

### Perspectivas migratorias a largo plazo en las economías avanzadas

Tasa de migración neta media anual (por 1.000 habitantes)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de las Naciones Unidas.

6. En esta categoría se incluyen, por ejemplo, los reagrupamientos de familias algunos de cuyos miembros han llegado al país de destino previamente.

## El impacto económico de la inmigración

¿Cuál es el impacto de la inmigración? Los efectos económicos y sociales de la inmigración en el país de destino son múltiples y abordar todas sus dimensiones es como abrir la caja de Pandora. Por este motivo, lejos de pretender hacer un repaso exhaustivo de todos los ámbitos en los que la inmigración puede tener un impacto relevante, el presente artículo centra el análisis en uno de los elementos más importantes: los efectos sobre el mercado laboral. También se apunta brevemente el impacto que los flujos migratorios pueden tener en otras dos dimensiones: el uso de los recursos públicos y la cohesión social.

Desde el punto de vista del mercado laboral, se suele simplificar la llegada de inmigrantes en una economía como un aumento de la oferta de trabajo y, por tanto, como un *shock* que ejerce presión a la baja sobre los salarios de los nativos. Sin embargo, la estructura productiva de un país es mucho más compleja y ello hace que esta conclusión, en general, no sea válida.

En primer lugar, no todos los trabajadores de un país son iguales, como tampoco todos los inmigrantes lo son. En este sentido, los efectos de la llegada de una ola de inmigración sobre los trabajadores del país de destino dependerá tanto de las cualidades y capacidades de dichos trabajadores como de las de los inmigrantes. En particular, los trabajadores con características parecidas a los inmigrantes (sustitutos) tienen más posibilidades de que su salario se vea presionado a la baja.<sup>1</sup> Así, para este segmento de trabajadores, la llegada de los inmigrantes sí que equivale a un aumento de oferta. Por el contrario, si las características del trabajador nativo son muy distintas a las de los inmigrantes, puede que la situación de dicho trabajador mejore con su llegada (efecto de complementariedad). Este ha sido el caso de muchas mujeres con niveles altos de educación (*skilled*, en inglés) en los países desarrollados, que han podido aumentar las horas de trabajo remunerado y prosperar en su carrera profesional gracias a la mayor oferta de servicios domésticos (especialmente cuidado de niños y ancianos) favorecida por los flujos migratorios.<sup>2</sup> Por tanto, para el conjunto de trabajadores de un país, el efecto de la llegada de trabajadores de otros países será globalmente positivo si los beneficios de los trabajadores que ganan con la llegada son mayores que los costes que soportan los que pierden.<sup>3</sup>

Aunque hay numerosos estudios que intentan estimar el impacto de la llegada de trabajadores foráneos sobre el mercado laboral del país de destino, está costando mucho que los principales expertos en la materia alcancen una posición consensuada. Uno de los motivos de la falta de acuerdo radica en la dificultad de aislar el efecto de la inmigración del de otros factores que pueden estar afectando al mercado laboral de forma contemporánea, como la tecnología, la globalización o el propio ciclo económico.

Para el caso de EE. UU., país en el que se centra la mayoría de estudios, existen dos posiciones encontradas: los que apuntan a que la inmigración ha reducido los salarios de los trabajadores estadounidenses, y los que defienden que el impacto ha sido negligible. Por ejemplo, David Card, profesor de Berkeley y uno de los máximos expertos en la materia, concluye que la inmigración no ha afectado de manera significativa a los trabajadores estadounidenses de ningún tipo. En cambio, George Borjas, profesor de Harvard y referente de la posición contraria, considera que los salarios de los trabajadores estadounidenses con un menor nivel educativo (*unskilled*, en inglés) han caído sustancialmente como consecuencia de los flujos migratorios.<sup>4</sup> Según Borjas, la propia inmigración está aumentando la movilidad de los trabajadores estadounidenses (dentro y fuera del propio país), y el impacto de la inmigración en los salarios de estos trabajadores es significativo y debe tenerse en cuenta. Sin embargo, otros estudios más recientes, que sí tienen en cuenta el efecto apuntado por Borjas, parecen confirmar la tesis de Card de efectos modestos en los salarios.<sup>5</sup>

