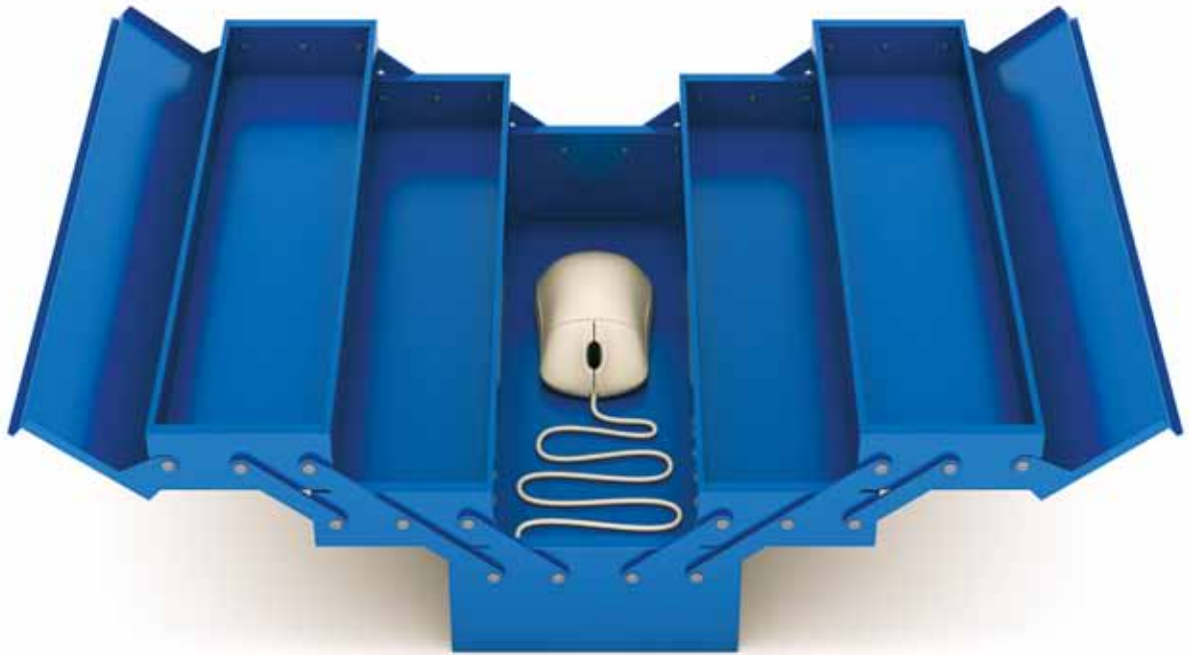


IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 406 | NOVIEMBRE 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Deuda emergente: un flanco débil ante la normalización monetaria de la Fed

UNIÓN EUROPEA

Los mercados de trabajo de la eurozona después de la crisis: reality-check

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La calidad del empleo: España en el contexto internacional

DOSSIER: INDUSTRIA 4.0

La industria como eje de transformación: pasado, presente y futuro

¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!

La nueva política industrial: retos y oportunidades

El futuro de la industria en España

INFORME MENSUAL**Noviembre 2016****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de octubre de 2016

Enric FernándezDirector 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 *Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos*10 *Las claves del FMI para la estabilidad financiera mundial
a medio plazo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Deuda emergente: un flanco débil ante la normalización
monetaria de la Fed*16 *El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Los mercados de trabajo de la eurozona después de la crisis:
reality-check*22 *Ajuste fiscal en la periferia: un trabajo a medias***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La calidad del empleo: España en el contexto internacional*28 *La demanda de vivienda: un crecimiento desigual*29 *Turismo, ¿un año excepcional?***32 DOSSIER: INDUSTRIA 4.0**32 *La industria como eje de transformación: pasado, presente
y futuro*

Carlos Martínez Sarnago

34 *¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!*

Adrià Morron Salmeron

36 *La nueva política industrial: retos y oportunidades*

Javier Garcia-Arenas

38 *El futuro de la industria en España*

Josep Mestres Domènech

El futuro de la industria

En los 20 años entre 1995 y 2015, la industria en España perdió un 15% de puestos de trabajo, mientras que el resto de sectores de la economía ganaron un 37% de empleos. No se trata de un fenómeno exclusivo de España: el proceso de desindustrialización afecta de forma generalizada a las economías avanzadas y, en algunas, como la de EE. UU., lleva más de medio siglo produciéndose.

Dicho proceso se caracteriza por la confluencia de tres factores: la reducción del empleo de la industria tanto en términos absolutos como relativos (el peso del empleo industrial en España pasó del 19,0% en 1995 al 12,7% en 2015); en menor medida, una caída de la contribución del valor añadido del sector al total del producto interior bruto (del 19,5% al 16,4% en España para el mismo periodo), y, en contraste, un aumento del valor añadido del sector en términos reales (+33% en estos 20 años y +56% por persona ocupada).

Las razones que explican la desindustrialización son múltiples, pero la fundamental es que la industria se beneficia del progreso tecnológico en mayor medida que el conjunto de los otros sectores. La automatización o robotización de procesos impulsa la productividad y permite producir mucho más con menos, lo que termina desplazando parte del empleo de la industria a otros sectores. Al efecto tecnológico se le suman otros que también mejoran la productividad como la subcontratación u *outsourcing* de determinados servicios (por ejemplo, la gestión contable) y la deslocalización u *offshoring* de parte de la producción a otros países gracias a la globalización y al despegue de las economías emergentes. Por el lado de la demanda, también es un hecho contrastado que, a medida que las economías se desarrollan, la demanda de servicios tiende a crecer más rápidamente que la de bienes.

A pesar de que el origen del proceso de desindustrialización yace en un factor a todas luces positivo, como son las mejoras de la productividad, lo cierto es que el fenómeno se observa, a menudo, con suspicacia y preocupación. Y hay motivos para ello. Por un lado, porque la pérdida de peso de la industria también se debe, en parte, a una serie de impedimentos mitigables con políticas económicas adecuadas. Y, por otro, porque ese proceso de desindustrialización no beneficia a todo el mundo (a quien pierde el empleo, poco le consuela que el conjunto de la economía crezca).

Algunos proponen recetas aparentemente sencillas para minimizar la pérdida de puestos de trabajo en la industria y promover un proceso de reindustrialización: barreras a las importaciones y subsidios directos al sector. Es el enfoque de Donald Trump, por ejemplo, pero la historia económica está repleta de fracasos rotundos de este tipo de políticas, que han acabado promoviendo la corrupción y la ineficiencia más que un desarrollo sostenible. Este enfoque podría provocar, además, una escalada de medidas proteccionistas a nivel global y un retroceso de la economía mundial como ya ocurrió en la Gran Depresión.

Las políticas industriales clásicas, mediante las que un Gobierno pretende promover directamente el desarrollo de determinadas industrias, tampoco cuentan con un buen *track record*. Al fin y al cabo, es muy difícil prever qué industrias tienen mayores probabilidades de éxito en su expansión.

Una estrategia no tan sencilla, pero más efectiva, requiere tomar medidas en varias dimensiones: compensar a los que pierden por la innovación tecnológica y la globalización, por ejemplo, con programas de formación y ayuda en la búsqueda de un nuevo empleo; contar con un sistema educativo adaptado a las nuevas demandas de la industria, como una formación profesional moderna; promover infraestructuras que tienen todo el sentido desde un punto de vista coste-beneficio, como el corredor Mediterráneo, y replantear aquellas regulaciones que frenan el crecimiento del tamaño de las empresas, que castigan especialmente al sector industrial. Ya no es cuestión de discriminar positivamente a un sector, se trata, al menos, de no penalizarlo.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de octubre de 2016

CRONOLOGÍA

OCTUBRE 2016

29 Mariano Rajoy es investido presidente del Gobierno español.

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

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).

DICIEMBRE 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 5 Índice de producción industrial (octubre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 15-16 Consejo Europeo.
- 16 Encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
- 20 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 22 Comercio exterior (octubre).
- 29 Tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 30 Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).
Posición de inversión internacional neta (3T).

Tranquilidad y buenos datos en el tramo final del año

La economía global inicia el último trimestre del año con menos focos de incertidumbre. Por un lado, en EE. UU., el buen comportamiento de la economía y las comunicaciones de la propia Fed dejan menos dudas sobre una más que probable subida de tipos en diciembre, lo que se ha traducido en una recuperación de la rentabilidad de la deuda pública y en mejoras de las cotizaciones bursátiles del sector bancario. Por otro lado, los buenos datos de crecimiento en China reducen los riesgos a corto plazo a una desaceleración brusca de la economía, aunque las dudas a medio plazo siguen presentes. Con ello, la economía mundial se encamina a un cierre de 2016 con un crecimiento del 3,1% y con la perspectiva de una aceleración en 2017 hasta el 3,5%. Sin embargo, para hacer buenas estas previsiones, la economía global deberá sortear exitosamente los riesgos geopolíticos (negociaciones por el *brexit*, calendario electoral en Europa y las idiosincrasias políticas de Turquía, Brasil y Rusia, entre otros), el creciente nivel de deuda mundial y la estrategia de normalización a medio plazo de la Fed.

Las economías emergentes aceleran en la segunda mitad del año, apoyadas por el mantenimiento de las tasas de crecimiento de China, la aceleración de la India y la mejora de Brasil y Rusia (que se alejan de la fase más aguda de sus respectivas recesiones). En concreto, la economía china creció un 6,7% interanual en el 3T por tercer trimestre consecutivo. De todos modos, más allá de este buen desempeño, existen factores de riesgo de fondo que siguen presentes (especialmente, la sostenibilidad de la deuda corporativa y el *boom* inmobiliario). En la fase opuesta del ciclo, los indicadores de Brasil y Rusia señalan una cierta mejora de sus respectivas economías, aunque en el conjunto del año no evitarán tasas de crecimiento negativas (CaixaBank Research espera un -0,8% para Rusia y un -3,3% para Brasil en el conjunto de 2016).

EE. UU. y la eurozona, por caminos separados. En EE. UU., el PIB creció un 0,7% intertrimestral en el 3T, lo que representa una aceleración del ritmo de crecimiento respecto a la primera mitad del año. El PIB de la eurozona, por su parte, mantuvo un avance lento, pero sostenido, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral, el mismo registro que en el 2T. A pesar de que para el conjunto de 2016 prevemos que EE. UU. y la eurozona crezcan al mismo ritmo (1,5% interanual), en los próximos trimestres se espera que la expansión de la economía estadounidense retome el impulso (CaixaBank Research espera un crecimiento del 2,1% interanual en 2017). En cambio, para la eurozona se espera una ligera desaceleración (1,3% interanual para

2017), acorde con su menor crecimiento potencial y por la pérdida de fuerza de los vientos de cola (aumento del precio del petróleo y menor impulso de la política monetaria) y la incertidumbre política. Del mismo modo, mientras que en EE. UU. el buen tono del mercado laboral y la recuperación de la inflación apuntan cada vez con mayor certeza hacia una subida del tipo de referencia de la Fed en diciembre, en la eurozona, el BCE mantiene el suspense sobre la futura evolución de su programa de compras de activos, cuyo final orientativo había sido anunciado para marzo de 2017. Aunque la inflación de la eurozona se recupera según el guion previsto, todo apunta a que en los próximos trimestres todavía se mantendrá por debajo del objetivo del 2%, por lo que es probable que, en diciembre, el BCE anuncie una extensión de las compras. No obstante, deberá acompañar este anuncio con ajustes técnicos para garantizar la correcta implementación del programa.

España mantiene un avance vigoroso. El crecimiento del PIB de la economía española se desaceleró ligeramente hasta el 0,7% intertrimestral en el 3T, acorde con lo previsto. Con esta buena dinámica, y después de crecer un 0,8% intertrimestral en el 1T y el 2T, se espera que la economía española avance un 3,2% interanual en el conjunto de 2016, empujada por la demanda interna y el crecimiento de las exportaciones. En este sentido, la demanda doméstica se está beneficiando del buen tono del mercado laboral, que cerró el 3T con un crecimiento del empleo del 2,7% interanual y una tasa de paro del 18,9%, 1,1 p. p. por debajo de la del 2T. En los próximos trimestres, la pérdida de empuje de los factores de apoyo temporal (menor impulso fiscal y aumento del precio de petróleo) se traducirá en una moderación del avance de la actividad económica (2,4% para 2017). Ello también facilitará la transición hacia un patrón de crecimiento más equilibrado, que favorecerá la gradual reducción de la deuda externa neta. Sin embargo, en este entorno positivo, el ajuste del déficit público está siendo muy gradual. La ejecución presupuestaria hasta la fecha refleja un ajuste insuficiente en las cuentas públicas, aunque la reforma del impuesto de sociedades aprobada recientemente debería corregir esta tendencia y permitir cumplir con el objetivo de déficit del 4,6% del PIB en 2016. De cara a 2017, los nuevos presupuestos, que son una prórroga de los de 2016, muestran que la reducción del déficit se apoya en la buena marcha de la economía, y también ponen de manifiesto que es necesario que el nuevo Gobierno presente unos presupuestos actualizados con nuevas medidas de ajuste para alcanzar el objetivo acordado con la Comisión Europea (3,1%).

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
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,2	3,1	3,5	3,0	3,1	3,1	3,1	3,4	3,5
Países desarrollados	1,9	2,1	1,5	1,7	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,7
Estados Unidos	2,4	2,6	1,5	2,1	1,6	1,3	1,5	1,8	2,1	2,3
Eurozona	1,2	1,9	1,5	1,3	1,7	1,6	1,6	1,3	1,1	1,2
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	1,1	1,2	0,8	1,2
Italia	0,2	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,9	0,9	0,7	0,9
España	1,0	3,2	3,2	2,4	3,4	3,4	3,2	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	1,8	0,5	1,9	2,1	2,3	1,0	0,6	0,1
Países emergentes	4,6	4,0	4,2	4,7	4,1	4,2	4,2	4,2	4,7	4,7
China	7,3	6,9	6,6	6,3	6,7	6,7	6,7	6,5	6,5	6,5
India ¹	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	2,2	2,5	2,4	2,5	2,0	2,0	2,2	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	3,4	3,3	3,3	3,4	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
INFLACIÓN										
Mundial	3,2	2,8	2,8	3,3	2,9	2,8	2,7	2,9	3,2	3,3
Países desarrollados	1,4	0,3	0,7	1,7	0,6	0,6	0,7	1,1	1,7	1,7
Estados Unidos	1,6	0,1	1,2	2,2	1,1	1,0	1,1	1,6	2,3	2,1
Eurozona	0,4	0,0	0,2	1,4	0,0	-0,1	0,3	0,7	1,4	1,4
Alemania	0,8	0,1	0,3	1,6	0,1	0,0	0,4	0,7	1,5	1,5
Francia	0,6	0,1	0,3	1,5	0,0	0,1	0,4	0,7	1,4	1,4
Italia	0,2	0,1	0,0	1,2	0,0	-0,3	-0,1	0,5	1,2	1,2
España	-0,1	-0,5	-0,3	1,8	-0,7	-0,9	-0,2	0,8	2,1	1,9
Japón	2,8	0,8	-0,2	0,8	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,7	0,6
Reino Unido	1,5	0,1	0,6	2,1	0,3	0,3	0,7	1,2	1,9	2,0
Países emergentes	4,7	4,7	4,4	4,4	4,7	4,5	4,3	4,2	4,3	4,4
China	2,0	1,4	2,0	2,0	2,1	2,1	1,7	2,0	1,5	2,0
India	6,6	4,9	5,1	5,4	5,3	5,7	5,1	4,2	5,8	5,4
Indonesia	6,4	6,4	3,7	4,5	4,3	3,5	3,0	3,9	4,1	4,8
Brasil	6,3	9,0	8,8	6,5	10,2	9,2	8,7	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	6,1	5,7	5,8
Turquía	8,9	7,7	7,8	7,0	8,6	6,9	8,0	7,5	7,4	7,2
Polonia	0,2	-0,9	-0,6	1,7	-0,8	-0,9	-0,7	0,2	1,3	1,5
Sudáfrica	6,1	4,6	6,4	5,9	6,5	6,2	6,0	6,8	6,1	5,5

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
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	0,75	1,44	0,62	0,64	0,79	0,95	1,14	1,34
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,38	2,03	1,17	1,25	1,46	1,64	1,80	1,95
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	1,76	2,42	1,92	1,75	1,56	1,84	2,07	2,30
Euro										
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	-0,30	-0,28	-0,25
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	-0,03	0,05	0,01	-0,02	-0,05	-0,06	-0,03	0,01
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,55	-0,24	-0,46	-0,52	-0,64	-0,56	-0,43	-0,34
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,09	0,71	0,30	0,12	-0,12	0,06	0,24	0,51
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,11	1,11	1,06	1,10	1,13	1,12	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,40	134,33	118,58	114,76	127,05	121,91	114,26	111,09	111,27	113,42
£/€	0,81	0,73	0,83	0,89	0,77	0,79	0,85	0,91	0,91	0,89
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	46,01	59,32	35,72	47,35	47,49	53,51	56,17	58,57
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,39	55,83	32,38	41,94	42,57	48,65	52,50	55,25

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

Previsiones

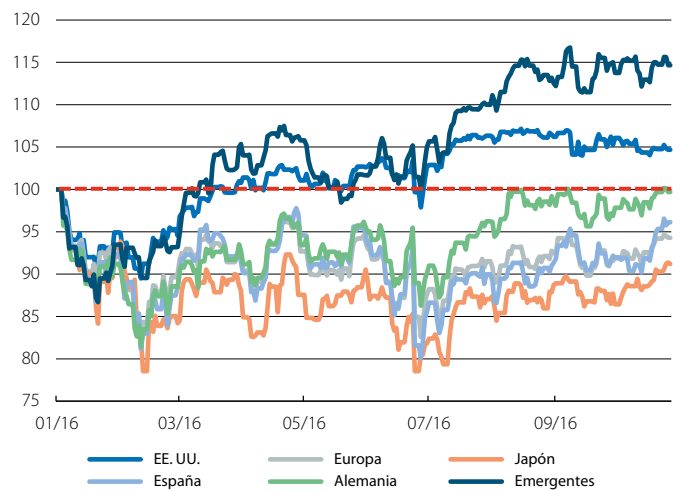
COYUNTURA · Tipos de interés y expectativas de inflación al alza, bolsas en modo espera

Los mercados mantienen la calma en un contexto complejo. Los principales focos de atención siguen siendo las actuaciones de política monetaria que llevarán a cabo los principales bancos centrales a corto y medio plazo; el riesgo político; la fortaleza del cuadro macro, y la resistencia del sector bancario europeo. Durante el último mes, las señales recibidas en cada uno de esos frentes, con mayor o menor intensidad, han sido positivas. Así, el mercado está digiriendo sin mayores sobresaltos la más que probable subida del *fed funds rate* en diciembre. Además, el aumento de las *yields* soberanas que ello está conllevando está beneficiando a las cotizaciones del sector bancario, que han anotado una notable recuperación durante el mes de octubre. En el frente macro, los datos publicados han tendido a reforzar el escenario de aceleración de los emergentes y de la economía estadounidense, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research. De todas formas, también en todos los frentes mencionados, los riesgos se mantienen relativamente elevados. A corto plazo, en el frente político, la atención está centrada en el resultado de las elecciones en EE. UU. y en el referéndum de Italia; mientras que en lo referente a la política monetaria, el mercado espera con ansiedad la reunión del BCE de diciembre, en la que se tendrá que concretar si se alarga el programa de compra de deuda (QE) en la eurozona.

El BCE mantiene el suspense sobre el futuro del QE hasta diciembre. La reunión del pasado 20 de octubre del Consejo de Gobierno (CG) del BCE no deparó grandes novedades. Los parámetros de la política monetaria se mantuvieron sin cambios: el tipo refi se mantuvo en el 0,0%, la tasa de la facilidad marginal de crédito, en el 0,25% y la remuneración de la facilidad de depósito, en el -0,4%. Sin embargo, la atención de los inversores se centraba en los ajustes que se podían anunciar en el QE. Oficialmente, el QE se mantendrá hasta marzo de 2017, pero todo apunta a que este se alargará. Las incógnitas eran, y siguen siendo, hasta cuándo y con qué instrumentos. Concretamente, Mario Draghi declaró que el CG no había debatido una eventual ampliación del programa, pero reconoció que seguía evaluando posibles ajustes para asegurar una implementación apropiada hasta marzo de 2017, o más allá si fuera necesario. También apuntó que considera poco probable una interrupción abrupta de las compras de activos. Finalmente, señaló que otro elemento que puede influir en la decisión de ampliar el QE es la actualización de las previsiones económicas que el BCE realizará en diciembre. Los mercados siguen manteniendo como escenario base una prórroga del programa, sin embargo, hay mucha incertidumbre sobre el cómo se hará y hasta qué plazo. En este contexto, la próxima reunión del CG, prevista para el 8 de diciembre, está marcada en negrita en las agendas de todos los analistas y operadores de mercados y, sea cual sea la decisión que tome el BCE, esta deberá ser expli-

Principales bolsas internacionales

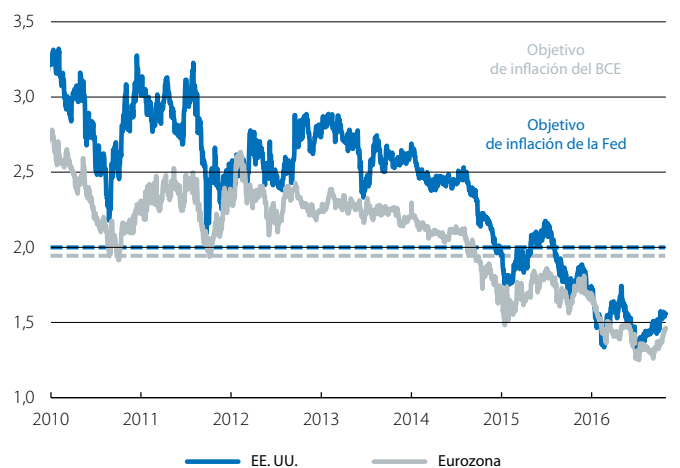
Índice (100 = enero 2016)



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

Expectativas de inflación: * EE. UU. y eurozona

(%)

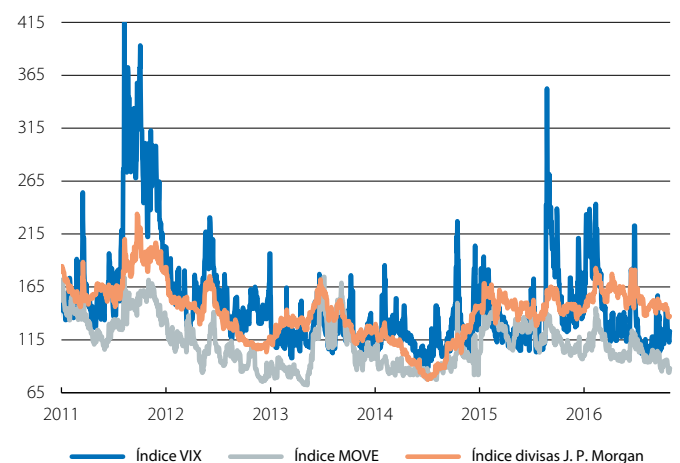


Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años.

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

Volatilidad implícita: renta variable, deuda pública y divisas

Índice (100 = enero 2007)



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

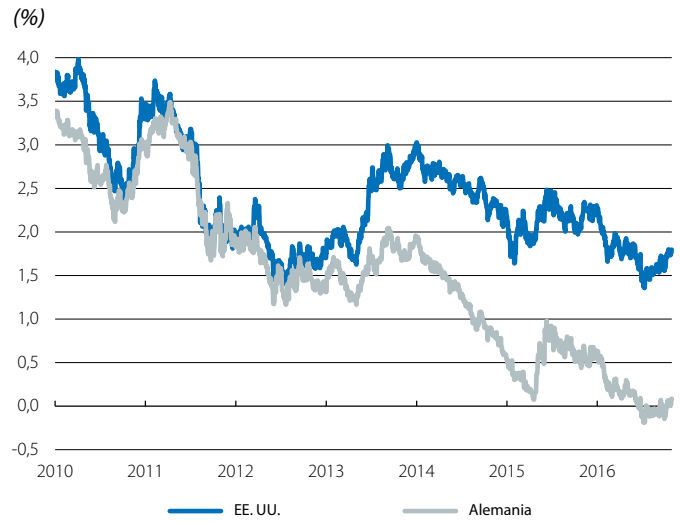
cada con toda clase de detalles si no quiere mermar su credibilidad y generar un nuevo repunte de la volatilidad.