Concretamente, David Card argumenta que la llegada de trabajadores extranjeros con nivel educativo bajo en EE. UU. ha sido absorbida sin vaivenes en los salarios gracias al ajuste de las técnicas de producción. La idea de este mecanismo es sencilla: la producción de un bien agrícola, por ejemplo, puede realizarse mediante varias combinaciones de factor trabajo y factor capital, y cada país escoge el *mix* adecuado en función de la abundancia de cada uno de los factores. Ello es evidente cuando comparamos cómo se produce un bien agrícola en un país avanzado y en un país emergente: en términos relativos, la producción agrícola es más intensiva en maquinaria en los países avanzados que en los emergentes. Del mismo modo, cuando un país como EE. UU.

1. Puede también afectar a su tasa de empleo si la presión a la baja sobre el salario lo sitúa en un rango en el que los nativos prefieren no trabajar.

2. Para el caso español véase Farré, L., González, L. y Ortega, F. (2011), «Immigration, family responsibilities and the labor supply of skilled native women». The BE Journal of Economic Analysis & Policy, 11(1).

3. Si los inmigrantes tuvieran las mismas calificaciones que los trabajadores nativos, los salarios se pueden ver afectados a corto plazo pero, a la larga, este efecto tenderá a diluirse con el aumento de la capacidad productiva del país.

4. Véase Card, D. (2005), «Is the new immigration really so bad?». The Economic Journal, 115(507), F300-F323. Y Borjas, G. J. (2006), «Native internal migration and the labor market impact of immigration». Journal of Human resources, 41(2), 221-258.

5. Véase Ottaviano, G. I. y Peri, G. (2012), «Rethinking the effect of immigration on wages». Journal of the European economic association, 10(1), 152-197.

recibe una oleada de inmigración poco calificada, esta puede ser absorbida mediante un ligero cambio en la intensidad de los factores de producción, en este caso, aumentando la intensidad del factor «trabajador poco calificado» frente al factor «maquinaria». Así, la presión a la baja sobre los salarios que ejerce la mayor oferta de trabajadores poco calificados queda compensada por la presión al alza, fruto de una demanda más elevada que ejercen aquellos sectores que quieren aprovechar la mayor abundancia de dichos trabajadores.<sup>6</sup>

Los economistas que defienden que el impacto de la inmigración sobre los salarios ha sido escaso argumentan que hay otro mecanismo que lo facilita, el llamado «cambio en el *mix* de producción». Concretamente, se ha observado que los países receptores de importantes flujos migratorios cambian la composición de los bienes producidos, aumentando la producción de aquellos bienes con un uso más intensivo del tipo de trabajador que llega. De esta forma, y tal como ocurría con el mecanismo anterior, oferta y demanda se ajustan, y dejan los salarios básicamente inalterados.

Fuera ya del perímetro del mercado laboral, otra área que suele centrar la atención cuando se analiza el impacto de la inmigración es la competencia que ejercen los inmigrantes en el uso de los servicios públicos. Sin embargo, como ya ocurriera en el plano laboral, cabe valorar adecuadamente todos los factores. En algunos casos, puede que existan nativos perjudicados por la llegada de los inmigrantes. Un ejemplo paradigmático es el efecto desplazamiento (*crowding out effect*, en inglés) que pueden sufrir los nativos más pobres en el acceso a la vivienda social. Sin embargo, la entrada de inmigrantes también suele ir acompañada de un aumento de la actividad económica y, por tanto, de la recaudación. Así, un estudio reciente de la OCDE muestra que, cuando se tienen en cuenta todos los factores, el efecto total de la inmigración sobre las cuentas públicas de los países receptores es nulo.<sup>7</sup>

El análisis del impacto de la inmigración no puede cerrarse sin una mención a uno de los temas que más polémica está generando: el efecto de la inmigración sobre la cohesión social. Según Paul Collier, profesor de Oxford y experto en la materia, confianza y cooperación son dos elementos que caracterizan las economías prósperas y modernas. Una prosperidad que se ve reforzada, a su vez, por este binomio de confianza y cooperación: dos atributos estrechamente ligados, pues sin confianza no puede darse cooperación alguna. Sin embargo, este círculo virtuoso que se establece entre prosperidad-modernidad y confianza-cooperación es frágil, pues se cimienta en la confianza entre los individuos de una misma sociedad. Por ello, como se apunta en el siguiente artículo del Dossier, «Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también integrarse», toda política migratoria debe centrarse en la gestión ordenada de los flujos migratorios y, sobre todo, en integrar de forma exitosa a los inmigrantes.