En cambio, la Fed está preparando con antelación y acierto al mercado para la próxima subida de tipos en diciembre. Los vientos están soplando a favor de la Fed, ya que el conjunto de indicadores respalda la próxima subida de tipos. Tanto los indicadores de actividad como los de precios apuntan a que la trayectoria ascendente de la inflación se mantendrá en los próximos meses y ello ha ayudado a que las expectativas de inflación se hayan recuperado notablemente en las últimas semanas. Ante estos indicadores, la Fed está dejando que el mercado incorpore, en las valoraciones de los activos, que la próxima subida de tipos se efectuará en el mes de diciembre. Además, el mercado también ha incorporado en las valoraciones una mayor tolerancia de la Fed a un eventual repunte de la inflación. Todo ello está impulsando las rentabilidades de la deuda soberana al alza. El retorno del bono estadounidense a 10 años aumentó 23 p. b. en octubre, hasta el 1,83%. La recuperación del mercado monetario también está siendo notable, aunque en este caso parte del aumento de las rentabilidades también se debe a ciertos ajustes técnicos en el funcionamiento de dicho mercado. Como es habitual, el cambio de expectativas respecto a la actuación de la Fed también está dejando huella en los activos de la eurozona, con alzas en las rentabilidades de la renta fija y el mercado monetario europeo, aunque de menor magnitud. Por ejemplo, el bono alemán a 10 años se situó en el 0,16% mientras que el euríbor a 12 meses ascendió hasta el -0,07%. La contrapartida ha sido la menor valoración de los índices de renta fija, en particular, los de vencimientos más largos. En EE. UU. y en la eurozona, los índices de bonos soberanos con un vencimiento entre 1 y 10 años han perdido, en promedio, un 0,65% el último mes, y los de vencimientos superiores a 10 años, más sensibles a los cambios de los tipos de interés, han descendido un 4%.

La renta variable se beneficia de la mejora del entorno macro y la buena campaña de resultados. Respecto a este último factor, cabe decir que, en general, los resultados de las principales empresas estadounidenses y europeas están sorprendiendo en positivo. Concretamente, los beneficios de las 276 compañías del S&P 500 que han publicado sus cuentas registraron una subida del 3,4% interanual. En Europa, donde cerca de la mitad de las empresas del Eurostoxx han reportado sus resultados del 3T, los beneficios subieron un 33%, gracias, sobre todo, a la fuerte mejora en el sector del consumo y al buen desempeño del sector bancario. Así, el Eurostoxx avanzó un 1,1% en el mes de octubre. La mejora de la rentabilidad del sector bancario se debe, en gran medida, a la mayor pendiente que están tomando las curvas soberanas, ya que ello se espera que tenga un impacto positivo en los márgenes del sector. Así, el subíndice bancario del S&P 500 anotó un avance del 4,7% en el mes de octubre, mientras que el homólogo europeo registró un aumento del 12,8%.

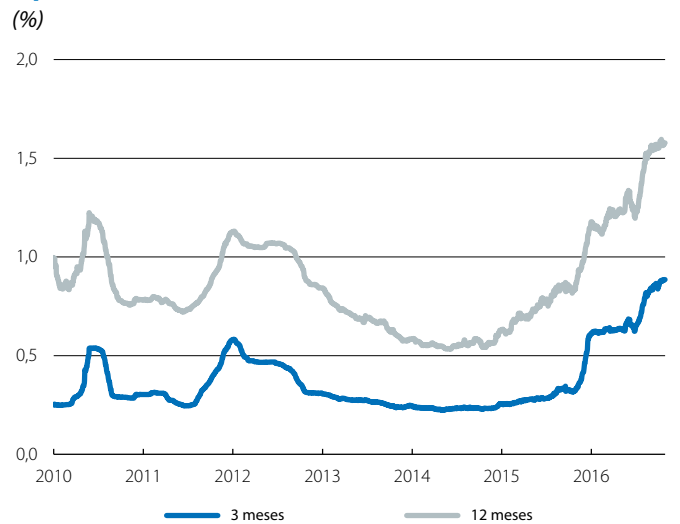
El mercado crediticio se mantiene estable. Esta dinámica se observa a ambos lados del Atlántico y en las distintas clases de activos. Por ejemplo, las primas de los CDS, tanto las de

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



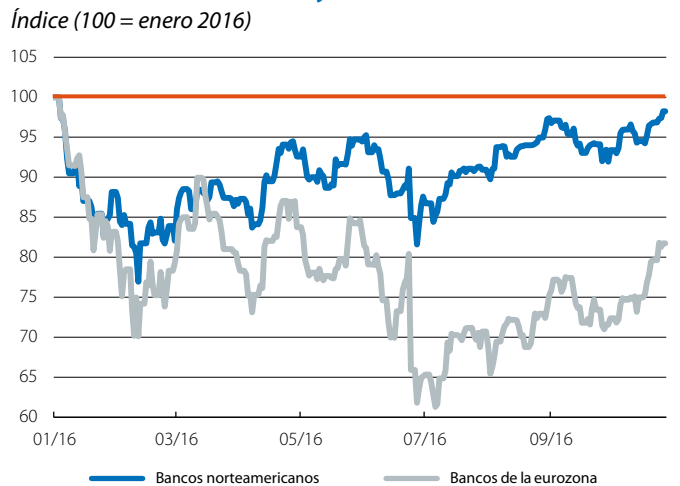
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos interbancarios: líbor en dólares



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

Sector bancario: EE. UU. y eurozona



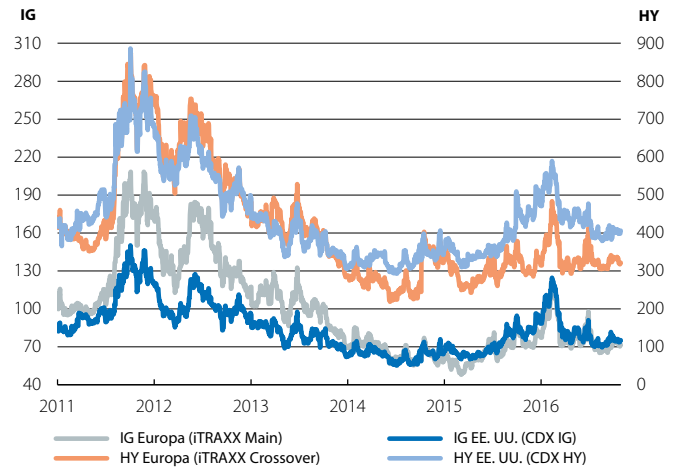
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

deuda corporativa con calificación de inversión (IG) como la especulativa, han efectuado movimientos laterales sin presentar grandes fluctuaciones. Sin lugar a dudas, uno de los principales elementos de fondo que sostiene este patrón es la creencia de que la política monetaria de los principales bancos centrales se mantendrá muy acomodaticia durante un largo periodo de tiempo. En este contexto, uno de los elementos que ha sorprendido en los últimos meses es el freno en el ritmo de emisiones en euros. Ello se achaca, en parte, al repunte de la incertidumbre política en la eurozona y, por tanto, se percibe como un fenómeno temporal, ya que la política monetaria del BCE seguirá siendo muy acomodaticia en los próximos trimestres. Sin embargo, más allá de las condiciones financieras favorables, la pieza que sigue faltando para que el mercado de crédito despegue de forma sostenida es una recuperación más vigorosa de la inversión empresarial, que hasta la fecha se está mostrando más tímida de lo que es habitual. En este sentido, destaca la buena evolución que ha tenido en EE. UU. en el 3T, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral en términos reales, una cifra que ha levantado cierto ánimo en el mundo inversor.

Los mercados emergentes se toman un respiro en su escalada. El índice MSCI Emerging Markets solo avanzó un 0,2% en octubre, pero desde enero hasta octubre de este año ya acumula un aumento del 14%. Como se describe con detalle en el Focus «Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos» del presente *Informe Mensual*, dos factores están impulsando los mercados emergentes. Por un lado, el mantenimiento de una política monetaria más expansiva por parte de la Fed (respecto a lo que se esperaba hace unos meses). El segundo factor es la mejora de las condiciones macroeconómicas. Así, el primer factor se espera que deje de sumar en los próximos meses. De hecho, las *yields* soberanas de los principales países emergentes han experimentado un leve repunte en las últimas semanas, y probablemente también la mostrarán las *yields* de los bonos corporativos en los próximos meses, aunque de momento se han mantenido estables. Así, la gran incógnita es si el segundo factor podrá tomar el relevo. Según las previsiones de CaixaBank Research, y del conjunto de analistas, ello debería ser así, pero los riesgos son elevados. En cualquier caso, es preciso recordar que, en la actualidad, el bloque emergente es muy heterogéneo. En el flanco débil encontramos a países como Brasil y Rusia, que se mantienen en recesión, aunque ya empiezan a ver la luz al final del túnel. China se encuentra en un punto intermedio, inmersa en el proceso de cambio de modelo productivo, que conlleva una gradual desaceleración del crecimiento, pero los riesgos de fondo siguen siendo de primera magnitud (*boom* inmobiliario, deuda corporativa...). En el extremo positivo se encuentra la India, que mantiene un ritmo de crecimiento envidiable, superior al 7%.

Europa y EE. UU.: primas CDS por grado crediticio

(p. b.)

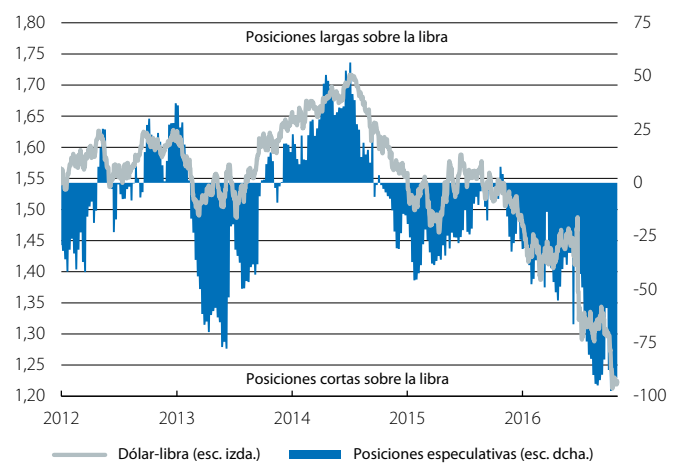


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el cruce dólar-libra

(Dólares por euro)

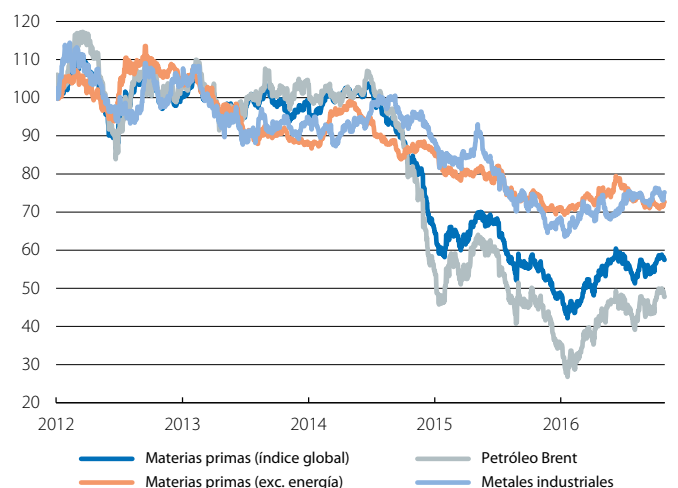
(Miles de contratos)



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 · Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos

El principal índice representativo de las bolsas emergentes registró una subida del 16% entre enero y octubre de este año, pese a la fuerte caída que sufrió en enero. Esta cifra contrasta con el tímido aumento del 3% de las bolsas desarrolladas. Numerosas voces cuestionan el resurgir bursátil de los emergentes con el argumento principal de que la Reserva Federal (Fed) retomará pronto las subidas de tipos de interés. No hay duda de que este es un factor fundamental, pero ni el único ni necesariamente el más importante.

A la hora de examinar la evolución del mercado de renta variable en las economías emergentes y, en general, para entender las dinámicas de los flujos de capitales hacia las mismas, es muy útil distinguir dos tipos de determinantes. Por un lado, los factores de empuje (*push factors*): fuerzas de alcance global que impactan desde fuera en los mercados emergentes, como la aversión global al riesgo o el nivel de los tipos de interés de las economías desarrolladas. Por otro, los factores de atracción (*pull factors*): atributos de los países emergentes que influyen en las decisiones de los inversores, como los fundamentos macroeconómicos o el riesgo geopolítico.

En el arranque de año, tanto los factores de empuje como los de atracción confluyeron para infligir un duro castigo a los activos emergentes. El aumento de la aversión global al riesgo, alimentada por las renovadas dudas sobre la economía china, fue el principal detonante de una caída general de las bolsas, particularmente pronunciada en las emergentes. Llovía sobre mojado, dado que estos mercados ya se movían en un entorno exterior adverso desde el inicio de la normalización del tipo oficial de la Fed en diciembre de 2015. Y todo ello en el marco de una preocupante fragilidad económica y política interna en diversos países emblemáticos, como Brasil, Sudáfrica o Turquía.

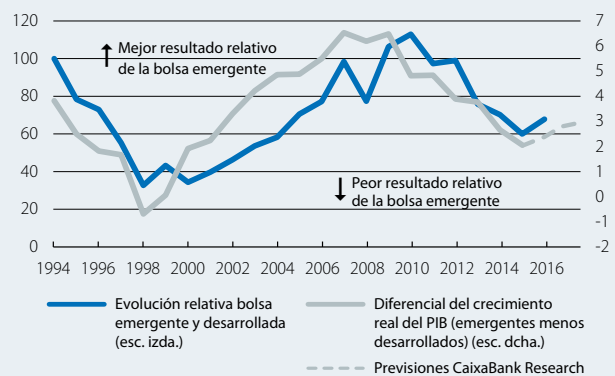
Desde entonces, el fuerte tirón de la bolsa emergente se ha apoyado principalmente en los factores de empuje. Por un lado, la Fed ha reconsiderado sus planes de subidas de tipos. A finales de 2015 contemplaba cuatro alzas de 0,25 puntos en 2016 y otras tantas en 2017, mientras que ahora solo contempla una subida antes de que acabe este año y dos o tres en el siguiente. Este tono monetario más acomodaticio espoleó el fenómeno de «búsqueda de rendimiento». En efecto, la perspectiva de un entorno de tipos bajos, incluso negativos, durante un periodo prolongado es una buena noticia para los activos emergentes, ya que una reducción sustancial de la rentabilidad libre de riesgo aumenta el atractivo de los activos más arriesgados. La sólida recuperación durante estos meses del precio de las materias primas, en particular el alza del 80% del petróleo, también ha sido un importante factor de apoyo para la renta variable emergente.

Estos dos vientos de cola están decayendo y parece poco probable que puedan impulsar las bolsas emergentes con la misma intensidad. Ciertamente es difícil que las expectativas que ahora revelan los inversores en relación con las subidas de la Fed (y también las relativas a las compras de bonos del BCE) vuelvan a incumplirse en el sentido de más laxitud. Este impulso extra parece poco probable. De hecho, empieza a asomar el escenario opuesto: subidas de tipos en EE. UU. más rápidas de lo anticipado, que podrían venir motivadas por un repunte de la inflación y que resultarían en un notable ascenso de los tipos de largo plazo en los países desarrollados y una fuerte apreciación del dólar. Una receta para salidas de capitales y caídas bursátiles en los emergentes. Con todo, este riesgo es bajo hoy por hoy, y lo más probable es el escenario de subidas lentas, de manera que la «búsqueda de rendimiento» debería seguir beneficiando moderadamente a las bolsas emergentes, por lo menos a corto plazo.

Más allá de las oscilaciones que con seguridad aparecerán de la mano de las actuaciones de la Fed o de rebrotes de la aversión al riesgo por motivos económicos (China sigue acaparando sospechas) o políticos (con una agenda electoral muy cargada en todo el planeta), las perspectivas de las bolsas emergentes descansan ahora en los factores de atracción. Y son moderadamente positivas. Así, la mejora relativa del crecimiento del bloque emergente frente al de las economías desarrolladas debería servir de principal motor a las bolsas emergentes (véase el gráfico). En cualquier caso, la selectividad parece más que nunca clave, ya que los mercados emergentes son un bloque cada vez menos homogéneo, como lo demuestra el contraste entre la solidez económica de varios países emergentes (en particular, India e Indonesia) y la incertidumbre que siguen rodeando el futuro de otros países en desarrollo (por ejemplo, Brasil, Turquía o Rusia).

Emergentes y desarrollados: PIB y bolsa

Índice (100 = 1994) (p. p.)



Nota: El dato de la evolución relativa de la bolsa emergente y desarrollada para 2016 corresponde al valor a fecha de 25 de octubre de 2016.

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

FOCUS · Las claves del FMI para la estabilidad financiera mundial a medio plazo

El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó, hace escasos días, un nuevo número de su informe semestral sobre la estabilidad financiera global. En estos documentos, la institución analiza de modo sistemático y exhaustivo la evolución y el estado de los distintos mercados. Además, este análisis hace una proyección futura dado que también repasa los principales riesgos que pueden afectar a la estabilidad financiera. El panorama dibujado en esta ocasión arroja luces y sombras. De entrada, considera que la salud del sistema financiero mundial ha mejorado y los riesgos han remitido, al menos ligeramente. Destaca el progreso de cohesión y confianza en las redes de seguridad, que ha permitido a los mercados digerir el *brexit* con agilidad, sin grandes disrupciones, y evitar contagios. Sin embargo, pone el énfasis en las posibles consecuencias adversas de dos cuestiones preocupantes: el bajo nivel de las tasas de crecimiento y los tipos de interés, y el elevado nivel de apalancamiento en los países emergentes.

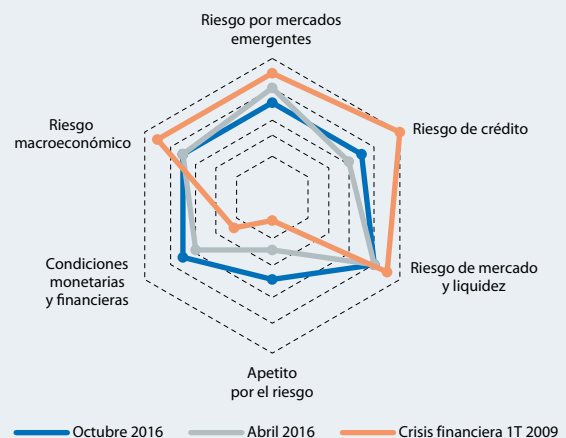
El FMI identifica varias razones del persistente descenso de los tipos de interés. No solo han caído significativamente las expectativas sobre los tipos a corto plazo sino que, además, las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de bonos han reducido el diferencial entre las tasas a corto y largo plazo conocido como prima temporal. Este fenómeno también habría estado causado por la mayor demanda de bonos de larga duración por parte de fondos de pensiones y aseguradoras, y más en general por la demanda de activos seguros. Una consecuencia importante de dicha compresión, que el documento no explora con detalle en esta ocasión, es la presión que ejerce en los precios de los distintos activos financieros y reales. Ello puede dificultar a los inversores la estimación de las diferentes primas de riesgo incorporadas en dichos activos y, por tanto, la calibración del binomio rentabilidad-riesgo de sus carteras. Según el FMI, el descenso del ritmo de crecimiento global promedio (2,1% desde 2008 frente al 3,0% entre 1982 y 2008), la baja inflación y la elevada incertidumbre reinante abocan a un largo periodo de bajos tipos de interés y bajas tasas de retorno en el conjunto de activos. Este escenario genera un efecto peligroso: deterioraría gradualmente la solidez del capital y la solvencia que tanto han costado recuperar al sector bancario en los últimos años, esencialmente porque penaliza los márgenes por intereses. El informe apunta que una merma continuada en la rentabilidad de los intermediarios financieros podría terminar perjudicando la concesión de crédito. Según un cálculo aportado por el estudio, la situación del sector financiero no se solucionará con una recuperación cíclica de la economía, sino que serán necesarias reformas estructurales. Reconoce, eso sí, que se han logrado avances y

sugiere algunas líneas de actuación a seguir en adelante: revisar el marco legal para dar un tratamiento más ágil a los activos morosos (y/o abordar procesos de recapitalización que no estén financiados por el contribuyente), reducir la capacidad en el sector mediante consolidación de entidades que permita operar solo a las más eficientes y tomar medidas para superar un nuevo entorno más competitivo por los cambios tecnológicos (*fintech*) y en los hábitos del consumidor.

En un tono más optimista, el informe valora la oportunidad que se está abriendo a las economías emergentes para resolver su elevado nivel de endeudamiento, especialmente en el sector corporativo. El FMI se refiere al resurgir de los flujos de inversión financiera recibidos por estas economías, que han impulsado notablemente la cotización de sus activos. Esto crea un marco apropiado para acometer la tarea del desapalancamiento de las empresas, lo que además generaría externalidades positivas ya que casi un 80% de la deuda corporativa se encuentra en el balance de bancos de los respectivos países, de modo que estos reforzarían su solvencia.

En definitiva, el FMI diagnostica que las bases de la estabilidad financiera global han mejorado algo, pero pronostica una convalecencia todavía sufrida para el sector bancario en los países desarrollados, a la vez que receta a los países emergentes una terapia rápida de saneamiento de los balances corporativos.

Estabilidad financiera global: riesgos y condiciones



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	-5,0	-5,0
Euríbor 3 meses	-0,31	-0,30	-1	-18,2	-24,5
Euríbor 12 meses	-0,07	-0,06	-1	-13,0	-17,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,69	-0,65	-4	-31,2	-34,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,62	-0,68	6	-27,5	-30,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,16	-0,12	28	-46,9	-35,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,20	0,88	32	-57,1	-47,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	104	100	4	-10,6	-11,9
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,88	0,85	3	26,7	54,6
Líbor 12 meses	1,58	1,55	3	40,2	71,2
Deuda pública a 1 año	0,64	0,59	5	4,3	31,9
Deuda pública a 2 años	0,84	0,76	8	-20,8	11,6
Deuda pública a 10 años	1,83	1,59	24	-43,9	-31,2

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	73	0	-4,3	2,0
Itraxx Financiero Sénior	97	101	-4	20,3	27,7
Itraxx Financiero Subordinado	223	242	-19	66,9	75,0

Tipos de cambio

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,098	1,124	-2,3	1,1	-0,2
¥/€	115,100	113,920	1,0	-11,9	-13,3
£/€	0,897	0,866	3,6	21,7	25,7
¥/\$	104,820	101,350	3,4	-12,8	-13,1

Materias primas

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	403,6	402,4	0,3	7,7	2,1
Brent (\$/barril)	46,7	47,7	-2,1	30,6	-2,0
Oro (\$/onza)	1.277,3	1.315,8	-2,9	20,3	11,8

Renta variable

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.126,2	2.168,3	-1,9	4,0	2,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.055,3	3.002,2	1,8	-6,5	-10,6
Ibex 35 (España)	9.143,3	8.779,4	4,1	-4,2	-11,8
Nikkei 225 (Japón)	17.425,0	16.449,8	5,9	-8,5	-8,7
MSCI emergentes	905,1	903,5	0,2	14,0	6,8
Nasdaq (EE. UU.)	5.189,1	5.312,0	-2,3	3,6	2,7

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

COYUNTURA · Los emergentes tiran de la economía mundial en la segunda mitad de 2016

La economía mundial va camino de crecer un 3,1% en 2016 y un 3,5% en 2017. La aceleración de los emergentes en la segunda mitad de 2016 apoyará la mejora del crecimiento mundial a lo largo de los próximos trimestres. Así, el índice agregado de crecimiento económico elaborado por el IIF apunta a tasas de avance del 4,5% (intertrimestral anualizado) en el conjunto de dichos emergentes, frente al más moderado 3,5% registrado en el inicio de 2016. El mantenimiento de las tasas de crecimiento de China, la aceleración en la India y la mejora de Brasil y Rusia (que se alejan de la fase más aguda de sus respectivas recesiones) apoyan este escenario.

El FMI mantiene sus previsiones de crecimiento mundial, pero alerta de los riesgos políticos. En este contexto, el Fondo, en su informe «Perspectivas de la economía mundial» de octubre (WEO, por sus siglas en inglés), mantuvo sus previsiones de avance económico mundial sin cambios: en el 3,1% en 2016 y en el 3,4% en 2017 (un escenario en consonancia con el de CaixaBank Research). Los principales riesgos, según la institución internacional, son de carácter político. En especial, destaca el giro hacia políticas proteccionistas y medidas populistas. Los riesgos de carácter macrofinanciero (volatilidad financiera y flujos de capitales hacia los emergentes), así como las preocupaciones en torno a la capacidad de China de sortear un aterrizaje brusco, siguen presentes, aunque se han vuelto algo menos prominentes.

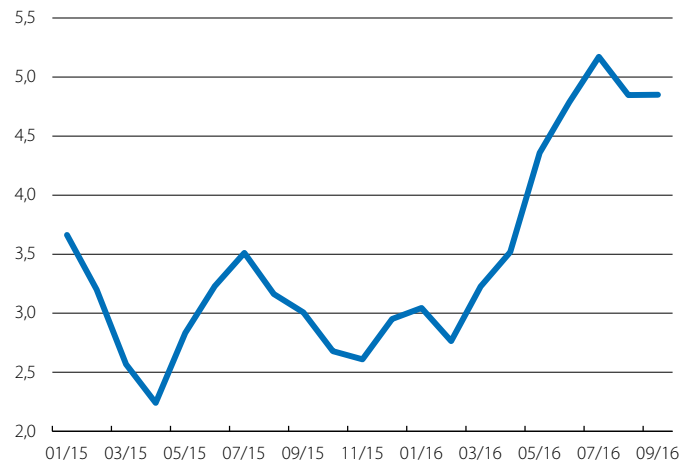
ESTADOS UNIDOS

Buen dato del PIB del 3T. La economía estadounidense avanzó un 0,7% intertrimestral en el 3T 2016 (1,5% interanual), lo cual supone una aceleración con respecto a las más moderadas tasas de crecimiento de la primera mitad de 2016 (del 0,3% intertrimestral en promedio). Por componentes de demanda, la mayor fortaleza se debió, en gran parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones y a la contribución positiva del componente de existencias, después de cinco trimestres de contribuciones negativas. Asimismo, el consumo privado, que representa cerca del 70% del PIB, siguió marcando avances significativos, y la inversión empresarial empezó a mostrar visos de mejora (+0,3% intertrimestral en el 3T frente al -0,3% promedio en el primer semestre). En su conjunto, el avance del 3T se sitúa conforme a las previsiones de CaixaBank Research, por lo que no modifica el crecimiento anual del 1,5% previsto para 2016, y del 2,1%, para 2017.

Más allá del PIB del 3T, los indicadores de actividad mejoraron sustancialmente en septiembre y octubre después de la debilidad mostrada en agosto. Ello despejó algunas de las dudas que se cernían sobre la capacidad de avance de la economía estadounidense. Así, el índice de sentimiento empresarial (ISM)

Emergentes: índice de crecimiento

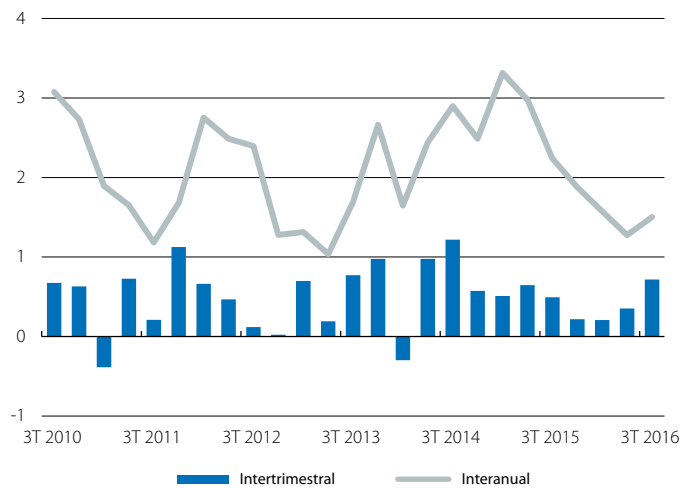
Variación intertrimestral anualizada (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Institute of International Finance (EM Growth Tracker).

EE. UU.: PIB

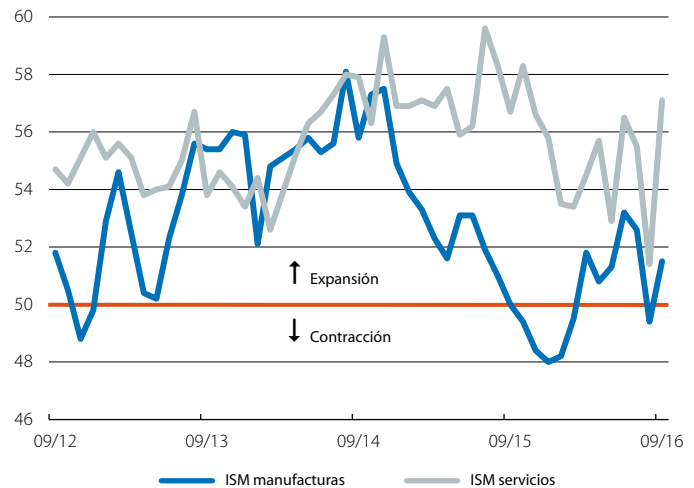
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

de manufacturas aumentó hasta los 51,5 puntos, y dejó atrás el mal registro de agosto, que se situaba por debajo del umbral de los 50 puntos (49,4). Mientras, su homólogo en servicios escaló hasta los 57,1 puntos (51,4 en el mes anterior), marcando el mayor incremento intermensual de la serie. Por su parte, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 98,6 puntos en octubre; aunque por debajo del máximo poscrisis de septiembre (103,5), sigue por encima del promedio histórico, lo que constata la fortaleza del consumo privado como puntal del crecimiento económico del país.

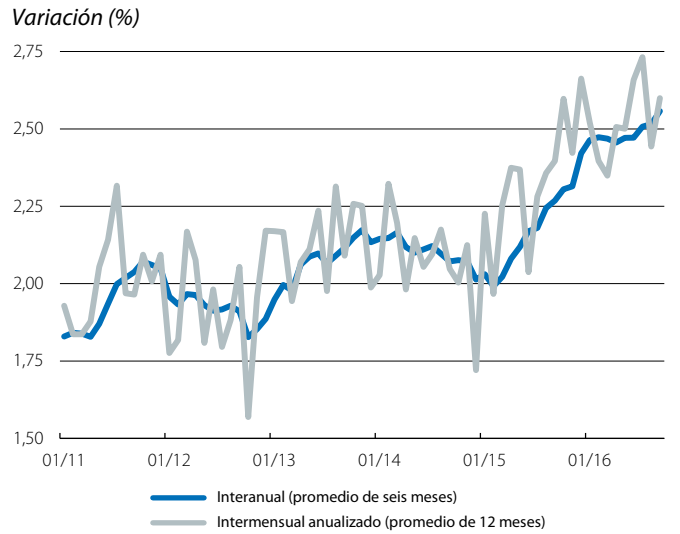
El mercado laboral sigue deparando buenos datos, lo cual sustenta el dinamismo del consumo y justifica la segunda subida de la Fed. En particular, en septiembre se crearon 156.000 puestos de trabajo, lo que situó el promedio mensual en lo que va de año en 178.000. La tasa de paro se mantuvo en un contenido 5,0% y los salarios siguieron marcando avances importantes (2,6% interanual). En este contexto, la inflación continuó recuperándose: la inflación general se situó en el 1,5% en septiembre, 4 décimas por encima del registro del mes anterior (el mayor registro desde octubre de 2014). Sin duda, esta recuperación y la solidez del mercado laboral justifican la continuidad en la subida del *fed funds* iniciada en diciembre de 2015 por la Fed. Con todo, el proceso de normalización monetaria será muy gradual (más de lo previsto hace unos meses), con aumentos de tipos entre 0,50 y 0,75 p. p. al año en 2017 y 2018.

A más largo plazo, preocupa la reducción del crecimiento potencial de EE. UU. Y aunque todavía es significativo (~1,9% frente a estimaciones anteriores ~2,3%), distintos elementos pesan en el descenso: el envejecimiento de la población, la ralentización en el avance del capital humano y la finalización de un periodo de productividad excepcional (entre 1995 y 2004) empujado por las tecnologías de la información. Con todo, la calidad institucional del país y su capacidad de innovación y de atraer talento mantendrán la economía estadounidense en la frontera del desarrollo mundial. En este contexto, es de especial relevancia el resultado de las elecciones presidenciales, a la Cámara de los Representantes y al Senado. Al cierre de esta edición, las encuestas dan cierto margen a H. Clinton en las presidenciales, cuya agenda económica parece más sensibilizada con esta cuestión, con medidas concretas tanto en materia tributaria y de infraestructuras, como educativa, que podrían dar cierto apoyo al crecimiento a medio y largo plazo (véase el Focus «Clintonomics vs. Trumponomics» del IM10/2016 para un análisis de las propuestas en materia económica de los dos principales candidatos a la presidencia de EE. UU.).

JAPÓN

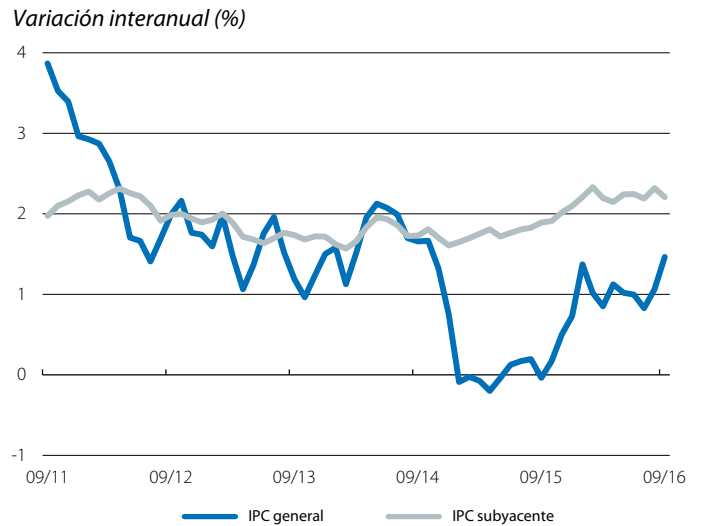
Continúa la fragilidad. Así, el índice Tankan del 3T, que mide el sentimiento empresarial, se mantuvo en los débiles niveles de los últimos trimestres. En particular, el índice para las grandes empresas manufactureras se situó en los 6 puntos (frente a los 12 puntos del 4T 2015). Por su parte, el índice para las grandes empresas de servicios se situó en los 18 puntos, por debajo de

EE. UU.: salarios



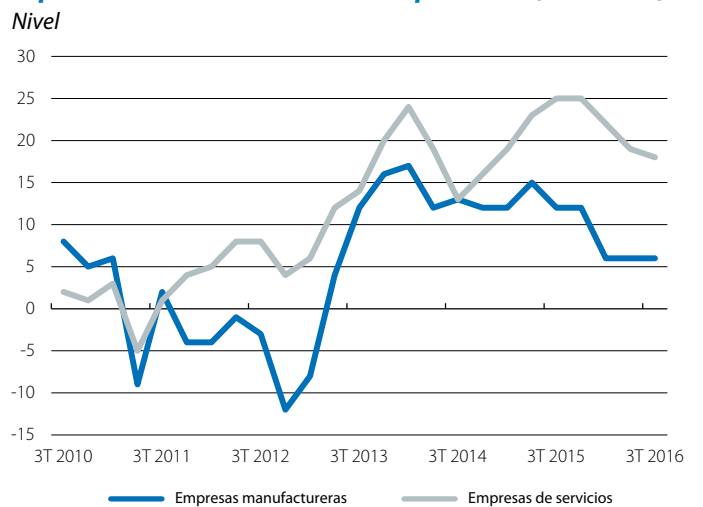
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: IPC



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

Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan *)



Nota: * Índice para grandes empresas. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Japón.

los 25 del 4T 2015. La apreciación del yen (del +16% frente al dólar en lo que va de año) y las persistentes presiones deflacionistas (la inflación general se situó en el -0,5% en septiembre) son factores que pesan en negativo en este sentimiento empresarial. En consecuencia, la previsión de CaixaBank Research para 2016 se mantiene en un contenido 0,6% en 2016, y en el 1,0% en 2017. Se espera que la leve aceleración prevista se apoye en los estímulos fiscales anunciados el pasado verano.

EMERGENTES

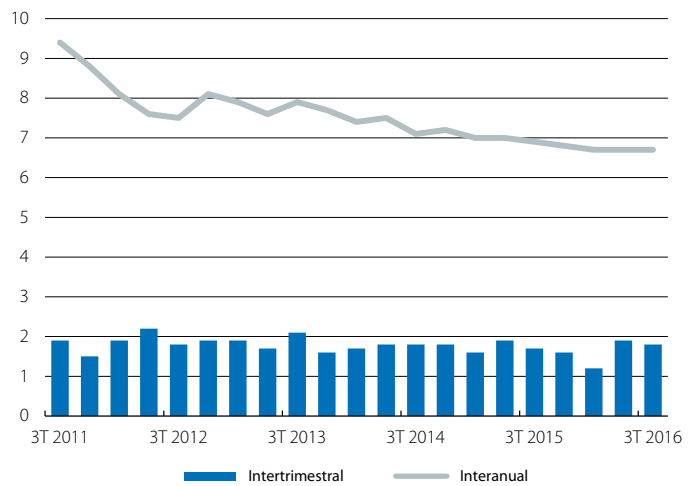
China mantiene un crecimiento significativo. La economía china creció un 6,7% interanual en el 3T, al mismo ritmo que en el primer semestre de 2016 y ligeramente por encima de las previsiones de CaixaBank Research y las del consenso de analistas. Por su parte, la mayoría de los indicadores de actividad de septiembre se mantuvieron dinámicos: las ventas minoristas avanzaron un notable 10,7% interanual, el mayor aumento del año; mientras que la producción industrial creció un 6,1%, apenas 2 décimas menos que en agosto. El sector exterior fue, seguramente, el único elemento que denotó cierta debilidad en los más recientes datos económicos del país: las exportaciones cayeron un 6,8% interanual (en el acumulado de 12 meses), frente al -6,3% de agosto. Más allá de esta perspectiva a corto plazo, los focos de riesgo se mantienen elevados. En especial, preocupa la prominente y creciente deuda corporativa, en gran parte financiada por el sistema bancario del país (véase el Focus «El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?» en este mismo informe).

Rusia y Brasil, dos grandes emergentes, ven la luz al final del túnel. Aunque ambos países todavía marcarán retrocesos en el cómputo anual de 2016 (-0,8%, Rusia y -3,3%, Brasil), los indicadores más recientes de actividad del 3T señalan cierta mejora en las dos economías. En particular, en Rusia se espera un avance positivo del PIB en el 3T (en términos intertrimestrales). En Brasil, la caída de la actividad parece que ha tocado fondo, y se espera un retroceso mínimo en términos intertrimestrales. Con todo, en el país latinoamericano se mantienen elevadas las dudas sobre la capacidad de atajar el abultado déficit público y la voluntad de emprender medidas que mejoren la capacidad de crecimiento a medio plazo.

En México, el PIB sorprende en positivo. El PIB del 3T avanzó un 1,0% intertrimestral, por encima de las previsiones del consenso de analistas y del -0,2% en el 2T. Este registro algo mejor de lo esperado, junto al aumento del precio del petróleo (aupado por la posibilidad de un acuerdo que limite la oferta de crudo por parte de la OPEP), a la reducción de la incertidumbre financiera y a la mejora de la evolución del PIB de EE. UU. en el tramo final de 2016, ofrece una perspectiva de continuada mejora de cara a los próximos trimestres.

China: PIB

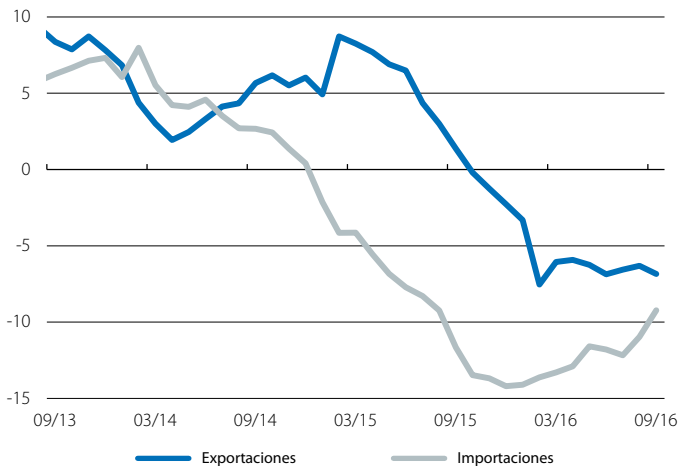
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

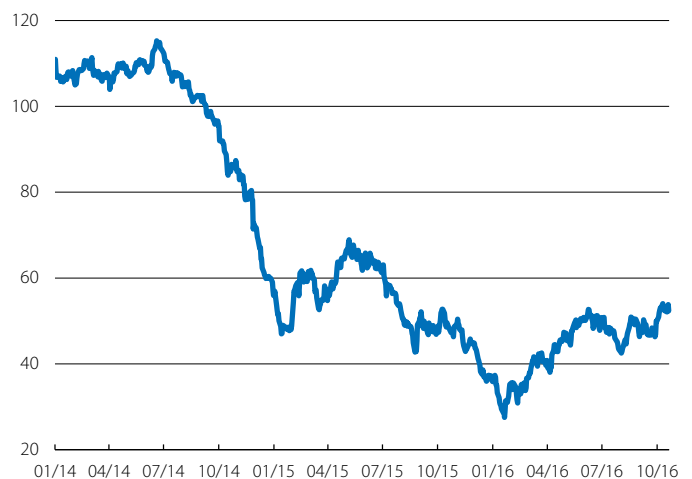
China: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Datos nominales. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana de China.

Precio del barril de petróleo Brent (Dólares por barril)



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

FOCUS · Deuda emergente: un flanco débil ante la normalización monetaria de la Fed

La deuda del sector no financiero (empresas, hogares y sector público) se situó, a nivel mundial, en el 245% del PIB en el 1T 2016, su máximo histórico. Más de dos tercios de la misma corresponde a países avanzados. ¿Quiere eso decir que la deuda de los emergentes no debería preocupar? Esta lectura es probablemente errónea. Aunque el nivel de la deuda emergente es menor que el de los avanzados, su aumento desde 2006 es muy llamativo y, hasta cierto punto, preocupante: mientras que la deuda no financiera avanzada se ha multiplicado por 1,4 desde entonces, la de los emergentes se ha multiplicado por 3,4. En este punto del debate, se acostumbra a argüir que el agregado emergente está dominado por el hecho de que China, por sí sola, representa un 60% del total. China, efectivamente, es un foco de riesgo, pero incluso si se la deja fuera de la ecuación, las señales de alerta se mantienen, ya que la deuda del resto de emergentes se ha duplicado desde 2006.¹

¿Son estos niveles excesivos? Una vía para responder a esta pregunta consiste en compararlos con su evolución tendencial. Según el BIS, la historia nos dice que cuando la distancia entre el nivel actual del crédito (en porcentaje del PIB) supera en un 10% su tendencia a largo plazo se han acostumbrado a producir crisis financieras en los tres años siguientes.² Se encuentran en esta situación de vulnerabilidad, o muy cerca, Chile, Indonesia, Malasia, Arabia Saudí, Tailandia y Turquía.

Asimismo, otro de los aspectos que podrían jugar un papel clave en un entorno adverso de financiación internacional es el referido a la deuda externa. Aunque la visión convencional actual es que la deuda externa no es un problema grave, como sí lo fue en las crisis financieras de las décadas de 1980 y 1990, lo cierto es que dar carpetazo al tema puede ser prematuro. La deuda externa de Malasia y Polonia supera en la actualidad el 70% del PIB, la de Chile, el 60% y la de Turquía y Sudáfrica, el 50%. Todas ellas, cifras demasiado cercanas a los umbrales de seguridad habituales para los emergentes. Otro aspecto relevante es el referido al perfil temporal de la deuda, que se acostumbra a poner en relación con la disponibilidad de reservas internacionales: Turquía se sitúa en zona de mayor vulnerabilidad, ya que sus reservas internacionales no cubren la totalidad de su deuda externa a corto plazo, y apenas lo hacen en los casos de Malasia y Sudáfrica, sugiriendo una capacidad de respuesta limitada ante un eventual tensionamiento de las condiciones financieras.

Además, los pasivos sensibles ante un endurecimiento financiero internacional no son únicamente los que registra

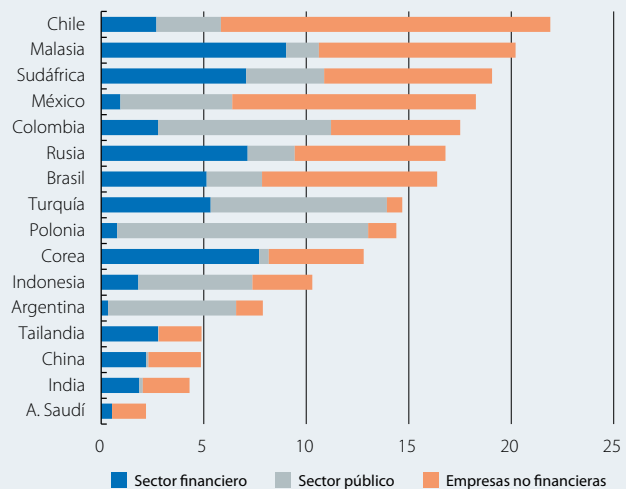
1. Sobre la cuestión china, véase el Focus «La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?», en el IM10/2016. En el presente Focus, que no aborda la problemática china, el grupo de economías emergentes estudiado está compuesto por: Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Corea, Turquía, Polonia, Sudáfrica y Arabia Saudí.

2. De forma específica, el BIS estima que, históricamente, cuando esta brecha ha sido del 10% predice correctamente un 70% de las crisis financieras que se produjeron en los tres años siguientes.

la deuda externa. En el contexto de una globalización creciente, el BIS ha alertado repetidamente sobre el riesgo que representa para la solvencia de la matriz de una empresa la emisión de bonos internacionales realizados por filiales radicadas en el extranjero.³ Aunque *a priori* pueda parecer una casuística anecdótica, no lo es: en el grupo de emergentes analizados, entre 2006 y 2015 el montante del saldo vivo de emisiones de bonos internacionales prácticamente se triplicó, alcanzando el 12,9% del PIB. A medida que ha avanzado el último decenio, el recurso a las emisiones de bonos internacionales por parte del sector público ha tendido a decrecer en la mayoría de países pero, en cambio, han aumentado las emisiones del sector financiero y, especialmente, las de las empresas. En este último segmento, destaca la posición altamente endeudada de Chile (la deuda internacional de empresas asciende al 16,1% del PIB), Malasia (9,6%), Brasil (8,5%) y Sudáfrica (8,2%). Aunque muchas de las empresas endeudadas de estos países se benefician de una cobertura «natural» (son exportadoras que cobran en dólares), las cifras siguen siendo elevadas.