Clàudia Canals

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

6. Existen distintos estudios de Gordon H. Hanson y Matthew Slaughter que muestran la importancia de este mecanismo en distintas economías. Asimismo, para el caso español también existe evidencia en el artículo de González, L. y Ortega, F. (2011), «How do very open economies adjust to large immigration flows? Evidence from Spanish regions». *Labour Economics*, 18(1), 57-70.

7. Véase Liebig, T. y J. Mo (2013), «The fiscal impact of immigration in OECD countries». *International Migration Outlook 2013*, OECD Publishing.



## Las políticas de inmigración: no solo entrar sino también integrarse

La inmigración es una realidad en casi todos los países occidentales y, en un contexto de envejecimiento poblacional que avanza a un ritmo desigual entre países, es un fenómeno que seguirá ganando relevancia. Sin embargo, su gestión supone un reto importante para los países de acogida. Si la inmigración está aquí para quedarse, es de suma importancia que los gobiernos realicen una política migratoria que consiga una buena gestión de los flujos migratorios y que facilite la integración exitosa de los recién llegados.

Para que la gestión de los flujos migratorios sea ordenada y efectiva, hay que centrar los esfuerzos en dos ámbitos. Primeramente, se debe limitar la inmigración irregular con un control efectivo de las fronteras y asegurar que los inmigrantes que residen en el país tienen los documentos en regla. En segundo lugar, se debe favorecer una inmigración regular que esté acorde con las necesidades y objetivos del país. En este sentido, una de las claves es que la concesión del permiso tenga en cuenta el objetivo principal de la migración. Por ejemplo, conseguir un trabajo, reunirse con la familia o huir de un conflicto bélico, para centrarnos en los principales.

La inmigración de carácter laboral es un elemento central de las políticas de entrada por su impacto potencial en el mercado de trabajo del país receptor.<sup>1</sup> Generalmente, la concesión de permisos se puede llevar a cabo por la vía de la demanda laboral o por la de la oferta. Por la vía de la demanda, la obtención de un permiso laboral (temporal o permanente) suele depender de las necesidades concretas del mercado de trabajo y de si hay una escasez probada de mano de obra para una ocupación determinada. El problema reside en acreditar fehacientemente esta escasez. Varios países disponen de mecanismos que les ayudan a identificar en qué ocupaciones es muy difícil satisfacer la demanda laboral. Por ejemplo, en EE. UU. para ciertos empleos es obligatorio anunciar una oferta laboral en el mercado local antes de poder contratar en el exterior. Por la vía de la oferta, la obtención de un permiso suele depender de las características del inmigrante. En este sentido, son ilustrativos los llamados sistemas de inmigración por puntos que utilizan Canadá, Australia y Nueva Zelanda, que condicionan la concesión del permiso a la obtención de una puntuación mínima en un cuestionario que tiene en cuenta aspectos como el conocimiento de la lengua del país o el nivel educativo. Vea usted mismo si podría solicitar un visado permanente en Australia en la tabla adjunta (si no suma un mínimo de 60 puntos, el sistema no le permite ni solicitarlo). Ambos tipos de políticas pueden conseguir el mismo resultado, depende solo de cómo se diseñe cada sistema, y en la práctica la mayoría de países utiliza una mezcla de los dos. Lo importante es que el sistema ofrezca los mecanismos legales para que sea posible la contratación de inmigrantes de todos los niveles de formación y experiencia, tomando en cuenta tanto las necesidades del mercado de trabajo actuales y a largo plazo, como el impacto de la inmigración en el país.