En conclusión, si se comparan las tres listas de emergentes –los que acumulan niveles elevados de deuda, los que exhiben dinámicas de deuda externa menos sólidas y los que han aprovechado quizás en demasía las posibilidades de financiación internacional en moneda extranjera– algunos nombres se repiten (Chile y Malasia) y otros están en dos de las categorías (Brasil, Sudáfrica y Turquía). Por tanto, habrá que estar atento a su capacidad para lidiar con una carga de deuda tan elevada, especialmente en un contexto financiero que probablemente se tornará más exigente en los próximos trimestres a medida que la Fed vaya aumentando el tipo de interés.

Saldo vivo de bonos internacionales en 2015
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bank for International Settlements.

3. Un ejemplo de estas transacciones sería el de una filial de una empresa india radicada en Europa que emite un bono en dólares en Londres.

FOCUS · El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?

Las dudas sobre la sostenibilidad de la elevada deuda china han alimentado la preocupación sobre el estado de salud del sistema financiero del país y es que, según el Banco Mundial, el crédito doméstico aportado por el sector financiero en China representa un 196,9% del PIB (en la eurozona es el 155,6% y en EE. UU., el 238,3%). Más allá del aumento de la deuda, preocupan su calidad y las instituciones que están protagonizando este fenómeno, dos factores que como veremos están muy relacionados.

En cuanto a los protagonistas, los bancos son las instituciones que predominan en el sistema financiero chino. Sus activos quintuplican los activos del resto del sector que conforma el denominado *shadow banking*. A su vez, los grandes bancos públicos dominan el sector, con un 38% de los activos bancarios. Con todo, el mapa bancario está cambiando: dicha cifra se acercaba al 50% hace apenas cinco años. Y es que, recientemente, han irrumpido con fuerza bancos de dimensiones más reducidas, principalmente los bancos comerciales urbanos, que ya poseen el 11,5% de los activos bancarios (menos del 1% en 2011), así como los bancos comerciales de capital mixto¹ (18,5% de los activos actualmente y 16% en 2011). Actualmente existen 133 bancos comerciales urbanos y 12 bancos de capital mixto en China.

Si nos centramos en el análisis de la calidad de la deuda, las cifras oficiales de créditos morosos están por debajo del 2% del total, pero las mismas autoridades chinas han reconocido que la deuda de mala calidad es mayor. Por un lado, no toda la deuda de mala calidad está clasificada como morosa (por ejemplo, algunos préstamos que han sido reestructurados). Por otra parte, existe la sospecha de que muchos préstamos dudosos se han titulizado y reconvertido en productos de gestión de patrimonio (WMP por sus siglas en inglés) que la banca ha vendido a la banca en la sombra o a clientes minoristas. Los WMP son productos financieros que ofrecen una rentabilidad superior a la de los depósitos bancarios, y son una fuente de riesgo importante por dos razones. La primera es que hay un gran desconocimiento sobre qué inversiones están financiando realmente y, de hecho, existe el temor a que sean inversiones de elevado riesgo, con un importante protagonismo del sector inmobiliario (en el que los temores a que se haya gestado una burbuja son sobradamente conocidos). La segunda es que existe un riesgo de *maturity mismatch*: los WMP que se venden suelen vencer a corto plazo (seis meses) pero los activos de estos vehículos tienen vencimientos mucho más largos (préstamos poco líquidos con vencimientos a más de un año). Una fuente adicional de preocupación es el elevado grado de incertidumbre que existe sobre el verdadero riesgo que estos productos suponen para los bancos: el 74% de WMP no dispone de una garantía explícita por parte de los mismos, pero se teme que haya una garantía implícita o no formal y que, en caso de impago, asumirían parte de las pérdidas.

Han sido los pequeños y medianos bancos comerciales urbanos y de capital mixto así como los bancos rurales,² que no gozan del mismo grado de apoyo estatal, los que mayoritariamente han utilizado los WMP con el objetivo

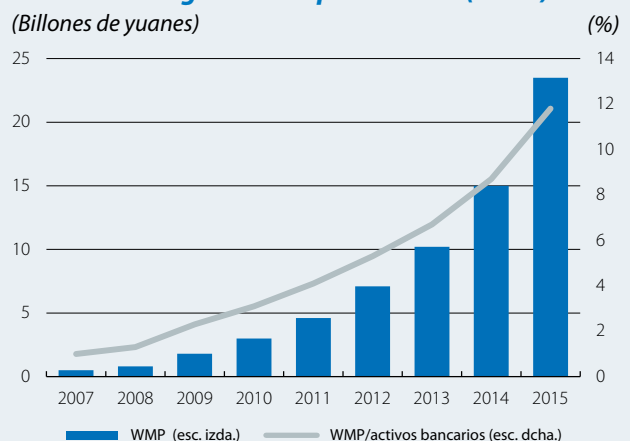
1. El Gobierno no es el propietario de los bancos de capital mixto aunque, en general, cuenta con una participación minoritaria.

de mejorar artificialmente sus balances ante las autoridades regulatorias. Los riesgos del sistema financiero se han acentuado recientemente ya que dichos bancos han acudido en masa al mercado interbancario.³ En la medida en que dichos bancos han aumentado significativamente su dependencia del mercado interbancario, los riesgos de contagio desde este segmento de bancos al resto del sistema también se ha agudizado. El último toque de alerta lo han dado las principales agencias de *rating*, como Moody's y S&P, advirtiendo de que los bancos pequeños han empezado a invertir en los WMP de otros bancos.

Otro factor a destacar que amenaza la calidad de la deuda es el alto grado de exposición de los bancos comerciales urbanos y rurales con respecto al mercado inmobiliario. Este fenómeno se explica por los estrechos lazos que dichos bancos mantienen con el poder local, lo que ha provocado que se hayan concedido una gran cantidad de créditos a inversores y gobiernos locales para financiar costosos proyectos inmobiliarios de dudosa viabilidad. Una disminución abrupta de los precios de la vivienda o del suelo podría tener un impacto negativo notable en el balance de estos bancos, ya que reduciría el valor de las garantías utilizadas en los créditos y haría aumentar la tasa de morosidad.

En resumen, en los últimos trimestres los riesgos del sistema financiero chino se han acrecentado de forma notable. Los bancos de pequeñas dimensiones han cobrado protagonismo, pero son las instituciones más vulnerables. Ello ha provocado un aumento de la complejidad e interconexión del sistema financiero y ha conllevado una atomización significativa de los riesgos y un incremento de la deuda de mala calidad y de la exposición al sector inmobiliario. Estos elementos hacen todavía más ardua la tarea de poner un poco de orden en el ya de por sí intrincado sistema financiero chino.

Productos de gestión de patrimonio (WMP)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la China Banking Regulatory Commission y del FMI.

2. Los bancos rurales, cuyo número asciende a 2.350, han tenido durante los últimos años un porcentaje de los activos bancarios estable en torno al 13%.

3. El mercado interbancario representa actualmente el 16% de la financiación total de los bancos frente al 8% en 2010, según datos del FMI.

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
Actividad									
PIB real	2,4	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3	–	1,5	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	4,2	3,5	4,0	–118,9	3,6	3,3	3,4
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	98,3	96,0	96,0	94,8	96,7	101,8	103,5
Producción industrial	2,9	0,3	0,1	–1,6	–1,6	–1,1	–0,7	–1,3	–1,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	51,0	48,6	49,8	51,8	52,6	49,4	51,5
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.156	1.135	1.151,3	1.159,3	1.218	1.150	1.047
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	179	183	187	188	188	188	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,2	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,8
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...
Precios									
Precios de consumo	1,6	0,1	0,1	0,5	1,1	1,0	0,8	1,1	1,5
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2

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	09/16
Actividad									
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	43,0
Producción industrial	2,1	–1,2	–0,4	–1,1	–3,2	–1,7	–0,9	1,1	0,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	12,0	12,0	6,0	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	3,0
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,6	–0,6	–1,0	–0,6	–0,2	0,1	0,4	0,5	0,7
Precios									
Precios de consumo	2,8	0,8	0,1	0,2	0,0	–0,3	–0,5	–0,5	–0,5
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,3	0,2	0,1

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	09/16
Actividad									
PIB real	7,3	6,9	6,9	6,8	6,7	6,7	–	6,7	–
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,7	11,1	10,3	10,2	10,2	10,6	10,7
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	5,9	6,1	6,0	6,3	6,1
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,8	49,7	49,5	50,1	49,9	50,4	50,4
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	383	608	583	608	601	602	610	602	585
Exportaciones	6,0	–2,3	–6,3	–5,2	–11,5	–5,0	–5,6	–2,8	–10,0
Importaciones	0,4	–14,2	–14,4	–11,8	–13,7	–6,8	–12,6	1,5	–1,9
Precios									
Precios de consumo	2,0	1,4	1,7	1,5	2,1	2,1	1,8	1,3	1,9
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,60	4,35	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	6,7

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

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

COYUNTURA · La eurozona avanza sin pausa pero sin prisa

La economía de la eurozona prosigue con una recuperación sostenida. A pesar de los episodios de incertidumbre vividos durante el año (la volatilidad financiera del inicio de 2016 y el referéndum del *brexit* en junio), la recuperación de la eurozona se ha mantenido sólida. Muestra de ello es que las últimas previsiones del FMI sitúan el crecimiento de 2016 en el mismo 1,7% que la institución pronosticaba a principios de año (ligeramente superior al 1,5% que espera CaixaBank Research) y, así, deshacen las revisiones a la baja de mediados de año. Sin embargo, estas previsiones reflejan la ausencia de aceleración en la recuperación pese al estímulo de la política monetaria del BCE, especialmente expansiva desde principios de 2015. De hecho, para 2017 se espera una desaceleración del crecimiento (1,5% según el FMI; 1,3% según CaixaBank Research) por la pérdida de fuerza de los vientos de cola (aumento del precio del petróleo y estabilización del euro) y la incertidumbre política (negociaciones Reino Unido-UE, votaciones en Italia, Austria, Países Bajos, Francia y Alemania).

El PIB del 3T de la eurozona sorprende ligeramente al alza, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral y del 1,6% interanual, los mismos registros que en el trimestre anterior. Por países, se conocieron los datos de España (0,7% intertrimestral) y de Francia (0,2%). La composición del crecimiento de esta última muestra que el consumo de las familias francesas siguió estancado en el 3T (0,0% intertrimestral, por segundo trimestre consecutivo), mientras que el crecimiento de la inversión volvió al terreno positivo (0,3%). Así, la mezcla de luces y sombras en la dinámica de la economía gala sigue sin despejar las dudas sobre la recuperación de la economía francesa. Por otro lado destaca el dato de Reino Unido, con un avance del 0,5% intertrimestral que ha sorprendido al consenso de analistas (se pronosticaba un 0,3%). Sin embargo, el desglose sectorial muestra que solo el sector servicios tuvo un crecimiento positivo (0,8% intertrimestral), mientras que la producción retrocedió en la agricultura, la industria y la construcción, e indica que la economía británica seguirá desacelerándose como consecuencia del *brexit*.

Los indicadores de actividad apuntan a un ritmo de avance moderado. Tanto los primeros indicadores disponibles del 4T 2016 como los que todavía se van publicando del 3T 2016 describen una recuperación de la eurozona que prosigue a un ritmo estable. En este sentido, la producción industrial repuntó en agosto un 0,8% (variación interanual promedio de los últimos tres meses) para acercarse al promedio del 2T 2016 (0,9%). Además, el índice PMI se mantiene cómodamente en la zona compatible con la expansión económica (por encima de 50 puntos) y en octubre aumentó hasta los 53,7 puntos, lo que compensa el ligero deterioro experimentado tras el resultado del referéndum sobre el *brexit*. Finalmente, en el mismo tono, el índice de sentimiento económico (ESI) de la eurozona

Eurozona: previsiones del FMI

Variación anual (%)

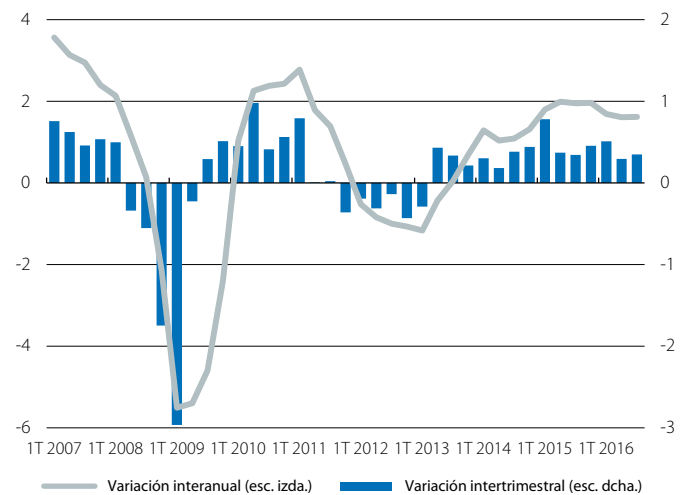
	Previsión PIB			Variación respecto previsión julio 2016	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	2,0	1,7	1,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Alemania	1,5	1,7	1,4	▲ 0,1	▲ 0,2
Francia	1,3	1,3	1,3	▼ 0,2	▲ 0,1
Italia	0,8	0,8	0,9	▼ 0,1	▼ 0,1
España	3,2	3,1	2,2	▲ 0,5	▲ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2016).

Eurozona: PIB

Variación interanual (%)

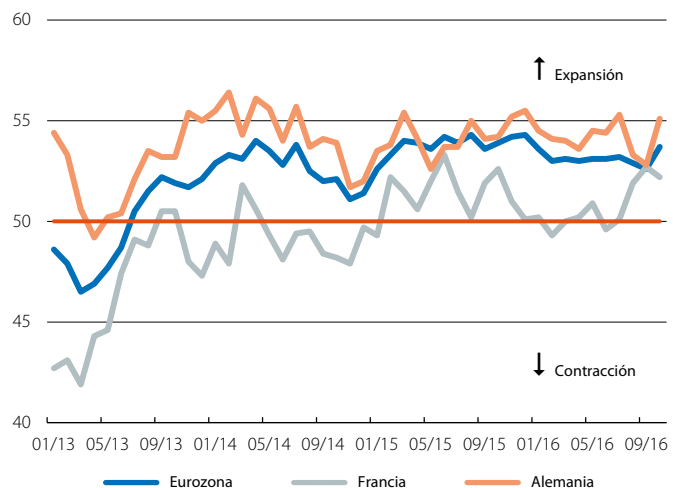
Variación intertrimestral (%)



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

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

alcanzó máximos anuales al situarse en los 106,3 puntos en octubre (+1,4 puntos respecto a septiembre). Por países, los indicadores destacan el impulso de Alemania, con una recuperación de la producción industrial en agosto (0,5%) y una importante mejora del índice PMI (hasta los 55,1 puntos en octubre, el mejor registro del año) y del ESI (en los 108,7 puntos en octubre, el máximo del año).

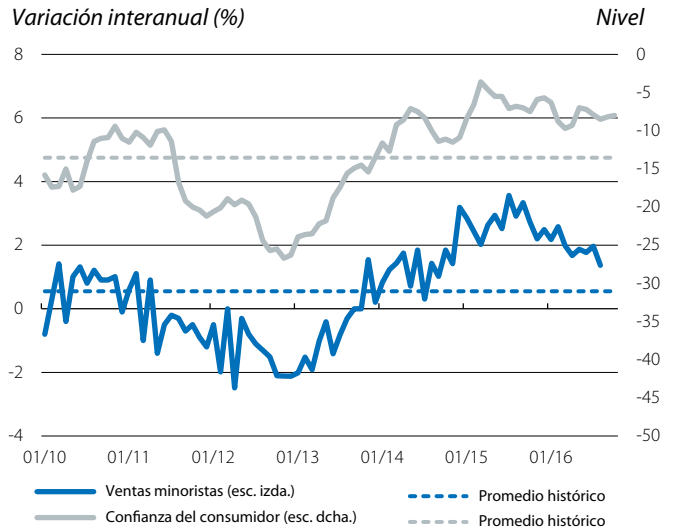
La demanda doméstica mantiene el empuje de la recuperación. Los primeros datos del 4T 2016 señalan la continuación del buen tono en el consumo de los hogares. Concretamente, el índice de confianza del consumidor de la eurozona mostró estabilidad en octubre con un registro de -8,0 puntos, ligeramente mejor que el promedio de -8,2 del 3T. Asimismo, los indicadores que se van conociendo del 3T sugieren que el consumo privado tuvo un papel importante en el avance de la actividad. En particular, las ventas minoristas aumentaron de media un 1,5% interanual en los meses de julio y agosto, una cifra similar a la del 2T y que sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación de la eurozona.

El repunte de la inflación prosigue según lo previsto. El índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de octubre señala que la inflación general de la eurozona aumentó hasta el 0,5%, 1 décima por encima del dato de septiembre, mientras que la subyacente se desaceleró ligeramente hasta el 0,7%, 0,1 p. p. por debajo del registro anterior. El avance de la inflación general responde a la menor caída del componente energético y, en este sentido, en los próximos meses esperamos seguir observando una recuperación sostenida con la desaparición gradual del efecto base de las caídas del precio del petróleo observadas en 2014 y 2015. La inflación subyacente, por su parte, aumentará paulatinamente de la mano del avance de la actividad.

La consolidación de la recuperación se produce en un entorno exterior desfavorable. Los últimos datos disponibles, de julio de 2016, muestran que la demanda doméstica de la UE es la que está empujando a las exportaciones de los distintos países europeos, y que está contrarrestando el descenso de la demanda exterior. Las cifras señalan que las exportaciones hacia fuera de la UE se han contraído, en términos reales, desde septiembre de 2015. Sin embargo, en los dos últimos años las exportaciones intraeuropeas continúan expandiéndose de manera sostenida (con la excepción de mayo de 2016), aupadas por la recuperación de la demanda interna. De este modo, la solidez de la recuperación doméstica ha permitido mitigar el impacto de la desaceleración de las economías emergentes en 2016.

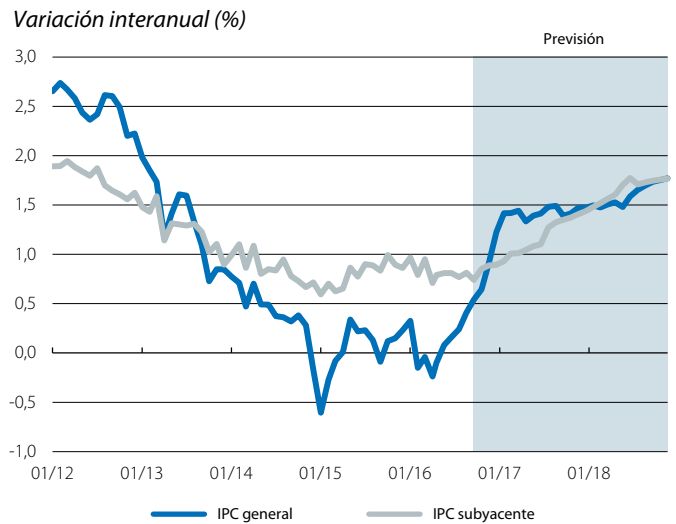
El nivel de deuda pública se mantiene elevado. A pesar de que continúa la reducción del déficit público, que en el conjunto de la eurozona se situó en el 1,5% del PIB en el 2T 2016, la deuda de los estados se ha mantenido estable y por encima del 90% del PIB. En concreto, en el 2T 2016 la deuda pública representaba el 91,2% del PIB en el conjunto de la eurozona, prácticamente el mismo nivel que en el 3T 2015 (91,5%). Esta estabilidad, no obstante, esconde comportamientos dispares entre

Eurozona: indicadores de consumo



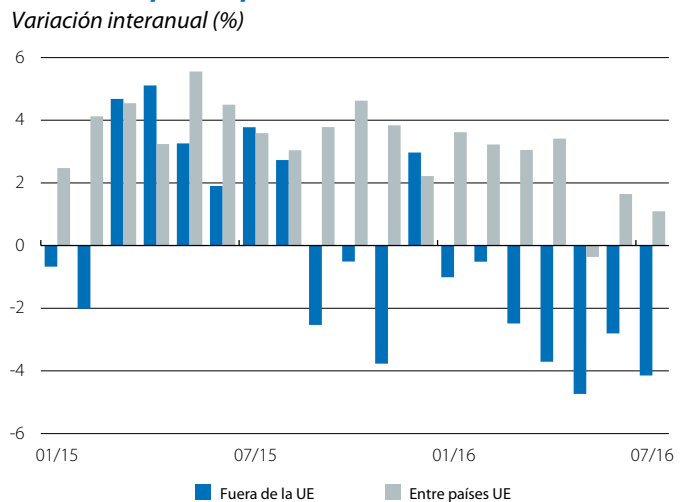
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: IPC armonizado



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

Unión Europea: exportaciones *



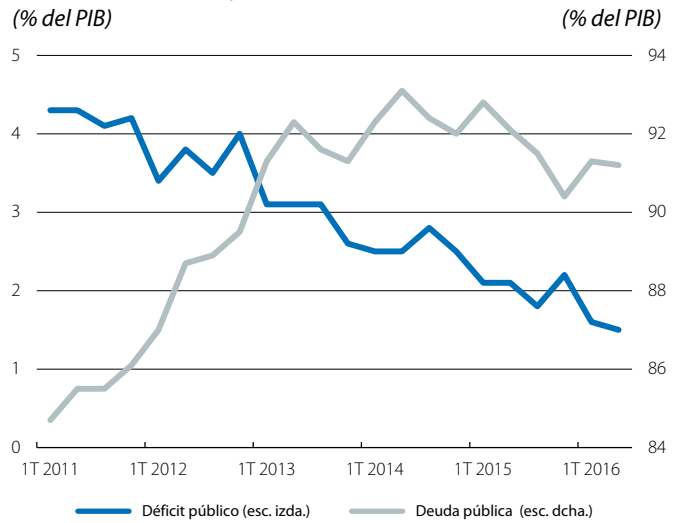
Nota: * Datos a precios constantes. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

países. Por un lado, la deuda pública se está reduciendo más rápidamente en países que partían, en 2015, de un nivel de deuda menor, como Alemania (70,1% en el 2T 2016, -2,5 p. p. respecto al 2T 2015), Irlanda (77,8% en el 2T 2016, -13 p. p. respecto al 2T 2015) y Países Bajos (63,7 p. p. en el 2T 2016, -3,3 p. p. respecto al 2T 2015). Por otro lado, en otro grupo de países, el endeudamiento se ha mantenido estable o incluso ha aumentado (Bélgica, España, Francia, Italia, Austria y Portugal). Dado que este segundo grupo tiene unos niveles de endeudamiento público más elevados, es importante que encaucen la reducción de la deuda para alcanzar niveles más sostenibles. Además, en un contexto en el que el peso de las medidas de estímulo recae desproporcionadamente sobre la política monetaria, también es importante que aquellos países con margen fiscal lo aprovechen para impulsar el crecimiento y permitan un mayor equilibrio entre las políticas monetaria y fiscal.

Las condiciones financieras siguen siendo muy laxas y apoyan la recuperación de la demanda doméstica. La encuesta de préstamos bancarios del BCE muestra que en el 3T los hogares dispusieron de más facilidades para acceder a préstamos al consumo y para la compra de vivienda, mientras que las empresas siguieron beneficiándose de la relajación obtenida en los trimestres anteriores. La encuesta indica que esta relajación de los criterios de aprobación de préstamos se debe, en gran medida, a las presiones competitivas en el sector bancario. Precisamente, estas presiones competitivas se unen a un entorno de tipos de interés negativos que presiona la rentabilidad del sector lo que, a su vez, resta efectividad a la política monetaria expansiva del BCE. Para reducir la responsabilidad de estimular la economía que recae sobre la política monetaria, es importante que no se pierda impulso en el proceso de reformas estructurales y que la política fiscal procure mantener una composición más favorable al crecimiento.