Otra parte importante de los flujos migratorios corresponde a la inmigración familiar y a la libre circulación. Estas categorías están formadas respectivamente por la entrada de familiares directos de un ciudadano residente en el país, ya sea nacional o extranjero, y por los inmigrantes que proceden de un país con el que hay un tratado de libre circulación de personas, como en la UE o entre Australia y Nueva Zelanda. Para ambos tipos de flujos, el permiso está condicionado a que estos inmigrantes no supongan una carga económica para el estado receptor, por lo que suele haber un requerimiento de ingresos mínimo o una limitación del derecho a determinadas prestaciones sociales e, incluso, para el familiar de un inmigrante, se suele requerir un mínimo conocimiento del idioma del país para poder facilitar así su integración.

### Puntos otorgados por cada factor para conseguir un visado permanente en Australia

Factor	Descripción	Puntos	Factor	Descripción	Puntos	
Edad	18-24 años	25	Educación (cont.)	Diplomatura o equivalente en Australia	10	
	25-32 años	30		Otra cualificación reconocida por la autoridad competente	10	
	33-39 años	25	Experiencia en ocupación altamente cualificada (máximo de 20 puntos)	Fuera de Australia (de los últimos 10 años)	Entre 3 y 5 años	5
	40-44 años	15			Entre 5 y 8 años	10
	45-49 años	0		Entre 8 y 10 años	15	
Conocimiento del inglés (nivel acreditado en test oficial)	Correcto	0		Entre 1 y 3 años	5	
	Competente	10	En Australia (de los últimos 10 años)	Entre 3 y 5 años	10	
	Muy competente	20		Entre 5 y 8 años	15	
Educación	Doctorado en universidad australiana u otra de estándar equivalente	20	Entre 8 y 10 años	20		
	Licenciatura en universidad australiana u otra de estándar equivalente	15	Otros factores	Conocimiento acreditado de una lengua indígena	5	
				Pareja con alto nivel educativo	5	

**Nota:** Un mínimo de 60 puntos es necesario para poder ser invitado a solicitar un visado permanente de trabajador cualificado (Skilled Independent visa).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos facilitados por el Australian Department of Immigration and Border Protection.

1. La inmigración laboral representó el 14% de los flujos migratorios permanentes (de más de un año de estancia) en los países de la OCDE en 2014, véase el artículo «El fenómeno de la inmigración en los países avanzados: de la percepción a la realidad» de este mismo Dossier para más detalle.

Finalmente, la última categoría con un peso relevante es la migración por razones humanitarias,<sup>2</sup> formada por los demandantes de asilo que han obtenido protección en el país de acogida. El criterio de concesión en este caso está regido exclusivamente por la necesidad de protección del inmigrante y no por criterios económicos o que maximicen la probabilidad de integración en el país. El sistema actual de demanda de asilo en los países desarrollados, garantista pero complejo, no está adaptado para gestionar flujos grandes e inesperados de refugiados como los experimentados en 2015 y 2016. A grandes rasgos, las principales áreas en las que se puede mejorar son la capacidad de gestionar demandas de asilo y de acogida temporal así como en la coordinación entre países receptores. Todas ellas son acciones de suma importancia pero también muy complejas.

Además de la gestión de los flujos migratorios, una política migratoria efectiva debe disponer de medidas de integración eficaces, una cuestión importante tanto para los inmigrantes como para la economía y la cohesión social del país de acogida. Las políticas de entrada buscan maximizar la integración de los inmigrantes, pero esta tarda tiempo en materializarse y no siempre es exitosa. Muchos factores pueden dificultar el proceso, pero los más comunes suelen ser un conocimiento limitado de la lengua, una formación inadecuada o no reconocida, y la discriminación laboral.