La incertidumbre política se suma al débil crecimiento en Italia. Las previsiones de crecimiento de Italia se sitúan en el 0,9% para 2016 y en el 0,8% para 2017, pero la ausencia de una estrategia integral para solucionar los problemas de la banca (que tiene un elevado nivel de créditos dudosos) supone un importante foco de inestabilidad. Además, el próximo 4 de diciembre se celebra el referéndum sobre la reforma constitucional italiana que persigue facilitar el proceso legislativo. El gran número de indecisos que muestran las encuestas (superior al 30%) mantiene elevada la incertidumbre alrededor del resultado y una victoria clara del «no» podría poner en riesgo la estabilidad política y el impulso reformista.

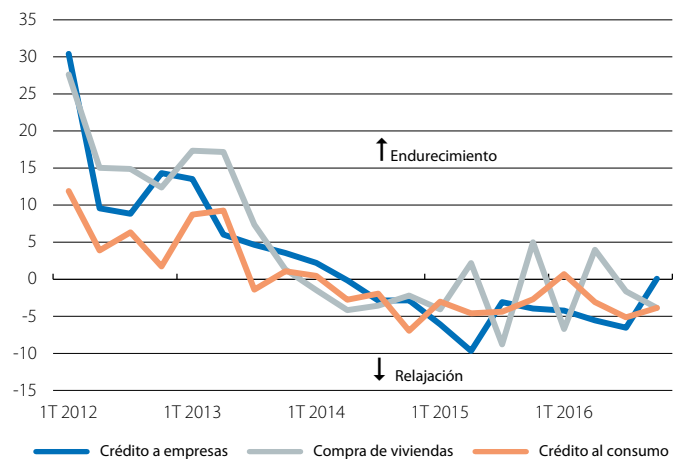
Eurozona: déficit y deuda pública



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

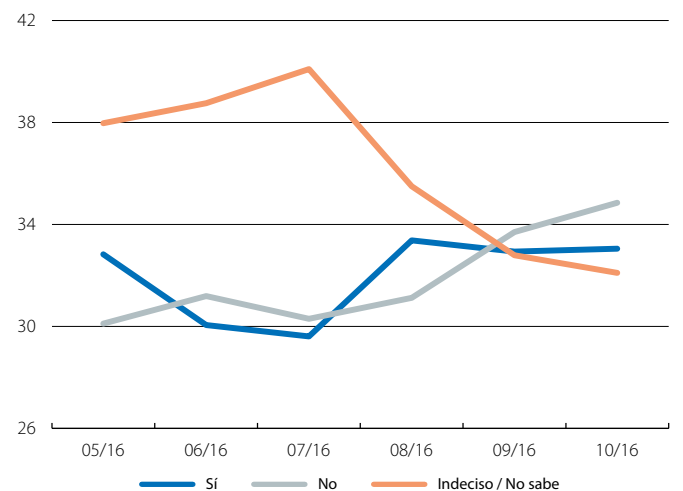
Entidades que endurecen (+) o relajan (-) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)



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

Referéndum constitucional en Italia: sondeos

Intención de voto (% sobre el total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de un conjunto de encuestas.

FOCUS · Los mercados de trabajo de la eurozona después de la crisis: *reality-check*

Desde 2013, el empleo se está recuperando en la eurozona y está previsto que alcance, a finales de 2016, el nivel que había antes de la crisis, en 2008, con unos 154 millones de personas empleadas. Sin embargo, esta recuperación es aún incompleta y se está produciendo a distintas velocidades por países, lo que deriva en una situación del mercado laboral muy heterogénea.

La tasa de empleo volvió a situarse en el 2T 2016 por encima del 65% en el promedio de la eurozona, un nivel similar al de 2008. La situación en países como Alemania es muy buena: su tasa de empleo superó el 74% en el 2T 2016 (4 p. p. más que en 2008). No obstante, esta situación dista de ser generalizada. En particular, en los países de la periferia, las tasas de empleo son casi 6 p. p. inferiores al nivel precrisis, destacando el caso de Grecia, con una tasa del 52,1%, casi 10 p. p. por debajo del nivel de 2008. Si tenemos en cuenta que la tasa de empleo es una medida de hasta qué punto se están usando los recursos de capital humano de una economía, su aprovechamiento en países de la periferia es muy inferior al que realizan Alemania o los Países Bajos.

La diferente dureza y duración de la crisis así como de la intensidad de la recuperación entre países han acentuado aún más las diferencias en los niveles de desempleo. En el conjunto de la eurozona, la tasa de paro se ha reducido de manera continuada pero lenta desde 2013, alcanzando el 10,1% en el 2T 2016 (pero sigue siendo 3 p. p. más elevada que en 2008). La baja tasa de paro alemana (4,3%) permite calificar la situación del país como prácticamente de casi pleno empleo, cuando el paro existente es solo friccional debido al tiempo que pasa mientras los trabajadores transitan de un empleo a otro. Pero otros países como Países Bajos o Francia y, en especial, de la periferia tienen dificultades para reducir el paro a niveles previos a la crisis económica. Las tasas de paro en Italia, España o Grecia son aún muy elevadas: se encuentran unos 5, 10 y 16 p. p. respectivamente por encima de los niveles de 2008.

Los trabajadores más afectados por la pérdida del empleo son los menos formados o de menor edad y/o experiencia. Por ejemplo, la tasa de paro de los jóvenes (de 15 a 24 años) es más del doble que la general (20,9% en el 2T 2016) y alcanza niveles aún más alarmantes en la periferia, cercanos al 50% en Grecia o en España, el 36% en Italia o el 27% en Portugal. Otra consecuencia del largo periodo de crisis económica es que cada vez una mayor proporción de desempleo es de larga duración: en la eurozona uno de cada dos desempleados lleva más de un año en el paro. Esto es particularmente grave porque la dificultad de encontrar

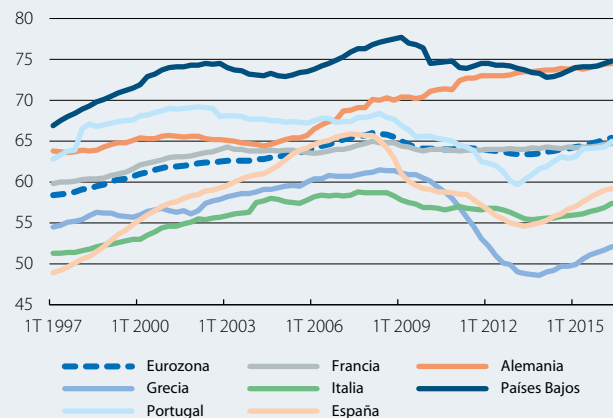
un trabajo aumenta a medida que el individuo ha pasado más tiempo en el paro.

Una buena noticia en este cuadro es el aumento continuado y generalizado por países de la participación laboral entre 2008 y 2016, que en la eurozona alcanzó el 72,8% de la población en edad de trabajar en el 2T 2016. Un aumento que se debe a factores estructurales, como la mayor participación laboral de las personas mayores, pero que debería acentuarse para poder contrarrestar el envejecimiento poblacional.¹

En conclusión, el panorama brevemente descrito nos muestra que, a pesar de que el empleo ha alcanzado un nivel similar al de antes de la crisis, aún queda mucho camino por recorrer para constatar una recuperación generalizada de los mercados de trabajo de la eurozona.

Tasa de empleo

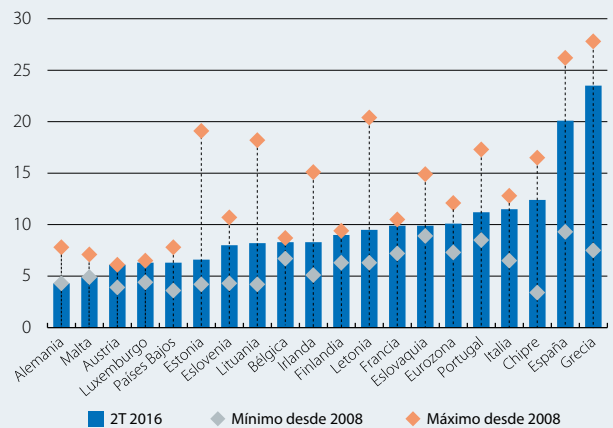
(% de la población en edad laboral)



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

Tasa de paro

(% de la población activa)



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

1. Véase «The 2015 Ageing Report», de la Comisión Europea.

FOCUS · Ajuste fiscal en la periferia: un trabajo a medias

Los países de la periferia han llevado a cabo un importante esfuerzo de consolidación fiscal durante los últimos años. Sin embargo, medir este esfuerzo y analizar su composición correctamente no es tarea sencilla. Por ejemplo, en un contexto de recesión, el balance presupuestario se suele deteriorar dado que los ingresos tributarios se reducen por la caída de la actividad económica y algunas partidas de gasto, como las prestaciones por desempleo, aumentan. También pueden surgir gastos extraordinarios, como la asistencia financiera al sector bancario. En un contexto de recuperación, sucede lo contrario. Por tanto, para medir correctamente el esfuerzo fiscal es importante tener en cuenta el efecto de aquellos factores ligados al ciclo.

El balance ajustado de los efectos del ciclo económico con los gastos por intereses descontados se conoce como balance estructural primario. Si observamos su evolución en los países de la periferia entre los años 2009 y 2013, vemos que el ajuste fiscal¹ fue superior a 1 p. p. del PIB al año y que, en general, este se centró en las partidas de gasto cuyo descenso fue, en promedio, de 4 p. p. del PIB en la periferia, mientras que el aumento de ingresos fue de 2 p. p.

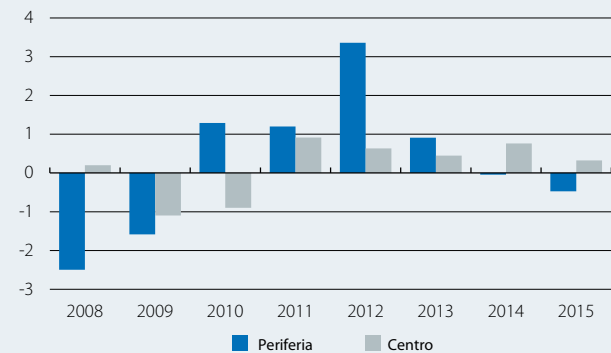
Centrándonos en la evolución de los gastos, el ajuste más importante se produjo en la inversión pública, que se redujo prácticamente a la mitad en el conjunto de países de la periferia y representó la mitad del ajuste total del gasto público, 2 p. p. del PIB concretamente. Destaca la reducción en las partidas de infraestructura de transporte, defensa militar y la inversión relacionada con la prestación de servicios generales. El ajuste en las otras partidas de gasto fue menor pero no despreciable: el gasto corriente en educación y sanidad cayó un 9%, mientras que la reducción del consumo intermedio y del gasto salarial de otros funcionarios fue del 6%.

Para llevar a cabo dichos ajustes y situar con celeridad el déficit en una trayectoria descendente, se recurrió mayoritariamente a medidas de rápida implementación. Algunas de estas medidas pueden haber afectado negativamente la prestación de los servicios públicos, aunque en la mayoría de casos no es fácil medir el impacto. Por ejemplo, los recortes en el gasto sanitario han supuesto un aumento de las listas de espera en los países de la periferia y parecen haber afectado la calidad del servicio provisto: la proporción de ciudadanos satisfechos con la disponibilidad de una atención sanitaria de calidad, en general, ha disminuido.² De todas formas, también se aprobaron medidas de carácter estructural que deberían mejorar la eficiencia y la transparencia con la que se proveen los servicios públicos. En este sentido, destaca el fomento de las plataformas electrónicas y las centrales de compras en la

contratación pública y la reestructuración y simplificación de las empresas y organismos públicos.

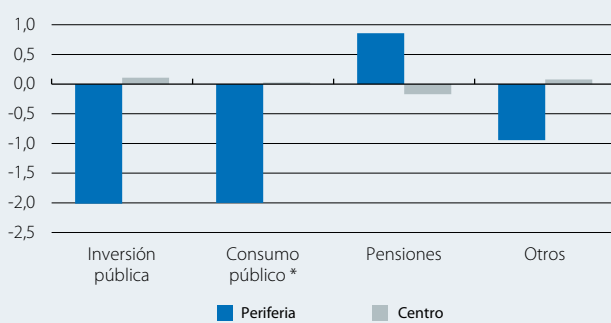
El análisis del ajuste del déficit en la periferia europea en los últimos años muestra que, en términos estructurales, este se centró, sobre todo, en las partidas de gasto. Sin embargo, el cómo se ha llevado a cabo este ajuste pone en duda que sea sostenible en el tiempo. Primero, porque la mayor parte del ajuste recayó en la inversión pública, y esta juega un papel importante a la hora de determinar el crecimiento potencial de los países. De hecho, dado el elevado volumen de deuda pública, la elevada tasa de paro y las pobres perspectivas de crecimiento en varios países de la periferia, esta es una de las partidas que menos se debería haber ajustado. Y segundo, porque la calidad de los servicios públicos también parece que se ha resentido, algo que la ciudadanía difícilmente aceptará a medio plazo. En definitiva, para que el ajuste del gasto público sea estructural y sostenible en el tiempo, la atención debe centrarse en la mejora de la eficiencia con la que se proveen los servicios públicos.

Eurozona: cambio en el saldo estructural primario en los países de la periferia y del centro (p. p. del PIB potencial)



Nota: Los países de la periferia son España, Irlanda, Italia, Grecia y Portugal. Los países del centro son Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Países Bajos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Composición del ajuste del gasto público (p. p. del PIB potencial)



Notas: Los países de la periferia son España, Irlanda, Italia, Grecia y Portugal. Los países del centro son Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Países Bajos. Periodo de ajuste: Alemania, Finlandia, Francia y Portugal (2011-2013); Austria, Bélgica, España y Grecia (2010-2013); Irlanda (2009-2013); Italia (2010-2012), y Países Bajos (2012-2013).
 * Consumo público incluye gasto en educación, sanidad, otros salarios y consumo intermedio.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

1. Un episodio de consolidación fiscal se suele definir como un periodo de dos o más años consecutivos de mejora en balance estructural primario.
 2. Véase «OECD, Government at a Glance 2015».

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16	10/16
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,4	2,8	2,5	2,3	1,7	1,9	0,6	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	0,9	2,0	1,7	1,3	1,1	-0,5	1,8	...	...
Confianza del consumidor	-10,2	-6,2	-6,4	-8,3	-7,8	-7,9	-8,5	-8,2	-8,0
Sentimiento económico	101,5	104,2	106,2	104,0	104,3	104,5	103,5	104,9	106,3
PMI manufacturas	52,3	52,4	52,8	51,9	51,8	51,4	51,7	52,6	53,3
PMI servicios	53,9	54,6	54,5	53,5	53,0	51,5	52,8	52,2	53,5
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,6	1,0	1,3	1,4	1,4	-	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	11,6	10,9	10,5	10,3	10,1	10,1	10,1	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,0	4,6	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,4	10,2	10,2	10,0	10,3	10,5	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,6	11,9	11,6	11,6	11,5	11,4	11,4	...	...
España (% pobl. activa)	24,5	22,1	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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Saldo corriente: eurozona	2,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,5	...
Alemania	7,3	8,5	8,5	8,6	9,0	8,8	8,9	...
Francia	-1,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	...
Italia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,4	2,5	...
España	1,1	1,4	1,4	1,4	1,8	1,8	1,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	92,4	94,1	94,8	94,9	95,2	95,3

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,4	0,4	1,1	1,6	1,9	1,9	1,9
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,0	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,6	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,9	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,0	11,4	11,2	10,1	9,4	9,9	9,4
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,9	-4,0	-2,6	-2,1	-1,4	-1,5	-1,3
Instrumentos negociables	-7,2	2,8	0,7	-1,0	2,5	5,0	4,4	5,5
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	...

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

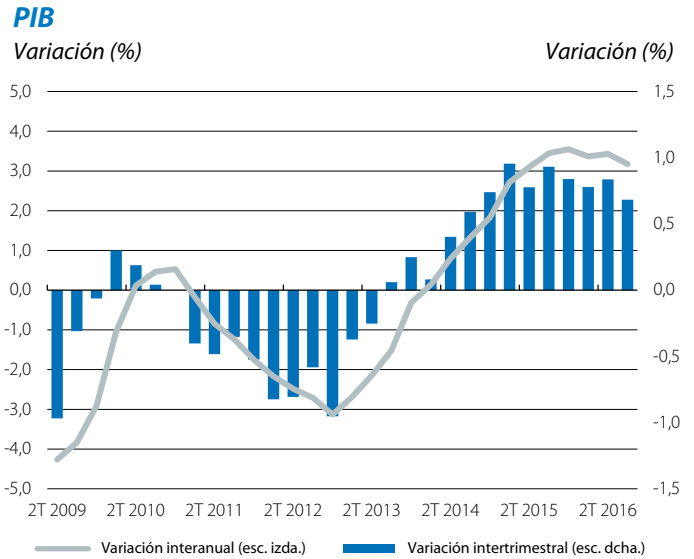
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

COYUNTURA · El crecimiento económico va madurando

La economía española sigue evolucionando muy favorablemente. El crecimiento del PIB se situó en el 0,7% intertrimestral en el 3T (0,8% en el 2T), un registro muy superior al promedio de los países de la eurozona. Con la publicación de este dato, el INE también revisó la serie histórica del PIB trimestral. Los nuevos datos muestran que el crecimiento fue algo más vigoroso en los trimestres precedentes, lo que nos lleva a revisar la previsión del avance del PIB para el conjunto del año al 3,2%. A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que el elevado ritmo de avance fue liderado por la demanda interna. El índice de la confianza del consumidor se situó en los -6,1 puntos en el promedio del 3T, una cifra ligeramente inferior al promedio del 2T (-3,2) pero que sobrepasa con creces el promedio histórico (-13,6). Asimismo, las ventas minoristas aumentaron un 3,8% en el 3T (el mismo registro que en el 2T), por lo que se espera que el consumo privado siga siendo el principal motor del crecimiento. De cara a los próximos trimestres, esperamos que el ritmo de avance de la actividad económica se modere y la economía entre en una fase del ciclo más madura, en la que se espera que la demanda externa retome protagonismo gradualmente. Los efectos positivos de los ajustes estructurales, como las ganancias de competitividad, el reequilibrio del sector inmobiliario y un sector bancario saneado, apoyarán el crecimiento de la actividad a medida que los vientos de cola que han impulsado el crecimiento de la economía española en los últimos dos años irán perdiendo fuelle paulatinamente.

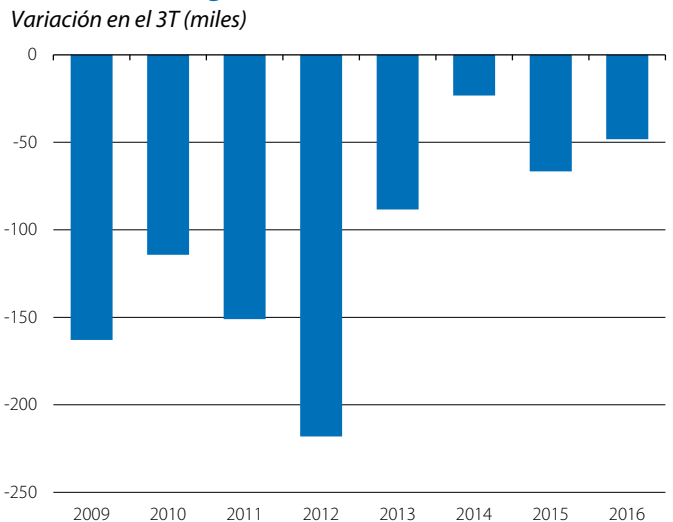
La creación de ocupación mantiene su dinamismo. Los buenos datos de actividad quedan reflejados en la creación de empleo, que desde hace dos años no deja de crecer. Esta buena dinámica se afianzó en el 3T, tal y como los datos de afiliados ya avanzaron y los datos de la EPA han confirmado. En concreto, la ocupación aumentó un 2,7% en términos interanuales (2,4% en el 2T), lo que permitió que la tasa de paro se redujera significativamente hasta el 18,9%, 1,1 p. p. menos que en el trimestre anterior. Como consecuencia del dinamismo observado, revisamos al alza las previsiones de creación de ocupación al 2,8% en 2016 y al 2,1% en 2017 (del 2,7% y 2,0% anterior, respectivamente). La evolución positiva que esperamos que mantenga el mercado laboral seguirá impulsando el consumo privado y los precios. De todos modos, y a pesar de la cantidad de empleo generado en estos años, la calidad de la ocupación en España es una cuestión que preocupa y es que, tal y como se describe en el Focus «La calidad del empleo: España en el contexto internacional» en este Informe Mensual, las estadísticas sugieren que la calidad del empleo en España se sitúa entre las más bajas de la OCDE.

La inflación se recupera según lo previsto. El IPC, impulsado por el dinamismo en el consumo privado, creció un 0,7% interanual en octubre y confirma el inicio de la tendencia alcista previsto para los próximos meses al deshacerse el efecto escalón de la intensa caída del precio del petróleo de finales de 2015 e



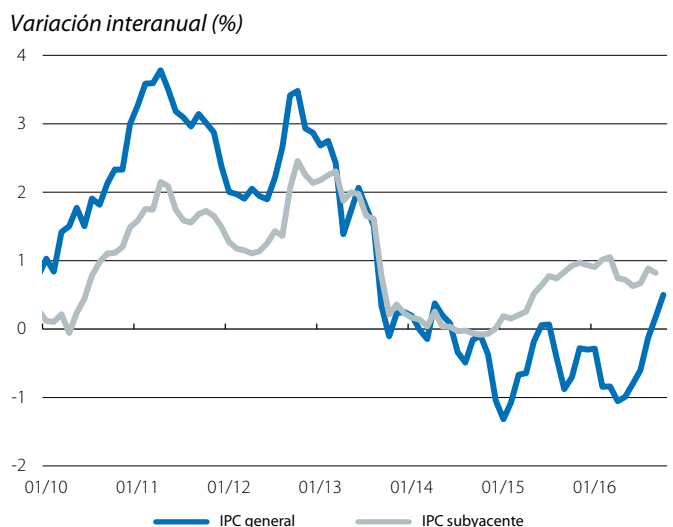
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Afiliados a la Seguridad Social



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

IPC



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

inicio de 2016. De hecho, el precio de petróleo se mantiene aún en cotas bajas y, aunque esperamos que se recupere paulatinamente, seguirá beneficiando a la economía española y, en especial, a la balanza comercial.

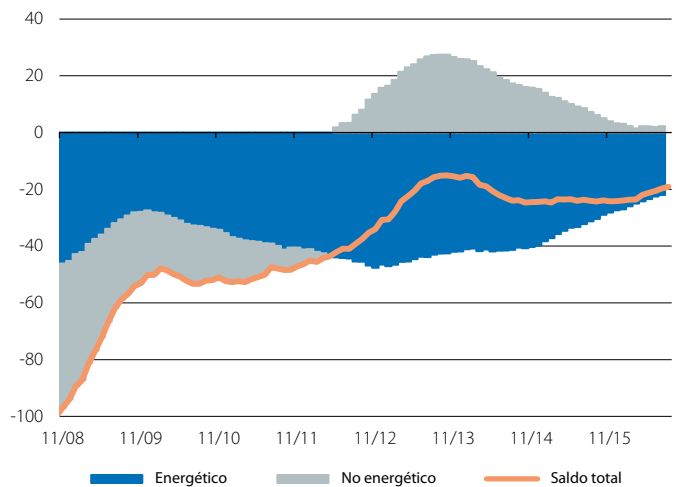
El sector exterior sigue deparando buenas noticias. En agosto, el saldo comercial de bienes aumentó hasta los -10.996 millones de euros en el acumulado del año (una mejora de 5.075 millones de euros respecto a 2015). Ello fue consecuencia de un mayor retroceso de las importaciones (3,5% interanual en el acumulado de tres meses) que de las exportaciones (-0,4%). La fuerte caída de las importaciones se explica por el descenso del valor de las importaciones de bienes energéticos gracias al bajo precio del petróleo. Las exportaciones, que a corto plazo siguen favoreciéndose por la depreciación del euro, mantendrán el dinamismo en los próximos ejercicios gracias a las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años, al importante esfuerzo de internacionalización que han llevado a cabo las empresas españolas y a la diversificación de los destinos de exportación más allá de la eurozona. A pesar de esta buena tendencia de fondo, hay ciertos focos de incertidumbre global que preocupan, como el *brexit*, la ralentización del comercio mundial y la orientación de la política comercial global hacia un mayor proteccionismo.

El turismo sigue en cifras récord. Entre enero y septiembre entraron 60 millones de turistas internacionales en España, un 10,1% más que en el mismo periodo de 2015. La temporada de verano de 2016 ha sido histórica. Tal y como se detalla en el Focus «Turismo, ¿un año excepcional?» de este mismo *Informe Mensual*, la elevada competitividad del sector, el apoyo de la depreciación del euro y las turbulencias geopolíticas que atraviesan algunos de los principales destinos rivales son los principales factores que explican el buen desempeño del sector.

El sector inmobiliario, que lleva meses mostrando una tendencia positiva, mantiene su dinámica, gracias a una demanda de vivienda que sigue en constante aumento como consecuencia de la recuperación de la ocupación y la renta de las familias, las mejores condiciones crediticias y la pujanza de la demanda de vivienda por parte de extranjeros. En concreto, las compraventas de viviendas se incrementaron un 14,3% en agosto (en el acumulado de 12 meses). El fuerte impulso de la demanda está siendo muy heterogéneo entre provincias, como se explica en el Focus «La demanda de vivienda: un crecimiento desigual» de este informe. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva se situaron en julio en 60.351 en el acumulado de 12 meses, lo que representa una décima parte de los visados registrados en 2007. La heterogeneidad en la demanda de vivienda, combinada con los bajos niveles de oferta y la escasez de vivienda por vender que existe en determinadas zonas *prime* (por ejemplo, en las grandes ciudades), generará un incremento del precio de la vivienda muy dispar entre provincias. Para el conjunto del país, esperamos que el crecimiento del precio de la vivienda se sitúe en el 2,7% en 2016. Este dinamismo observado en el sector inmobiliario está repercutiendo positivamente sobre el sector bancario.

Saldo comercial

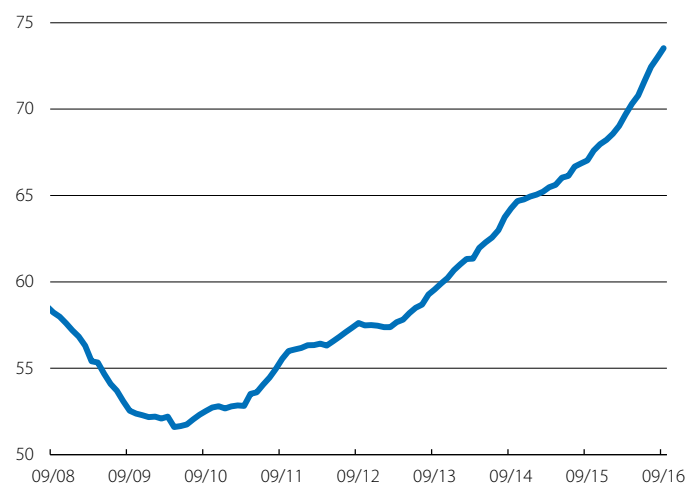
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Entrada de turistas extranjeros

Acumulado de 12 meses (millones)

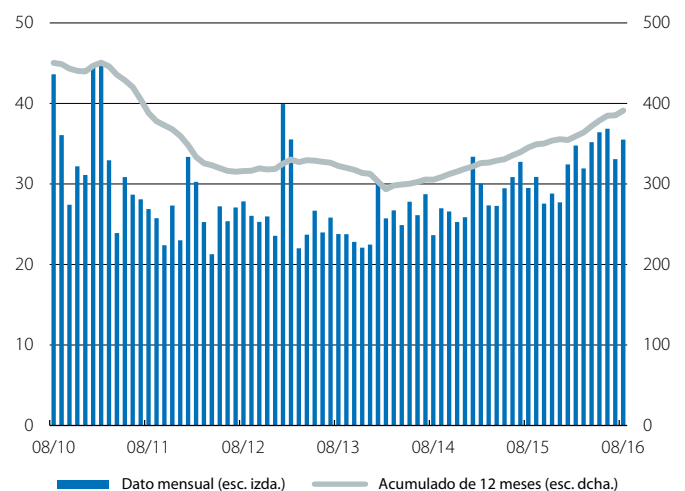


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Compraventa de viviendas

(Miles de viviendas)

(Miles de viviendas)



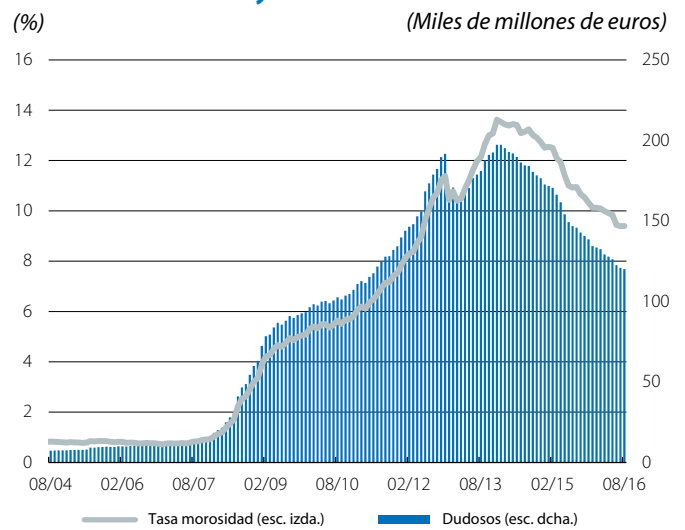
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

El sector bancario español presenta un alto grado de estabilidad. Esta es la principal conclusión de la sexta evaluación llevada a cabo por la Comisión Europea tras la finalización del programa de ayuda financiera para la banca. Una estabilidad que se apoya en los bajos costes de financiación, el crecimiento económico y la reestructuración del sector que se está llevando a cabo. En este último aspecto, sin embargo, se incide en la necesidad de completar el proceso de reestructuración y privatización pendiente. Los datos más recientes del sector avalan esta visión positiva: en agosto, el saldo de crédito dudoso se redujo ligeramente (-790 millones de euros) hasta los 120.037 millones de euros, y acumula un retroceso del 39% desde el nivel máximo alcanzado en enero de 2014. Paralelamente, la tasa de morosidad se mantuvo en el 9,4% en agosto, igualando el registro de julio. Con todo, esperamos que la mejora de la economía, los bajos tipos de interés y la venta de carteras de préstamos dudosos continuarán facilitando la reducción de la morosidad de la banca.

El ajuste de las cuentas públicas sigue siendo la asignatura pendiente. En agosto, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas, excluyendo las corporaciones locales y las pérdidas por ayudas financieras, se situó en el 3,3% del PIB, 1 décima por debajo del registro de agosto de 2015. Por administraciones, el déficit del Estado aumentó hasta el 2,6% del PIB en septiembre, 3 décimas por encima del registro de un año atrás. Este peor registro es debido, en gran parte, a la transferencia de recursos a las Administraciones territoriales en agosto correspondientes a la liquidación del sistema de financiación del año 2014. Gracias, en gran medida, a esta transferencia de recursos, las comunidades autónomas mejoran en 7 décimas el dato de agosto de 2015 y registran un déficit del 0,1% en julio. En cambio, los problemas estructurales en la Seguridad Social agudizan su déficit, que empeoró hasta el 0,6% del PIB en agosto (3 décimas por encima del registrado en el mismo periodo de 2015). En consecuencia, los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta la fecha reflejan un ajuste insuficiente en las cuentas públicas, aunque la reforma del impuesto de sociedades aprobada recientemente por el Gobierno debería corregir esta tendencia en el tramo final del año y permitir cumplir con el objetivo de déficit del 4,6% pactado con la Comisión Europea. Sin embargo, el nivel de deuda pública, que supera el 100% del PIB, recuerda que sigue siendo imprescindible continuar con el proceso de consolidación fiscal.

Los Presupuestos Generales del Estado de 2017 no contemplan medidas de ajuste. Los presupuestos presentados, que son una prórroga de los de 2016, se sustentan en unas previsiones macroeconómicas razonables (se prevé un crecimiento del PIB del 2,3% y de la ocupación del 2,2%). La buena marcha de la economía permitirá, según los presupuestos, disminuir el déficit en 0,8 p. p., por lo que este se situaría en el 3,6% del PIB en 2017. En consecuencia, para alcanzar el objetivo acordado con la Comisión Europea (3,1%), será necesario que el nuevo Gobierno presente unos presupuestos actualizados que incluyan medidas de ajuste, tal y como la Comisión Europea ha reclamado.

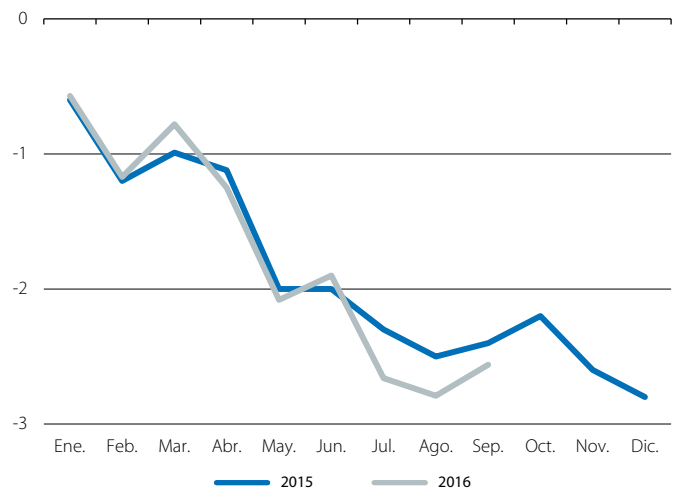
Tasa de morosidad y créditos dudosos



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

Saldo presupuestario del Estado

Acumulado en el año (% del PIB)



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

Previsiones económicas de los Presupuestos Generales del Estado 2017

Variación anual (%)

	2015	Gobierno Octubre 2016		CaixaBank Octubre 2016	
		2016 Previsión	2017 Previsión	2016 Previsión	2017 Previsión
PIB real	3,2	2,9	2,3	3,2	2,4
PIB nominal	1,6	2,0	3,2	3,6	3,7
Ocupación (ETC)	3,0	2,7	2,2	2,8	2,1
Tasa de paro (%)	22,1	19,7	17,8	19,7	18,2
Tipo de interés (deuda pública a 10 años)	1,8	1,7	1,9	1,4	1,7

Fuente: CaixaBank Research, a partir de los Presupuestos Generales del Estado 2017.

FOCUS · La calidad del empleo: España en el contexto internacional

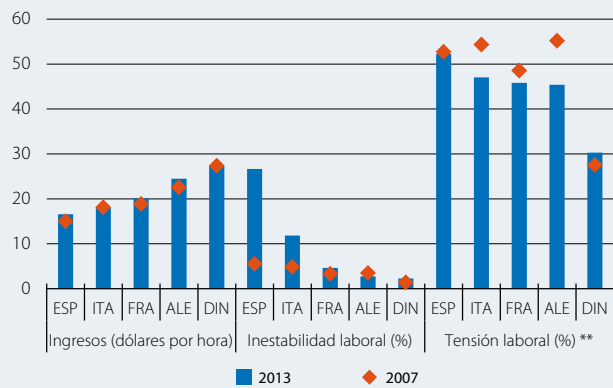
El mercado laboral español evoluciona favorablemente en términos de cantidad: en los últimos tres años, el número de ocupados ha aumentado en cerca de 1,5 millones y la tasa de paro ha descendido en unos 8 p. p. hasta situarse en el 18,9% en el 3T 2016. Sin embargo, una de las cuestiones que más preocupa es la calidad del empleo que se está generando.

Medir la calidad del empleo no es una tarea sencilla. Los expertos en la materia señalan que este es un concepto multifacético y que deben tenerse en cuenta varias características, tanto de la relación laboral como del puesto de trabajo. La OCDE, por ejemplo, ha propuesto un marco conceptual para evaluar la calidad del empleo a partir de tres componentes: los ingresos (ajustados por la desigualdad de su distribución), la estabilidad laboral y el ambiente de trabajo, medido como la presión que sufre el empleado por un exceso de peticiones o con recursos insuficientes para desarrollar sus tareas. Según estos indicadores, la calidad del empleo en España se sitúa entre las más bajas de los países de la OCDE. En concreto, España se encuentra entre los 10 países con peores indicadores en dos de los tres factores analizados, juntamente con países como Eslovaquia, Grecia, Hungría, Italia, Polonia, Portugal y Turquía.¹ En el otro extremo, se encuentran países como Noruega, Suiza o Dinamarca, este último generalmente usado como paradigma de un mercado laboral eficiente.² La mala posición que ocupa España en el ranking de los países desarrollados se explica, en parte, por el mayor impacto de la crisis en el mercado laboral español. Así, entre 2007 y 2013, España empeoró en el componente de estabilidad laboral, descendiendo de la posición 27 a la 32 (de 33 países), y en el componente de ambiente de trabajo, siendo España la penúltima clasificada por delante de Grecia. De todos modos, incluso antes de la crisis, cuando la tasa de paro se situaba en torno al 8%, la situación del mercado laboral en términos de calidad no era nada envidiable (véase el primer gráfico).

El marco conceptual propuesto por la OCDE tiene como objetivo evaluar la calidad del empleo desde un punto de vista individual, por el impacto que tiene sobre el bienestar de los trabajadores. La calidad del empleo, no obstante, es una cuestión fundamental también desde el punto de vista agregado dado que está estrechamente ligada a la mejor utilización del trabajo como factor productivo. En efecto, la calidad del empleo influye sobre la participación en el mercado laboral y la productividad de los trabajadores, y, en consecuencia, incide de forma directa sobre el desempeño macroeconómico de un país. Desde esta óptica, es pertinente explorar otras dimensiones como el tipo de contrato laboral o el grado de utilización de los recursos laborales en

una economía. Así, el tipo de contrato puede afectar a la productividad, ya que los incentivos del empleado y del empleador de invertir en capital humano específico y formación son inferiores cuando la duración de la relación laboral es menor. Por otro lado, un grado de utilización de los recursos laborales por debajo de su potencial reduce la producción total de la economía. Para medir dicho grado se pueden usar variables como el porcentaje de empleados a tiempo parcial que preferirían trabajar a tiempo completo o el nivel de sobrecualificación de los empleados (formación del empleado superior a la requerida por el puesto de trabajo). La comparativa internacional refleja de nuevo una situación poco alentadora en España (como muestra el segundo gráfico). Así pues, queda mucho camino por recorrer. Las políticas laborales deberían ir encaminadas a mejorar no solo la cantidad de empleo sino también su calidad.

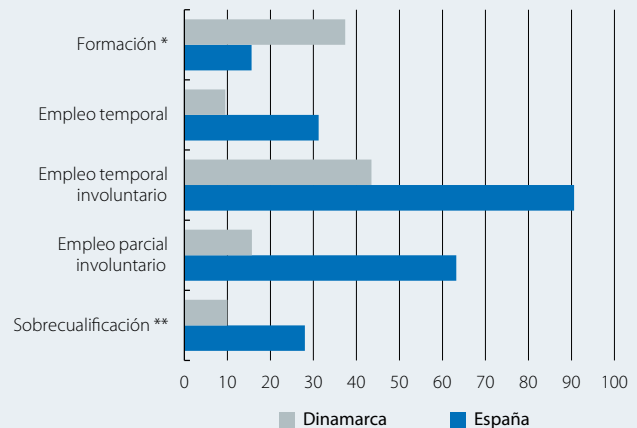
Componentes de la calidad del empleo según la OCDE *



Notas: * Ingresos en dólares por hora ajustados por poder de compra y por la desigualdad de su distribución. Inestabilidad laboral mide el riesgo de perder el empleo y el coste esperado como porcentaje de los ingresos previos. Tensión laboral mide la proporción de trabajadores que experimentan un desequilibrio entre la demanda de trabajo y los recursos disponibles para realizarlo. ** Datos de 2005 y 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (Job Quality database, 2016).

Indicadores de calidad del empleo (%)



Notas: * Trabajadores que han participado en formación en las últimas cuatro semanas. ** Porcentaje de empleados con educación superior que realizan tareas que requieren habilidades medias o bajas.

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

1. Datos de 2013 para los dos primeros componentes y de 2015 para el tercer componente. Véase «OECD Employment Outlook 2016».

2. El mercado laboral danés se caracteriza por la flexiseguridad, que combina la flexibilidad laboral necesaria para las empresas con la seguridad para los empleados a través de contratos estables, subsidios de desempleo y políticas activas.

FOCUS · La demanda de vivienda: un crecimiento desigual

La recuperación del mercado inmobiliario se consolida mes a mes. Así lo indica el número de compraventas de viviendas, que mantiene un ritmo de crecimiento de dos dígitos desde hace un año y medio. Este vigoroso ascenso se apoya en unos factores de base, comunes en todo el territorio, que están impulsando el aumento de la demanda de vivienda a nivel agregado. A ello se le suman unos factores que afectan de manera distinta a cada región, y que hacen que la recuperación sea especialmente intensa en algunas zonas (véase el primer gráfico).

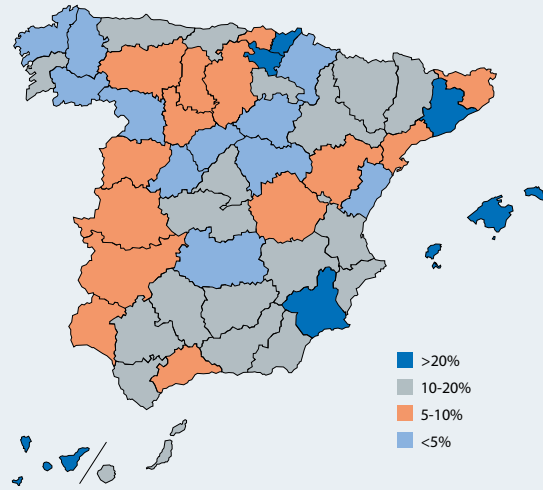
Entre los factores comunes que alientan la demanda de vivienda, destacan la mejora de las condiciones financieras y la recuperación de la actividad económica. El saneamiento del sector bancario y la política monetaria acomodaticia del BCE han facilitado una mejora de las condiciones crediticias. Ello queda reflejado en el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito hipotecario, que fue de un 13% en el acumulado de año hasta agosto (24,4% si se excluyen las refinanciaciones), o en la reducción de los tipos de interés de los créditos hipotecarios, de cerca de 0,9 p. p. en los últimos dos años. Paralelamente, el dinamismo en la creación de empleo está favoreciendo un incremento de la renta disponible de las familias.

Al mismo tiempo, factores de carácter más local están presionando al alza la demanda de vivienda en determinadas zonas. En este sentido, destaca la pujanza de la demanda extranjera. La compra de segundas residencias realizada por extranjeros es la responsable de buena parte de las compraventas registradas en la costa mediterránea y las Islas Canarias. En concreto, representan más del 30% del total de las compras en las Baleares, Canarias, Málaga y Murcia (como muestra el tercer gráfico). Paralelamente, la compra de vivienda por motivos de inversión está adquiriendo mayor relevancia dada su atractiva rentabilidad en relación con otras alternativas¹ y constituye ya el 20% del total de compraventas.² Este fenómeno es especialmente relevante en las grandes ciudades, que, además, atraen inversores internacionales.³

La unión de estos factores, comunes y locales, es la responsable del crecimiento dispar de las compraventas registrado en el actual ciclo expansivo. Esta heterogeneidad en la demanda se traslada a los precios, que también están mostrando una evolución muy desigual en todo el territorio. La recuperación va por barrios.

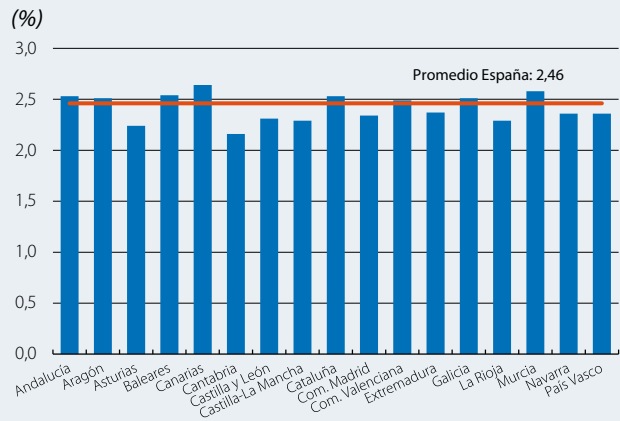
1. En el 2T 2016, la rentabilidad de la vivienda, definida como el alquiler medio anual por m² dividido por el precio medio por m² de 12 meses atrás, fue del 4,4%.
 2. Véase Servihabitat Trends (2016), «Mercado residencial en España».
 3. Por ejemplo, en PWC (2016), «Emerging Trends in Real Estate», se sitúa Madrid como la cuarta ciudad europea más atractiva para invertir y Barcelona se sitúa en el número 12.

Compraventa de vivienda en el 2T 2016 Variación acumulada de cuatro trimestres (%)



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

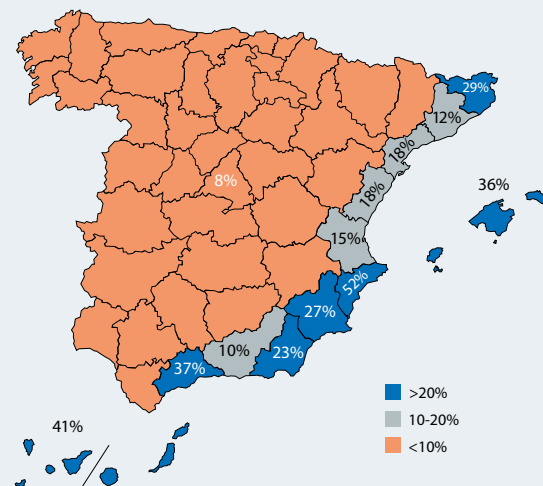
Tipo de interés de los nuevos créditos hipotecarios en el 2T 2016



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y Bienes Muebles de España.

Compraventa de vivienda por extranjeros en el 2T 2016

(% del total de compraventas)



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

FOCUS · Turismo, ¿un año excepcional?

2016 está siendo un año excepcionalmente bueno para el turismo extranjero en España. Entre enero y septiembre, llegaron 60 millones de turistas, un 10,1% más que en el mismo periodo de 2015. Estas cifras sitúan a España entre los tres primeros países del mundo en recepción de turismo internacional (junto con EE. UU. y China). Otra cifra que muestra de forma clara el buen momento por el que atraviesa el sector, y la importancia que ello tiene para el conjunto de la economía, es que los ingresos del turismo extranjero representarán cerca del 5% del PIB en 2016.

El impacto del turismo extranjero en España es relativamente elevado cuando se compara a nivel internacional:¹ el sector aporta un 7,7% del PIB, una cifra superior a la de países similares en tamaño y oferta como Italia (2,8%) o Francia (2,6%), aunque inferior a la de países como Portugal y Grecia, con el 10,8% y el 11,2%, respectivamente (véase el primer gráfico). La importancia del sector turístico, por tanto, hace imprescindible valorar su evolución más reciente y las perspectivas de futuro.

En el último año, el turismo extranjero en España ha crecido más rápido que en países de atractivo turístico similar. Así, mientras que las pernoctaciones de turistas extranjeros en España se han acelerado en 2015 y 2016, en Italia –tal vez el destino más comparable– y en Grecia, se han desacelerado y el crecimiento en los últimos 12 meses hasta junio se situaba cerca del 0,5%. Croacia tiene un patrón similar al español pero parte de niveles mucho más bajos. ¿Podemos esperar que continúe esta bonanza?