Así, uno de los puntos de partida para facilitar la integración de los inmigrantes es asegurarse de que sus habilidades y su formación están acreditadas en el país de origen. El caso de un físico nuclear ruso que solo consigue trabajar de taxista en Londres parece extremo, pero la realidad es que en la UE alrededor del 33% de los inmigrantes con formación universitaria trabajan en ocupaciones que requieren un nivel de formación inferior.<sup>3</sup> Otro paso imprescindible para integrarse pasa por ser capaz de comunicarse correctamente en la lengua del país de acogida. Asimismo, los inmigrantes suelen tener poco conocimiento del funcionamiento del mercado laboral y una red de contactos limitada, lo que también puede dificultar su integración. No solo los inmigrantes tienen limitaciones en este sentido, los hijos de los inmigrantes también tienen dificultades en la escuela y en el mundo laboral.

Por tanto, las políticas de integración deben tener en cuenta muchos aspectos, lo cual las podría hacer muy complejas. Sin embargo, hay un mecanismo de integración que ha demostrado ser muy eficaz, la obtención de un empleo. Ello permite, por ejemplo, perfeccionar el conocimiento de la lengua y desarrollar la red de contactos. En parte por esta razón, los inmigrantes que llegan con un permiso de trabajo se integran más rápidamente que aquellos que llegan con un permiso familiar o humanitario. Así, el grueso de las políticas de integración debe centrarse en facilitar la entrada de los inmigrantes en el mercado laboral. En este sentido, uno de los principales retos a los que se enfrentan es la discriminación por motivo de origen en la entrada al mercado laboral. Varios estudios realizados en países desarrollados muestran que si se mandan unos currículos idénticos con la excepción del nombre, aquellos con un nombre de origen extranjero tienen una menor probabilidad de ser llamados para una entrevista.<sup>4</sup> Por otro lado, otro de los ejes de la política de inserción en el mercado laboral son las políticas activas de empleo, que deben prestar especial atención a un colectivo como el inmigrante, que tiene problemas específicos.

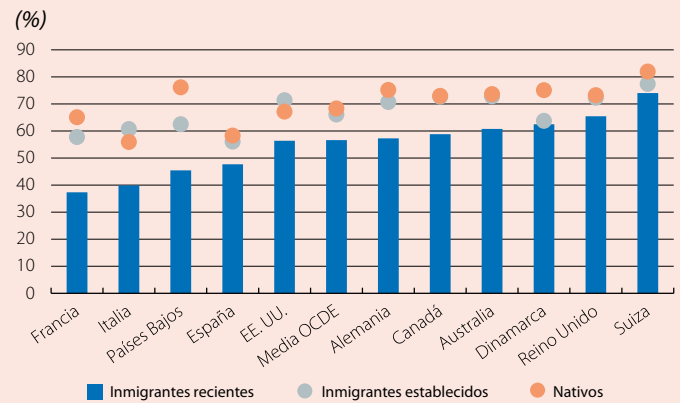
El último paso para la plena integración de un inmigrante en el país es la obtención de la nacionalidad (la llamada naturalización). La mayoría de países solo la conceden después de muchos años de residencia y tras superar un test que asegure un conocimiento mínimo del idioma y del país (¡atrévase usted a realizar el test de conocimiento sobre España necesario para obtener la nacionalidad!).<sup>5</sup> La obtención de la nacionalidad puede ser el mayor incentivo para que un inmigrante se integre en la sociedad de acogida, y establecer unas normas exigentes que condicionen la nacionalidad a la integración suele tener resultados muy positivos.

En definitiva, las políticas migratorias son, como hemos visto, todo un conjunto de medidas que van mucho más allá de la protección de la frontera de un país. Una gestión adecuada de los flujos migratorios es el primer paso, la integración exitosa en el país es el objetivo a conseguir.

Josep Mestres Domènech

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

### Tasa de empleo por lugar de nacimiento y duración de estancia, 2015



**Nota:** Inmigrantes recientes son aquellos que llegaron durante los cinco años previos a la encuesta e inmigrantes establecidos aquellos que llegaron al menos cinco años antes de la encuesta. La población se refiere a la población en edad activa (15-64).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de «OECD International Migration Outlook 2016».

2. Alrededor de un 9% de los flujos migratorios permanentes en los países de la OCDE correspondió a inmigrantes por razones humanitarias.