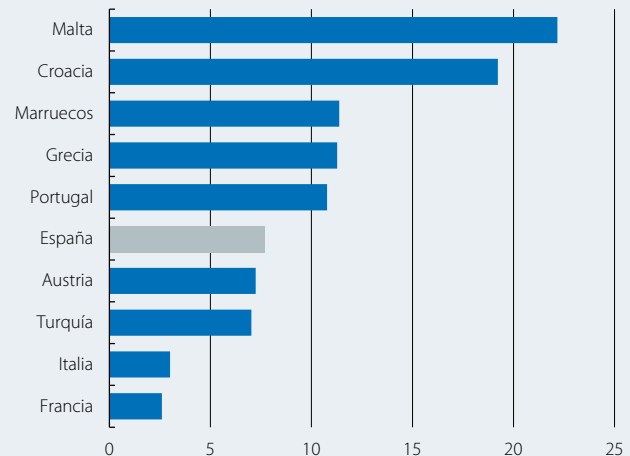
Los buenos resultados de 2016 se apoyan, en gran medida, en la elevada competitividad del sector turístico español. España ocupaba el primer puesto en el *ranking* mundial del World Economic Forum en 2015 (8.º en 2011 y 4.º en 2013), por encima de Francia (2.º), Italia (8.º), Grecia (31.º) o Croacia (33.º). Respecto a Italia, España cimienta su ventaja en la competitividad de precios y, especialmente, en unas mejores infraestructuras de transporte y servicios.

Por otra parte, también cabe destacar que los destinos turísticos europeos, y especialmente España, se han beneficiado de factores externos como las turbulencias geopolíticas en destinos del norte de África y Oriente Medio, como Egipto o Túnez, que están produciendo un redireccionamiento del turismo que iba a esta región a destinos más seguros como España o Italia. Al no preverse una pronta disminución de estas tensiones, estos factores externos darían un tinte de continuidad a la buena temporada de 2016. Sin embargo, cabe matizar esta observación. Si analizamos el crecimiento de los turistas que recibe España por país de origen, se observa que la llegada de

turistas británicos se ha acelerado (un 11,8% interanual en los últimos 12 meses hasta agosto) al mismo tiempo que la de turistas alemanes ha perdido fuelle (2,5%).

En este sentido, es interesante resaltar la mayor sensibilidad del turismo británico a las condiciones económicas domésticas. En concreto, la correlación de las entradas de turistas por procedencia con el crecimiento del PIB del país de origen es elevada en el caso de los británicos, mientras que en el caso de los alemanes o franceses es más moderada. Respecto al turismo británico, cabe añadir que si bien representan un 23,5% del total, estos contribuyeron en un 35% al incremento de los ingresos turísticos en los 12 últimos meses hasta agosto (véase el segundo gráfico). Ante estas cifras, no cabe duda de que la gestión del *brexit* constituye un importante factor de riesgo para el sector turístico español.

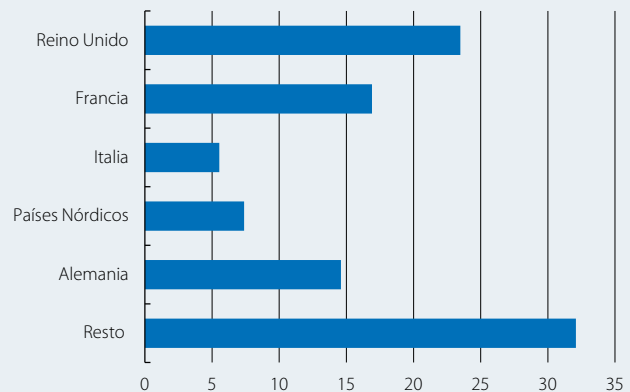
Contribución del turismo extranjero al PIB (% del PIB)



Nota: * Datos de 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Travel & Tourism Council, de Oxford Economics y del FMI.

España: turismo por país de origen* (%)



Nota: * Fracción del total de turistas extranjeros. Datos de agosto de 2016 (acumulados de 12 meses).

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

1. Datos de Oxford Economics y del World Travel & Tourism Council.

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	10/16
Industria									
Consumo de electricidad	-0,1	1,6	2,5	-0,8	0,9	-3,7	0,3	3,8	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	0,2	4,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	0,3	-1,9	-2,8	-3,1	-5,2	-3,0	-0,1
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,0	51,0	52,3	...
Construcción									
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	13,3	...	...
Precio de la vivienda	-2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	-	-	-	-
Servicios									
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	54,7	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	5,0	3,2	3,4	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	4,3	14,6	14,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	1,6	-2,5	-3,2	-5,8	-5,2	-7,3	-4,8

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	09/16
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8
Construcción	-1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,5	2,6	2,8
Servicios	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	3,5	3,5
No asalariados	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9
TOTAL	1,6	3,2	3,2	3,0	2,7	3,1	3,0	3,0
Población ocupada²	1,2	3,0	3,0	3,3	2,4	-	2,7	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	18,8	12,3	7,6	8,3	17,4	10,9	30,9	11,8
Temporales	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	0,4	15,3	5,7
TOTAL	13,4	11,3	11,5	6,4	9,8	1,1	16,3	6,2
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-11,7	-10,9	-12,0	-14,3	-14,8	-14,0
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,5	-7,8	-7,5	-8,5	-8,6	-8,7
TOTAL	-5,6	-7,5	-7,9	-8,1	-7,9	-9,0	-9,1	-9,1

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

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

Precios

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	-9,1	8,9
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	3,3	3,3	-0,7	-0,3	-12,0	4,2
Saldo corriente	11,2	14,7	16,0	14,7	15,4	19,4	19,8	21,0
Bienes y servicios	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	30,7	31,3
Rentas primarias y secundarias	-14,3	-11,5	-10,8	-11,5	-10,6	-10,3	-10,9	-10,3
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	16,3	21,7	22,1	21,7	22,2	25,9	26,1	26,8

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	08/16
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-6,0	-5,1	-3,0	-5,1	-0,7	-3,1	-	...
Administración central	-3,7	-2,6	-2,1	-2,6	-0,8	-1,9	-2,7	-2,8
Comunidades autónomas	-1,8	-1,7	-1,1	-1,7	-0,1	-0,7	-0,1	-0,1
Corporaciones locales	0,6	0,4	0,3	0,4	0,1	...	-	...
Seguridad Social	-1,0	-1,2	-0,2	-1,2	0,2	-0,6	-0,5	-0,6
Deuda pública (% PIB)	100,4	99,8	100,3	99,8	101,1	101,0	-	...

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	07/16	08/16	Saldo 08/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-6,2	-3,9	-4,0	-3,1	-3,7	-3,5	-2,9	-2,9	1.613,2
Empresas no financieras	-7,1	-4,0	-4,3	-3,0	-4,1	-4,2	-3,5	-3,5	898,0
Hogares ³	-5,1	-3,7	-3,6	-3,3	-3,1	-2,6	-2,1	-2,1	715,3
Administraciones públicas ⁴	5,9	4,0	3,5	3,7	3,5	4,3	5,4	4,6	1.102,1
TOTAL	-2,1	-1,0	-1,2	-0,5	-0,9	-0,5	0,3	0,0	2.715,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-0,9	-1,0	-1,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	1.156,0
A la vista	10,8	18,5	18,8	17,7	16,2	16,0	15,5	17,3	428,4
De ahorro	5,8	12,9	13,7	15,2	13,4	12,1	11,5	11,7	271,9
A plazo	-7,6	-15,3	-16,3	-15,8	-15,4	-16,4	-17,2	-17,6	434,0
En moneda extranjera	1,1	5,6	5,1	-2,3	-4,0	1,6	-2,6	-1,8	21,7
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-14,0	-15,1	-16,7	-16,3	-12,8	-7,0	91,6
TOTAL	-1,7	-2,2	-2,3	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-0,7	1.247,6
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	10,7	10,1	10,0	9,4	9,4	9,4	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	58,9	60,6	58,9	59,0	58,7	59,0	58,9	-

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.

INDUSTRIA 4.0

La industria como eje de transformación: pasado, presente y futuro

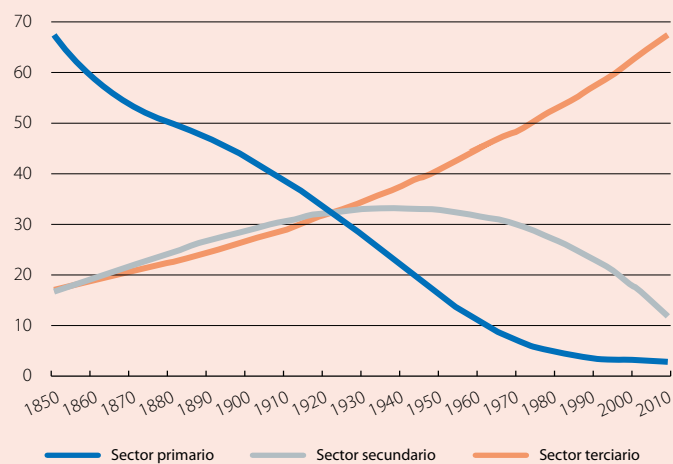
Durante los últimos siglos, la industria ha constituido un sector clave para el desarrollo económico de los países. La expansión de la actividad industrial ha sido trascendental para impulsar la innovación tecnológica, la capacidad exportadora, la sofisticación de los procesos productivos... En definitiva, ha sido clave para aumentar el crecimiento económico. Los efectos de las distintas revoluciones industriales, además, han ido más allá de lo estrictamente económico, y han impulsado importantes cambios a nivel social y demográfico, como la generación de una amplia clase media o un aumento de la población. Por tanto, no es de extrañar que la pérdida de peso que muestra la industria desde hace varias décadas sea fuente recurrente de preocupación.

El esquema de Fischer-Clark proporciona un marco conceptual que resulta útil para aproximar los ciclos de la sectorialización económica de un país a lo largo del tiempo. La intuición de dicho marco es, en esencia, como sigue. En las fases más tempranas del desarrollo económico, las actividades agropecuarias aglutinan la mayor parte de la población ocupada; seña de identidad de las sociedades preindustriales. A medida que los avances técnicos en las actividades industriales incrementan la capacidad de producción del sector, la intensidad del empleo agrícola pierde peso, al tiempo que las manufacturas van copando cada vez una mayor proporción del empleo total. El proceso de industrialización avanza, se hace más complejo y lleva a la industria a consolidarse como el motor más importante de la estructura productiva de la economía (en términos de empleo y PIB); si bien por poco tiempo. Durante esta fase de desarrollo de la industria es cuando surgen las sociedades industriales, a finales del siglo XIX y principios del XX, en la mayoría de los países que hoy conforman el bloque avanzado. A partir de este punto, el factor tecnológico adquiere una importancia creciente y las ganancias de productividad del sector manufacturero se aceleran. A medida que este patrón se consolida y el nivel de renta de los trabajadores se eleva, aumenta el peso de las actividades ligadas al sector de los servicios, como las relacionadas con el ocio, la sanidad y la educación. El aumento de la demanda de servicios se debe, en parte, a su elasticidad-renta, que acostumbra a ser mayor que en el caso de los bienes manufacturados. De esta forma, los servicios se erigen en el principal sector de actividad de la economía, rasgo distintivo de las sociedades postindustriales.

En el gráfico se reproduce el esquema de Fischer-Clark para el caso de EE. UU., aunque el mensaje de fondo puede extenderse al resto de países desarrollados. El peso del sector secundario en EE. UU. ha pasado de representar cerca del 30% del PIB a mediados del siglo XX a poco más del 11% en 2015. Una tendencia muy similar a la que se observa en términos de empleo: del 35% del número total de ocupados a mediados del siglo XX ha pasado al 10% en la actualidad. No obstante, cabe señalar que el descenso secular de la industria responde a la interacción de múltiples factores y que algunos de ellos introducen matices importantes a la hora de cuantificar la pérdida «real» de la industria en términos de PIB y de empleo. Los cambios productivos y organizativos que han tenido lugar en este sector y el creciente grado de interdependencia entre industria y servicios (fenómeno conocido como serviindustria) son algunos de los aspectos más relevantes, tal y como se detalla en el artículo «¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!» de este mismo Dossier.

EE. UU.: una visión a muy largo plazo de la estructura sectorial de la economía

Contribución de cada sector al empleo total (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Census Bureau y del BEA.

Una de las cuestiones de mayor alcance que subyacen al fenómeno de la desindustrialización es si conlleva un cambio hacia un nuevo orden económico, social e incluso demográfico. En este sentido, a lo largo de la historia se han producido puntos de transición que han desembocado en cambios drásticos respecto al *statu quo* prevaleciente en cada momento. Uno de ellos es la Revolución Industrial, que tuvo origen en la Gran Bretaña de la segunda mitad del siglo XVIII y que tiene como principales señas de identidad la mecanización de la industria textil y el desarrollo del sistema de producción fabril (en sustitución de los métodos descentralizados de producción doméstica). Como es bien sabido, el impacto de estos desarrollos tecnológicos fue formidable a lo largo de las décadas siguientes. En primer lugar, se produjo un hecho histórico tan relevante como el surgimiento de la clase media obrera. En segundo lugar, y ligado a este último punto, el régimen demográfico mundial cambió de forma radical. La

población experimentó un crecimiento muy notable y dobló su tamaño en los 100 años posteriores a la Revolución Industrial, hasta los 1.240 millones de habitantes en 1850. Ello contrasta con la dinámica languideciente del crecimiento poblacional predominante hasta entonces.¹ Además, las empresas manufactureras se aglutinaron en las ciudades para estar cerca de sus proveedores y de sus clientes, lo que redujo los costes de transporte tanto de los bienes intermedios como de los bienes finales. Estas economías de aglomeración motivaron la proliferación de barrios industriales en muchas ciudades en el siglo XIX, como fue el caso del East End londinense o del Poblenou barcelonés. Entre el último tramo del siglo XIX y los primeros compases del siglo XX, tuvo lugar la Segunda Revolución Industrial, que introdujo en el proceso productivo la cadena de montaje, el concepto de producción de bienes a gran escala, y que tuvo a la electricidad y a los combustibles fósiles como singularidades destacadas. El proceso de urbanización se intensificó, el crecimiento de la población se aceleró extraordinariamente y la conciencia de clase obrera se consolidó.

Ahora que la tendencia a la baja de la industria es un hecho difícil de rebatir, su influencia en ámbitos tan relevantes como la demografía, el papel de las ciudades o la desigualdad vuelve a cuestionarse. Respecto a la demografía, aunque el descenso de la tasa de natalidad ha coincidido con la caída del peso de la industria, especialmente en los principales países desarrollados, la relación no parece causal. De hecho, el descenso de la tasa de natalidad está más ligado al cambio de preferencias y necesidades que se produce a medida que el nivel de desarrollo económico es más elevado.

Por lo que a las ciudades se refiere, si bien es cierto que su crecimiento estuvo íntimamente ligado al desarrollo de la industria, ya que ello facilitó la reducción de los costes de transporte, ya hace varias décadas que su rol ha cambiado notablemente. En una economía crecientemente terciarizada, las ciudades juegan un papel muy importante en la provisión de servicios de ocio y en la creación de un mercado de trabajo más denso, lo que ayuda a hacerlo más eficiente y más propicio para la generación y la difusión de ideas innovadoras.² Por tanto, todo apunta a que el proceso de urbanización continuará en las próximas décadas independientemente del menor peso de la industria.

La consideración respecto al aumento de la desigualdad, o el menor peso de la clase media, es distinta. En este caso, sí que parece que hay cierta conexión entre el aumento de la desigualdad que se ha observado dentro de los países a lo largo de las últimas décadas y la pérdida de peso de la industria. Ante todo, cabe tener presente que la industria, como otros sectores económicos, se halla inmersa en una profunda metamorfosis por la irrupción de las nuevas tecnologías, como la digitalización de los procesos productivos, el desarrollo de la inteligencia artificial y la robotización, las nuevas posibilidades de producción asociadas a la impresión 3D o la explotación del *big data*, entre otras. Todos estos avances, sigilosos en esencia pero poderosos en intensidad, dan lugar a lo que se conoce como Industria 4.0, y conllevan un profundo cambio en el perfil de los profesionales que trabajan en el sector. Así, si en su origen la industria ocupó a un gran número de trabajadores provenientes del sector agrícola sin que precisaran de mucha formación, ahora los ocupados en el sector cada vez presentan un nivel educativo más elevado. Este elemento es indispensable para aprovechar al máximo las oportunidades que las nuevas tecnologías ofrecen. En cambio, las tareas más mecánicas o repetitivas, que solían ser desarrolladas por trabajadores con un salario medio, están siendo sustituidas por robots o procesos mecanizados. Como se comenta en el artículo «La nueva política industrial: retos y oportunidades» del presente Dossier, el reto de política económica que estos cambios conllevan es de primera magnitud.

En definitiva, no cabe duda de que se debe trabajar para impulsar los avances que traerán consigo la Industria 4.0 y la serviindustria y minimizar, al mismo tiempo, las repercusiones que puedan emanar del nuevo paradigma industrial. El reto para la política económica no es menor; la amenaza tampoco.

Carlos Martínez Sarnago
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. El lector encontrará una excelente exposición sobre la historia de la población mundial en Livi-Bacci, M. (1990), «Historia mínima de la población mundial». Editorial Ariel, Barcelona. El autor documenta un crecimiento promedio anual de la población del planeta desde el año 0 hasta el 1750 del 0,06%. En los 200 años posteriores (1750- 1950), la tasa de crecimiento promedio anual aumenta hasta el 0,6%.

2. Sobre esta cuestión, véase el Dossier «El momento de las ciudades» del IM06/2016.

¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!

El 2 de enero de 1956, la revista *Time* nombraba a Harlow Curtice, presidente de General Motors, personaje del año. Curtice, de 62 años, llevaba 42 años trabajando en General Motors, la principal empresa productora de coches y camiones de la época, que empleaba a casi 600.000 trabajadores y cuyo sector (el manufacturero) representaba aproximadamente el 30% del empleo y del PIB de EE. UU. Casi 50 años más tarde, en 2010, Mark Zuckerberg, de 25 años de edad y fundador de Facebook, entonces con menos de 3.000 empleados,¹ era el elegido. Más que una anécdota, estas portadas ilustran la pérdida de peso de la industria en favor de los servicios en las economías avanzadas desde la segunda mitad del siglo XX.² Tal y como se explica en los artículos «La industria como eje de transformación: pasado, presente y futuro» y «La nueva política industrial: retos y oportunidades» de este mismo Dossier, existe la preocupación de que la desindustrialización de las economías avanzadas empobrezca a sus sociedades y existe el debate de si se debería promover la reindustrialización. Sin embargo, a continuación, veremos cómo esta transformación responde a factores estructurales y, al contrario de lo que pueda aparentar, conlleva una mayor integración entre la industria y los servicios.

Hoy en día, un 12% del PIB de EE. UU. lo produce el sector manufacturero, mientras que la suma de los servicios profesionales y financieros, los relacionados con la información, la educación y la sanidad copan el 45% del PIB (partían de cerca del 20% en los años cincuenta). Además, este cambio estructural también se manifiesta en una pérdida de empleo de la industria en favor de los servicios. No obstante, la desindustrialización no conlleva una menor producción de bienes manufacturados: al contrario, como señala el segundo gráfico, el volumen de producción manufacturera se encuentra en máximos históricos.

De hecho, la coexistencia entre una reducción del empleo en el sector industrial y un nivel de producción manufacturera en máximos refleja uno de los factores estructurales detrás del proceso de desindustrialización: el crecimiento de la productividad es más rápido en la industria que en los servicios. Este diferencial de productividades se traduce en una caída del precio relativo de los bienes manufacturados respecto a los servicios que desencadena un reajuste de la estructura económica. Por un lado, genera incentivos a consumir más bienes manufacturados (relativamente baratos) y menos servicios (relativamente caros). Por otro lado, el abaratamiento de los bienes manufacturados aumenta nuestro poder adquisitivo y nos permite consumir más manufacturas y más servicios. El proceso de desindustrialización se activa cuando el segundo efecto es el dominante y el sector servicios debe contratar más trabajadores para satisfacer el aumento de la demanda (mientras que la mayor productividad del sector industrial le permite satisfacerlo con menos trabajadores).³ Además, en las economías avanzadas, este efecto se ve potenciado por el mayor deseo de consumir servicios, que acompaña al enriquecimiento de las sociedades (por ejemplo, a causa del envejecimiento de la población, que induce una mayor demanda de servicios de atención sanitaria), y por la globalización (con un papel protagonista para el desarrollo de la industria manufacturera de China), que permite aumentar la competitividad de las empresas manufactureras mediante la deslocalización (*offshoring*) de parte del proceso productivo.

Detrás del crecimiento más rápido de la productividad en la industria, se encuentra el avance de la automatización. Para automatizar la producción de un bien o servicio es necesario describir el proceso productivo con una lista de instrucciones, estandarizadas, bien definidas y que se realicen repetitivamente, y esto es mucho más fácil en la producción de manufacturas que en la de servicios. Por ejemplo, todos los pianos de una línea de producción tienen el mismo tamaño, el mismo número de teclas, etc., pero cada concierto en el que se interpreta una pieza de Mozart es único e irrepetible. Dado que la automatización favorece en mayor medida a la industria, las mejoras tecnológicas incentivan a las empresas manufactureras a sustituir aquellos tra-

Persona del año según la revista Time



1956

2010

Nota: Los rostros de Harlow Curtice, presidente de General Motors, y Mark Zuckerberg, fundador de Facebook, ilustraron las portadas de *Time* como personas del año en 1956 y 2010, respectivamente, evidenciando la pérdida de peso de la industria en favor de los servicios en las economías avanzadas desde la segunda mitad del siglo XX.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del archivo de General Motors (Harlow Curtice) y Shutterstock (Mark Zuckerberg).

1. Actualmente, Facebook emplea a casi 15.000 trabajadores.

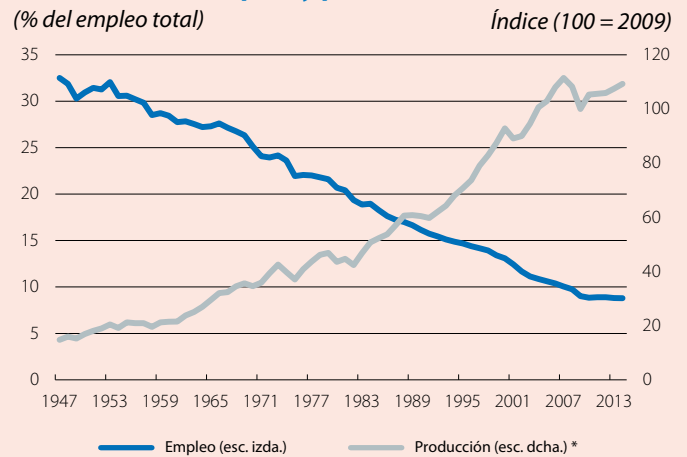
2. La desindustrialización se caracteriza por una pérdida del peso de las manufacturas sobre el empleo total y, en menor medida, el valor de la producción agregada. Rodrik, D. (2015), «Premature Deindustrialization», NBER Working Paper, No. 20935 señala que este proceso también se observa en economías emergentes.

3. Un crecimiento de la demanda de manufacturas es el reflejo del aumento de la producción real que se observa en el segundo gráfico. Obsérvese que ello es compatible con una caída del peso del valor de las manufacturas respecto al valor añadido total de la economía.