3. Comparado con alrededor del 25% de los nativos. OCDE (2015), «Indicators of Immigrant integration».

4. OCDE (2014), «International Migration Outlook».

5. Prueba de conocimientos constitucionales y socioculturales de España (CCSE): <https://ccse.cervantes.es/>

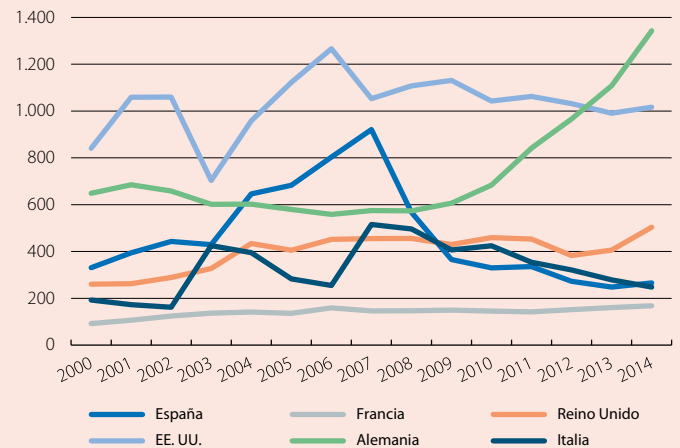
## Fenómeno migratorio en España: ¿de la inmigración a la emigración?

En la década de los 2000 fueron muchas las personas que inmigraron a España en busca de oportunidades. En particular, entre el 2004 y el 2008, España recibió un flujo acumulado de 3,7 millones de personas y, en 2007, batió el récord de llegada de personas extranjeras, que sumaron más de 900.000, lo que le convirtió en el segundo receptor de inmigrantes en términos absolutos entre los países de la OCDE, después de EE. UU.<sup>1</sup> Sin embargo, la crisis no solo puso freno a la inmigración,<sup>2</sup> sino que además estimuló la emigración de tal modo que el saldo migratorio se mantuvo en números rojos entre 2012 y 2014. En este artículo, analizamos la evidencia sobre los fenómenos de migración más recientes vividos en España, con especial atención a la emigración de los últimos años y a la salida de los jóvenes más formados.

La inmigración afecta al país receptor a través de distintas vías. El artículo «El impacto económico de la inmigración», de este mismo Dossier, analiza los principales canales a través de los cuales este fenómeno afecta a la economía. Para el caso de España, donde el stock de inmigrantes nacidos fuera del país representa un 13,2% de la población, cifra similar a la de países como Alemania y Reino Unido,<sup>3</sup> existen diferentes estudios que analizan los efectos que la reciente ola de inmigración tuvo en el país. Estos análisis coinciden en apuntar que, en lo que al mercado laboral se refiere, el flujo de inmigración tuvo un efecto nulo o mínimo sobre los niveles totales de ocupación y los salarios que percibían los españoles aunque sí afectó a la especialización y a la distribución de las ocupaciones de los nativos, impulsándolos a ocupar trabajos con un menor contenido de tareas manuales.<sup>4</sup> De igual modo, la llegada de inmigrantes tuvo un efecto positivo en la tasa de participación de las mujeres nativas cualificadas como respuesta a una mayor disponibilidad de servicios proporcionados por inmigrantes<sup>5</sup> y también ayudó a posponer los problemas derivados del envejecimiento de la población. Asimismo, el impacto del aumento de la oferta laboral sobre el crecimiento económico no fue nada desdeñable: la inmigración explica más del 50% del crecimiento del PIB entre los años 2000 y 2005, según estimaciones del Gobierno.<sup>6</sup> Sin embargo, a nivel agregado, la inmigración tuvo un efecto negativo sobre la productividad y redujo la dotación de capital por trabajador, dado que se emplearon en sectores típicamente intensivos en trabajo, como la construcción. En el mismo sentido, se estima que la inmigración contribuyó en un tercio del boom inmobiliario del periodo 1998-2008, en términos tanto de precios como de nueva construcción.<sup>7</sup>