No obstante, la automatización de los procesos productivos no elimina la demanda de una fuerza laboral industrial cualificada: por ejemplo, aunque un conjunto de robots sea capaz de convertir materiales básicos en un coche, siguen siendo necesarios especialistas que diseñen el coche y lo comercialicen. Es decir, la desindustrialización no solo consiste en una sustitución entre servicios y manufacturas, sino que se manifiesta en una redefinición de las necesidades de las empresas. Esta redefinición se ilustra en el tercer gráfico, que muestra cómo el sector servicios se ha convertido en un proveedor y un cliente cada vez más importante para el sector manufacturero. Así, empresas tradicionalmente manufactureras abandonan la etapa de producción de los bienes (a través del *outsourcing*) y dejan de estar registradas como manufacturas en las estadísticas oficiales, pero mantienen las etapas de preproducción (I+D, diseño, ingeniería) y de posproducción (estrategia de ventas, *marketing*, logística), que de hecho es donde el trabajo aporta un mayor valor añadido.⁴ Un ejemplo de este tipo de empresas es Apple, famosa por sus dispositivos móviles y ordenadores:

Apple se encarga del diseño, el desarrollo y la comercialización de sus productos pero subcontrata la producción a empresas como Foxconn, con un importante grado de automatización y que, mayoritariamente, producen fuera de los EE. UU. Otras empresas, en cambio, permanecen en el sector manufacturero pero complementan su producción tradicional de bienes con la de servicios, lo que se denomina terciarización de la industria.⁵ Empujadas por los factores estructurales mencionados anteriormente, las manufacturas tienen incentivos a producir servicios: les permite fidelizar a los compradores (piénsese en campañas de *marketing* o de imagen corporativa), diferenciar el producto (como el sistema operativo iOS, solo disponible para teléfonos iPhone) y obtener una fuente de ingresos más estable (por ejemplo, con una vida media superior a 10 años, los coches ofrecen ingresos más regulares a través de los servicios de mantenimiento y reparación que por sus ventas).

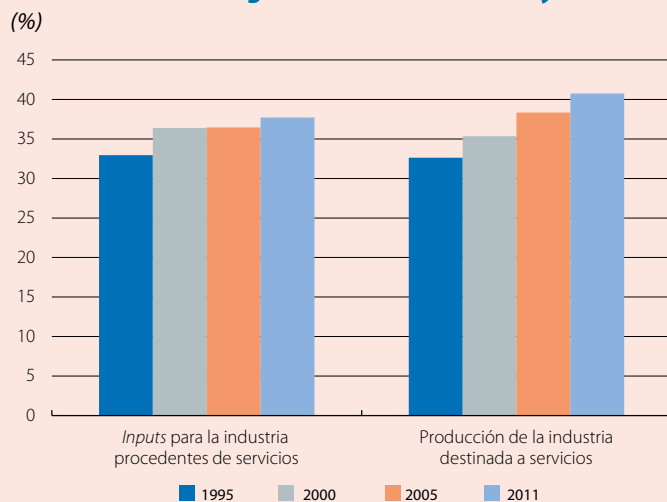
Manufacturas: empleo y producción



Nota: * Índice encadenado a precios constantes.

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

Aumento de la integración entre industria y servicios



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la World Input-Output Database.

Como ya discutimos en un Dossier anterior,⁶ la automatización ofrece la oportunidad de enriquecer al conjunto de la sociedad e implica una reorientación de la naturaleza del trabajo. En este artículo hemos visto que, en el proceso de desindustrialización, el aumento de la productividad se manifiesta, quizás algo paradójicamente, en una creciente importancia de los servicios y en una metamorfosis de la industria, hacia unas manufacturas terciarizadas. El avance de la automatización es paralelo a la mejora del conocimiento y la tecnología y nos obliga a romper moldes. A pesar de que, en 1776, en referencia a las manufacturas y los servicios, Adam Smith⁷ escribiera: «Cualquiera se enriquece empleando en manufacturas muchos operarios; y se empobrece sin duda manteniendo un número grande de criados», hoy en día la realidad es que la automatización amplifica el valor añadido que los servicios aportan al proceso productivo. En este sentido, la desindustrialización comporta una reorganización de la estructura productiva que permite la especialización de las personas en aquellas tareas en las que brilla el factor humano, como la creatividad y la interacción personal, también dentro de la misma industria (ingenieros, gerentes, publicistas, etc.).

Adrià Morron Salmeron

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

4. Véase Bernard, A. B. y Fort, T. C. (2013), «Factoryless Goods Producers in the US», NBER Working Paper No. 19396.

5. Véase Crozet, M. y Millet, E. (2014), «The Servitization of French Manufacturing Firms», CEPII Working Paper No. 2014-10.

6. Véanse los artículos del Dossier «Las nuevas tecnologías y el mercado de trabajo» en el IM02/2016.

7. Véase Smith, A. (1776), «Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones», libro 2, capítulo 3.

La nueva política industrial: retos y oportunidades

¿Cuáles deben ser las políticas industriales óptimas en el mundo globalizado? La respuesta es compleja ya que se está produciendo una redefinición de lo que entendemos por políticas industriales y sobre cuáles deben ser sus objetivos e instrumentos. Esto ocurre porque la globalización y la eclosión de las nuevas tecnologías han traído consigo una metamorfosis de la industria, tal como se explica en el artículo «¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!» de este mismo Dossier.

El primer escollo con el que nos encontramos para delimitar qué sectores debe englobar la política industrial es la ambigüedad del propio término «industria». Dicho término proviene del latín y originalmente significaba «aplicación y laboriosidad». Durante el siglo pasado, la industria se asociaba con las manufacturas pero con la presente terciarización de la economía, el concepto de industria ha ampliado su perímetro. Por ello, las políticas industriales modernas deben tener en cuenta que las industrias consumen y producen también servicios. Así, las actividades de pre y post-producción, como la innovación, el diseño y el *marketing*, pueden generar más valor que la propia producción del bien tangible. La empresa americana Apple es un ejemplo paradigmático de la nueva «serviindustria». Por tanto, las políticas industriales deben repensarse e incorporar los cambios que está experimentando el sector industrial.

Históricamente, las políticas industriales tradicionales solían adoptar un enfoque sectorial y, en muchos casos, proteccionista, con el apoyo a industrias como el acero o el carbón. Dichas políticas podían tener sentido en la Europa de la posguerra para ayudar a la reconstrucción del continente y para dar un impulso a sectores que requerían de una elevada inversión. Sin embargo, estos tipos de políticas carecen de sentido en el actual mundo globalizado y a la luz de los avances tecnológicos que han hecho que la escala mínima para producir haya disminuido en muchas industrias. Además, el sistema financiero está capacitado para financiar grandes proyectos de inversión. Por ello, la nueva política industrial ha tendido a adoptar un enfoque más generalista, analizando las actividades de la economía en su conjunto y preguntándose qué se espera de ellas. Así, la nueva política industrial se asienta en dos pilares fundamentales. El primero consiste en crear un marco regulatorio y legislativo adecuado, que sea respetuoso con los derechos de propiedad, que no ponga trabas a la innovación y que vele por que aquellos servicios asociados a la industria puedan germinar. El segundo pilar es identificar aquellas actividades económicas que puedan verse obstaculizadas por fallos de mercado y, a su vez, diseñar políticas que permitan a estas actividades desarrollar todo su potencial.

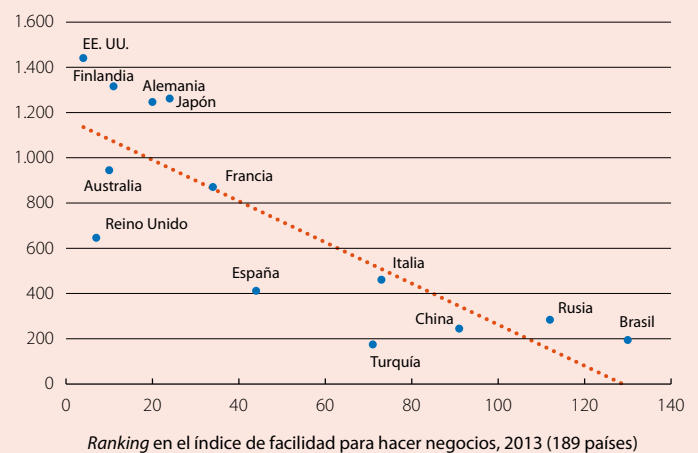
El primer pilar es esencial, ya que se trata de crear un caldo de cultivo favorable para el emprendimiento y la innovación. Así, la mejor manera de fomentar la innovación y el I+D es a través de unas condiciones propicias para desarrollar nuevas ideas y proyectos: en el gráfico se observa que en aquellos países donde hay un entorno favorable para la iniciativa empresarial, medido por el índice de facilidad para hacer negocios elaborado por el Banco Mundial, el gasto en I+D per cápita es mayor. Lo primordial es crear un marco regulatorio que garantice el cumplimiento de los contratos, que agilice los trámites para crear negocios y que refuerce la seguridad jurídica. Además, se debe facilitar la integración de la economía en el comercio global, para que la nueva industria pueda sacar el máximo partido de las cadenas de valor global.

Por otra parte, un objetivo importante de la nueva política industrial debe ser facilitar el desarrollo de la serviindustria y velar por que las sinergias entre la industria y los nuevos servicios que pivotan en torno a ella se puedan llevar a cabo. Algunas industrias decidirán producir dichos servicios y otras los subcontratarán pero, en cualquier caso, la política industrial debe allanar estos procesos.

Finalmente, la política de la competencia es un elemento clave ya que, en presencia de grandes innovaciones tecnológicas, existe el riesgo de que algunas empresas disfruten de una posición abusiva en los mercados y creen barreras que bloqueen innovaciones de sus competidores. Para evitarlo, la política de la competencia debe promover políticas nacionales de competencia activas, mantener abiertos los mercados y eliminar las barreras a la entrada y salida. El sector farmacéutico suizo, la industria de

Innovación y condiciones empresariales

I+D per cápita, 2013 (dólares en paridad de poder de compra)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial y de la Unesco.

la automoción en España, la industria química en Alemania o el sector informático en EE. UU. ejemplifican las virtudes de la competencia y de la rivalidad doméstica entre empresas.

En cuanto al segundo pilar, este debe estar subordinado al primer pilar ya que, solamente con un marco regulatorio adecuado, las políticas industriales serán capaces de hacer un buen diagnóstico sobre el funcionamiento de los mercados e intervenir con tino. De hecho, históricamente, las políticas industriales que se han centrado en la promoción de unos sectores concretos han tendido a presentar una efectividad relativamente limitada y es que, *a priori*, no hay motivos para pensar que la información con la que cuenta el sector público a la hora de decidir en qué sectores es más adecuado destinar los recursos es superior a la del mercado. De hecho, existe el riesgo de que la institución encargada de decidir el destino de los recursos públicos acabe siendo influenciada por los grupos de interés, lo que acaba distorsionando todavía más la asignación de los recursos. Así, las políticas industriales más exitosas se han centrado en apoyar la I+D y la formación de capital humano. En lo que concierne a la I+D, la producción de conocimiento y la innovación son bienes públicos ya que el uso del conocimiento por una persona no disminuye al ser utilizado por otra y esto puede desincentivar a algunas empresas a investigar e innovar. Por ello, es importante combinar un sistema de patentes que incentive la innovación con políticas industriales que apoyen a la investigación básica con el fin de aumentar la difusión de los avances tecnológicos. Un ejemplo de cómo implementar estas políticas adecuadamente sería la asignación de ayudas de I+D mediante licitación pública en función de los méritos, priorizando aquellas actividades *high tech* que padecen restricciones de crédito al tener niveles altos de capital intangible. Muy ligadas al fomento de la innovación están las políticas de formación de capital humano. Las políticas industriales deben mejorar la formación de dicho capital cuando no haya suficientes incentivos privados en los mercados. Inversiones en educación superior y el fomento de sinergias entre el sector empresarial y la universidad son ejemplos de medidas en este sentido.

Si analizamos la nueva política industrial en la UE, se puede apreciar que esta tiene luces y sombras. Entre las luces destaca la reducción del peso de las antiguas políticas sectoriales, que pasaron del 44% de la ayuda total de la UE a los estados en 1992 a tan solo el 10% en 2012, según datos de la Comisión Europea. Sin embargo, no es oro todo lo que reluce. El principal problema es el *productivity gap*¹ respecto a los EE. UU. ya que la UE no ha sabido aprovechar tan bien las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías y el gasto en I+D es muy superior en EE. UU. La principal razón que explica este fenómeno es la baja presión competitiva en los nuevos servicios en la UE. Para mejorar la competencia, se debería completar la agenda de reformas en pos de un mercado único de servicios, reducir la fragmentación de los mercados financieros europeos y eliminar las barreras regulatorias. Estas reformas son especialmente acuciantes, por ejemplo, para la creación de un verdadero sector europeo de telecomunicaciones. Un síntoma de que la UE podría estar recayendo en hábitos del pasado que se creían ya superados es el objetivo fijado por la Comisión Europea para que la industria manufacturera recupere un peso del 20% del PIB en 2020 (la ratio era del 15% en 2014). Además de poco realista, dicho objetivo no tiene en cuenta que el peso relativo de la industria tradicional ha disminuido debido a un crecimiento de la productividad industrial superior al de la media de la economía y a la integración con el sector servicios. Por tanto, la política industrial europea se debería centrar en realizar reformas en su marco regulatorio para facilitar la expansión de la nueva industria y de sus servicios.

En definitiva, la política industrial está inmersa en pleno proceso de transformación en paralelo a los cambios productivos y tecnológicos de la economía mundial. La principal función de la nueva política industrial es diseñar políticas que permitan al sector productivo prosperar y crecer. No se trata de favorecer a un determinado sector a expensas de otro, sino de crear las condiciones que impulsen la innovación, el crecimiento y la creación de puestos de trabajo. La tarea es apasionante, aunque no es fácil, y sería deseable que los poderes públicos europeos se pusieran el mono de trabajo cuanto antes para avanzar por la senda correcta.

Javier Garcia-Arenas

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

1. Véase, por ejemplo, Rincón, A., Saraidaris, A., Vecchi, M. y Venturini, F. (2012), «Closing the US-EU productivity gap: Knowledge assets, absorptive capacity, and institutional reforms», VOX CEPR.

El futuro de la industria en España

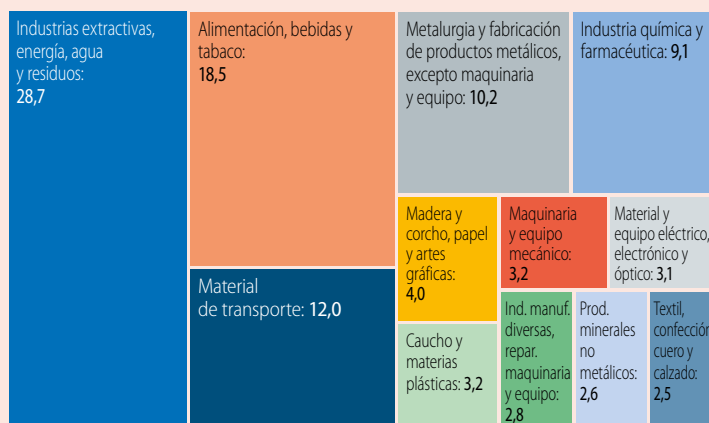
Las economías avanzadas están ante el reto de llevar a cabo la llamada Cuarta Revolución Industrial, desarrollando un sector industrial con «fábricas inteligentes» (*smart factories*) que hacen uso de tecnologías digitales, de robots y de inteligencia artificial, transformando de principio a fin el proceso de producción. España, que no tuvo mucho éxito al despegar la Primera Revolución Industrial en el siglo XIX,¹ no es ajena a este proceso. Analicemos en qué estadio se encuentra y cómo encara el desafío de desarrollar ahora la nueva Industria 4.0.

El sector industrial es importante para la economía española: en 2014 empleó a más de 1,9 millones de trabajadores (el 11,5% del total), generó 572.000 millones de euros de cifra de negocios y su valor añadido bruto representó el 15% del PIB.² Engloba actividades muy diversas, que van desde la alimentación (15,6% del total de la cifra de negocios del sector) y los vehículos de motor (10,1%) a la producción y distribución de energía eléctrica (12,2%). La industria, además, tiene una productividad laboral media superior a la de los otros sectores de la economía (hasta un 47% superior al sector servicios una vez excluido el inmobiliario).³ Asimismo, es clave en el sector exportador: casi un 30% de las ventas se destinaron al extranjero, dos tercios de las cuales en la UE. En definitiva, la economía española dispone de un tejido industrial diverso, exportador y de productividad elevada.

La desindustrialización es, sin embargo, un fenómeno secular que, como en el resto de países desarrollados, también está ocurriendo en España. El peso de la industria en la economía ha disminuido 5 p. p. entre 1995 y 2015, mientras que el sector servicios ha aumentado en 8 p. p. en el mismo periodo (hasta el 68%). No obstante, la separación entre industria y servicios es cada vez más difusa, pues los procesos de producción están cada vez más fragmentados y muchas actividades que antes producían las manufacturas están ahora subcontratadas en el sector servicios e incluso realizadas en el extranjero, procesos que se conocen como *outsourcing* y *offshoring*, respectivamente (para más detalle, véase el artículo «¡La industria ha muerto!

Sectores de actividad de la industria española por cifra de negocios *

(% del total de cifra de negocios)



Nota: * La cifra de negocios corresponde al volumen de ventas de una empresa durante un año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas 2014 (INE).

Consumos intermedios de las manufacturas y los servicios en España por ramas de actividad

(% sobre el total de consumos intermedios) *

Ramas de actividad		Tipología y procedencia de los consumos intermedios											
		1995						2011					
		Manufacturas		Servicios		Manufacturas		Servicios		Manufacturas		Servicios	
		España	Resto del mundo	España	Resto del mundo	España	Resto del mundo	España	Resto del mundo	España	Resto del mundo	España	Resto del mundo
Manufacturas	Alimentos	50,8	45,5	5,3	49,2	47,4	1,8	48,2	41,5	6,7	51,8	48,1	3,8
	Textiles y papel	65,4	50,2	15,2	34,6	33,2	1,4	53,8	34,0	19,7	46,2	42,4	3,8
	Productos químicos	51,2	35,1	16,1	48,8	43,3	5,5	52,2	29,7	22,5	47,8	39,3	8,6
	Maquinaria	69,2	50,4	18,8	30,8	29,1	1,7	70,9	48,2	22,6	29,1	26,6	2,5
	Automóviles	77,2	47,5	29,7	22,8	21,6	1,2	67,6	29,4	38,1	32,4	30,1	2,3
Servicios	Mantenimiento y ventas	26,4	16,9	9,5	73,6	70,8	2,7	17,0	7,8	9,2	83,0	75,7	7,3
	Transporte	19,6	14,8	4,9	80,4	75,5	4,8	14,9	8,7	6,2	85,1	76,2	8,8
	Telecomunicaciones	22,8	18,0	4,7	77,2	73,2	4,0	19,3	9,8	9,4	80,7	72,5	8,2
	Servicios financieros	15,4	12,7	2,7	84,6	79,2	5,3	14,7	11,5	3,2	85,3	75,5	9,8
	Otros	42,5	36,1	6,4	57,5	54,5	3,0	37,8	27,1	10,7	62,2	57,4	4,8

Nota: * Excluye los consumos intermedios del sector primario, del energético y de la construcción.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Input-Output Database.

1. Nadal, J. (1975), «El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913», Editorial Ariel, Barcelona.

2. Datos de la Encuesta Industrial de Empresas, 2014 (INE).

3. La productividad laboral media aparente de la industria en 2015 fue de 39,9 euros/hora, mientras que en los servicios fue 31,0 euros/hora, y si excluimos el sector inmobiliario, fue de 26,5 euros/hora (INE).

¡Larga vida a la industria!, en este mismo Dossier). Así, la proporción de consumos intermedios del sector servicios ha aumentado tanto en los sectores de manufacturas como en el de los servicios, aunque no tiene la misma importancia en todas las ramas de actividad. Asimismo, la expansión de las cadenas de valor globales ha propiciado el *offshoring* de consumos intermedios, tanto de manufacturas como de servicios. El sector del automóvil es un buen ejemplo de estos procesos: entre 1995 y 2011 la proporción de consumos intermedios que provienen de las manufacturas ha disminuido 9,7 p. p., hasta el 67,6%, a expensas de la de servicios (véase la tabla adjunta). Al mismo tiempo, en este sector el *offshoring* de procesos productivos ha llevado la proporción de consumos intermedios de manufacturas del resto del mundo del 29,7% al 38,1%. Finalmente, un porcentaje mayor de la producción manufacturera en España está destinada al sector servicios (que pasó del 29,2% en 1995 al 31,5% en 2011). Este fenómeno es todavía más importante en otros países, como EE. UU. (el porcentaje de producción manufacturera destinada a servicios aumentó del 32,6% al 40,7%).

Los retos de la industria española para avanzar en esta transformación son múltiples y engloban tanto el aumento de la competitividad e internacionalización como la inversión en I+D y nuevas tecnologías, y la formación del capital humano. El aumento de la competitividad requiere, entre otras cosas, una contención de los costes de producción (costes de transporte, energéticos, financiación empresarial, etc.). En este sentido, también es importante que los costes laborales evolucionen alineados con la productividad. Conseguir un mayor tamaño de las empresas industriales españolas también ayudará a aumentar su productividad e internacionalización, al aumentar las economías de escala y la posibilidad de realizar mayores inversiones, incluyendo las tecnológicas. En España, una empresa manufacturera con más de 250 empleados tiene una productividad⁴ un 76% superior a la de una pequeña (de 10 a 49 ocupados) y exporta una mayor parte de su producción (un 33,5%, casi el doble que una pequeña). Así pues, que las empresas industriales, en su gran mayoría de menos de 50 empleados, puedan aumentar de tamaño será determinante para incrementar su competitividad y su potencial de crecimiento.

Los «habilitadores digitales», aquellos elementos que posibilitan la transformación digital de la industria, como el *Internet of Things* (IoT), también contribuirán a aumentar la competitividad de la industria.⁵ Algunos de estos facilitan nuevas maneras de producción menos costosas que en el pasado en términos de inversión (servicios de almacenamiento de datos en la nube, «uberización» de procesos productivos, etc.). Pero el uso empresarial en España de estas tecnologías, por el momento, es más bajo que en los países de su entorno.⁶ Otros «habilitadores digitales» requieren una inversión significativa en I+D, por lo que sería deseable que esta aumentara. En España la inversión en I+D se sitúa en el 1,2% del PIB, frente al 2% de media en la UE (o al 4,2% de Corea del Sur).

La educación y formación de la fuerza laboral será también clave para el desarrollo de la nueva industria. Si bien la fuerza laboral de la industria española está más cualificada que la del resto de la economía, el conjunto de habilidades necesarias para poder participar en estos nuevos procesos productivos ha cambiado y los individuos que no las tengan deberán adquirirlas.⁷ Un mayor énfasis en la formación profesional, incluida la dual, así como en la colaboración entre empresas y universidades reforzará la implementación de estas nuevas formas productivas.

Finalmente, la política industrial, entendida como aquella que promueve un entorno favorable a la innovación y al emprendimiento (para más detalle, véase el artículo previo de este Dossier) será también determinante para el desarrollo de la nueva industria española. A ello contribuirá un aumento de la estabilidad y una reducción del nivel de burocracia. Según el índice de disposición a la conectividad,⁸ que analiza tanto el entorno regulatorio y de negocios como la disponibilidad y el uso de tecnologías como las TIC, España está en una posición poco ventajosa en el entorno político y regulatorio, así como en otros aspectos como el entorno de negocio o el uso de las nuevas tecnologías (véase el segundo gráfico).

En conclusión, el desarrollo de la Industria 4.0 en España ofrecerá nuevas oportunidades para el sector pero necesitará contribuciones tanto de las empresas como de los trabajadores y de las instituciones. A pesar de los avances realizados, España está por detrás de la mayoría de sus vecinos europeos. No hay tiempo que perder para ponerse las «baterías de litio».

Josep Mestres Domènech

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

4. Valor añadido por persona ocupada.

5. Véase «Industria conectada 4.0: La transformación digital de la industria española» (2016), Informe preliminar, Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

6. España tiene una puntuación de 3,9 sobre 7 en el uso empresarial de nuevas tecnologías, situándola en la posición 45 en el ranking de 139 países analizados por el Global Information Technology Report 2016, por detrás de la mayoría de países de la UE.

7. Véase «OECD Skills Outlook 2013».

8. Networked Readiness Index (NRI), definido en el Global Information Technology Report 2016.

Índice de disposición a la conectividad*

Índice (del 1 –mínimo– al 7 –máximo–)



Nota: Networked Readiness Index (NRI) por pilares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Economic Forum.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US

Nadim Elayan Balagué y Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

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

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 Elías

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
TOTAL PRESUPUESTO	500

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.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

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