### Flujos de inmigración

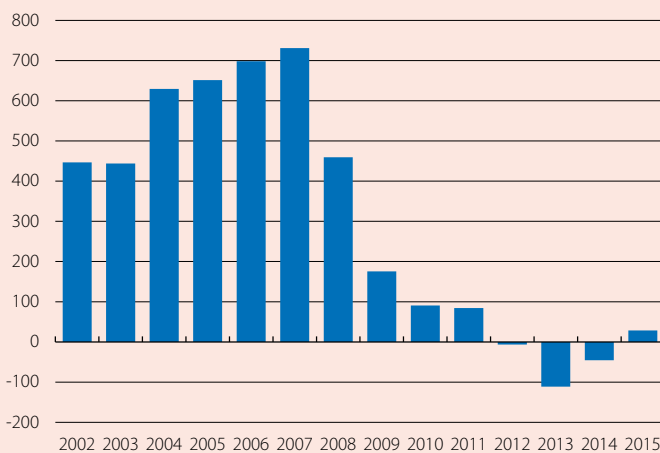
(Miles de personas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (International Migration Database).

### Saldo migratorio

(Miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Estadística de variaciones residenciales).

1. Véase OCDE, International Migration Database.

2. En 2015, 397.524 personas inmigraron a España. Véase Estadística de variaciones residenciales, INE.

3. Datos de 2014. Véase OCDE, International Migration Database.

4. De la Rica, Sara, Glitz, Albrecht y Ortega, Francesc (2014), «Immigration in Spain: what have we learned from recent evidence?». Cuadernos Económicos de ICE, vol. 87, pp. 9-28; y De la Rica, Sara y Amuedo-Dorantes, Catalina (2009), «Complements or Substitutes? Task Specialization by Gender and Nativity in Spain». IZA Discussion Paper No. 4348.

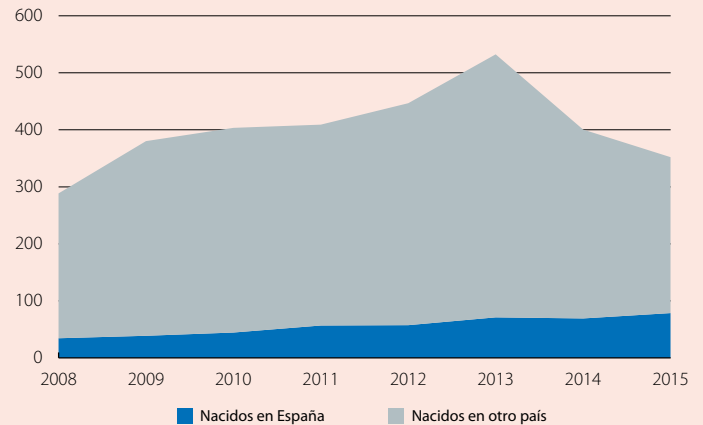
5. De la Rica, Sara, Glitz, Albrecht y Ortega, Francesc (2014), «Immigration in Spain: what have we learned from recent evidence?». Cuadernos Económicos de ICE, vol. 87, pp. 9-28.

6. El mismo estudio describe que la inmigración tuvo un impacto neto sobre la renta per cápita de 3 puntos en el periodo 1996-2005. Sebastián, Miguel (2006), «Inmigración y economía española: 1996-2006». Oficina Económica del Presidente del Gobierno.

7. González, Libertad y Ortega, Francesc (2013), «Immigration and Housing Booms: Evidence from Spain». Journal of Regional Science, 53(1): 37-59.

El flujo de inmigrantes y emigrantes cambió súbitamente con la entrada de la economía española en recesión en 2008. Se calcula que anualmente unas 400.000 personas han abandonado España desde 2009, mientras que en el periodo 2002-2005 esta cifra se mantuvo en 50.000 en promedio. En España, históricamente, se han producido fuertes oleadas de emigración (como la emigración hacia América en el siglo XIX y principios del XX, los desplazamientos derivados de la Guerra Civil y la emigración a la Europa desarrollada en las décadas de los sesenta y setenta), por lo que el fenómeno no es nuevo. Aunque estas cifras han generado cierta alarma por los temores a que los jóvenes más cualificados estén saliendo del país, la comúnmente denominada «fuga de cerebros», un análisis un poco más sofisticado nos permite advertir que la mayoría de personas que han emigrado son extranjeras y, principalmente, inmigrantes que llegaron con la ola migratoria de 1998-2007.

### Flujo de emigración desde España hacia el extranjero en función del lugar de nacimiento (Miles)



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

En particular, del total de las 352.003 personas que emigraron de España en 2015, solo 64.136 personas nacieron en el país. Por lo tanto, la magnitud de la emigración de jóvenes españoles nacidos en España tiene un tamaño inferior al que se deduce de una primera lectura de las estadísticas (representan solamente un 18% del total de emigrantes). No obstante, conviene destacar que este número se ha más que duplicado desde 2009, siendo Francia, Reino Unido, Alemania y Argentina sus principales países receptores.<sup>8</sup>

De igual modo que la inmigración, la emigración tiene consecuencias destacables en el país de origen. La persistencia de flujos continuados de emigración podría limitar el crecimiento potencial de la economía española y agudizar los problemas que conlleva el envejecimiento de la población. En particular, la emigración de jóvenes cualificados reduce la mano de obra cualificada, lo que puede erosionar el crecimiento de la productividad y, en última instancia, de la actividad económica.<sup>9</sup> En el caso de España, la tasa de emigración de personas cualificadas en 2011 se situaba entre las más bajas de la OCDE, concretamente en el 2,8%, en comparación con países con economías avanzadas como Francia, Suecia, Países Bajos y Reino Unido, que registraron tasas de 6%, 7%, 8% y 11%, respectivamente.<sup>10</sup> Además, un reciente estudio del Banco de España señala que, a partir de 2011, el peso de las personas con niveles educativos más bajos ha aumentado entre la población emigrante nacida en España.<sup>11</sup> Estos resultados nos llevan a pensar que la emigración, de momento, no limita el crecimiento de la capacidad productiva. Sin embargo, es un fenómeno que habrá que seguir de cerca ya que probablemente seguirá siendo una constante en el país, como ocurre en la mayoría de los países desarrollados.

Finalmente, cabe destacar que muchos de los emigrantes que han salido en los últimos años probablemente acabarán retornando. En un reciente análisis, la OCDE estimó que entre el 20% y el 50% de los inmigrantes que recibe un país se marcha en los cinco primeros años de su llegada, ya sea para volver a casa o para mudarse a un tercer país.<sup>12</sup> España, que ya registra notables crecimientos de la actividad económica y la ocupación, debería ser capaz de ofrecer a aquellas personas que emigraron suficientes oportunidades de desarrollo profesional y personal como para que quieran regresar.

Anna Campos

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

8. Cabe destacar que las estadísticas pueden estar infraestimando el número de personas que ha salido del país dado que están basadas en el padrón de residentes en el extranjero y es posible que haya un número notable de personas emigrantes que no se inscriban como residentes en el extranjero.

9. OCDE (2015). «Connecting with Emigrants: A global Profile of diasporas».

10. La tasa se define como el número de personas con educación terciaria nacidas en España que residen en el extranjero sobre el total de la población con educación terciaria nativa en España. OCDE (2015), «Connecting with Emigrants: A global Profile of diasporas».

11. Izquierdo, Mario, Jimeno, Juan F. y Lacuesta, Aitor (2015). «Spain: From immigration to emigration?», Banco de España.

12. OCDE (2008), «International Migration Outlook».

## CaixaBank Research

### PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
Correo electrónico: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

##### La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Jorge Meliveo y Judit Montoriol, 02/2016

##### Radiografía de la productividad del trabajo en España

Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

##### 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

##### La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

##### ¿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**

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

Recursos de clientes	296.599
Créditos sobre clientes	206.437
Resultado atribuido al Grupo	814
Capitalización bursátil	18.702
Cientes (millones)	13,8
Empleados	32.242
Oficinas en España	5.211
Terminales de autoservicio	9.631

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":  
PRESUPUESTO 2016**

MILLONES €

Social	308,8
Investigación y formación	61,3
Divulgación de la cultura y el conocimiento	129,9
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

**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.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

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., 2016

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](http://www.cegeglobal.com)

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

