

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 408 | ENERO 2017



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Eurozona: las emisiones de bonos corporativos encaran 2017 en plena forma

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cartel

UNIÓN EUROPEA

Comprender al BCE: economía, política y comunicación

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La recuperación de la actividad inmobiliaria asoma la cabeza

DOSSIER: LAS CONSECUENCIAS DE LA DESIGUALDAD

¿Cada vez más desiguales? La evolución reciente de la desigualdad

¿Cómo afecta la desigualdad al crecimiento económico?

Desigualdad y populismo: mitos y realidades

¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?

INFORME MENSUAL**Enero 2017****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 diciembre de 2016

Enric FernándezDirector Corporativo de Planificación
Estratégica y Estudios**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

Estel Martín

Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Oportunidades de inversión y diversificación de carteras*10 *Eurozona: las emisiones de bonos corporativos encaran 2017 en plena forma***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *EE. UU.: en la fase madura del ciclo y con una política fiscal expansiva*16 *Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cartel***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Comprender al BCE: economía, política y comunicación*22 *El ajuste fiscal de la periferia: la historia interminable***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El salario mínimo en España*28 *La recuperación de la actividad inmobiliaria asoma la cabeza*29 *El diferencial de inflación de España con la eurozona: evolución histórica y perspectivas***32 DOSSIER: LAS CONSECUENCIAS DE LA DESIGUALDAD**32 *¿Cada vez más desiguales? La evolución reciente de la desigualdad*
Josep Mestres Domènech34 *¿Cómo afecta la desigualdad al crecimiento económico?*
Anna Campos36 *Desigualdad y populismo: mitos y realidades*
Javier García-Arenas38 *¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?*
Adrià Morron Salmeron

La cuestión de la desigualdad

Toda sociedad democrática decide, en cierta medida, con qué nivel de desigualdad quiere vivir. Para ello, utiliza políticas que favorecen una mayor igualdad de oportunidades y que ayudan a conseguir unas condiciones de vida mínimamente aceptables para todos los ciudadanos. Educación, sanidad, pensiones, impuestos progresivos, subsidios al desempleo o la fijación de un salario mínimo son ejemplos de instrumentos que influyen decisivamente en la distribución de los ingresos y del bienestar social. Tras tres décadas en las que la desigualdad ha tendido a aumentar en la mayoría de economías avanzadas, y con el riesgo que ello supone de fractura social y caldo de cultivo para los populismos, el debate sobre cómo atajarla ha ido ganando fuerza y centralidad.

Si bien es cierto que el grueso del deterioro se concentró en los años ochenta y noventa y que este ha resultado más marcado en determinados países como EE. UU., la tendencia general en los países desarrollados ha sido hacia una mayor desigualdad. Una tendencia que refleja un mayor ritmo de crecimiento de las rentas (después de impuestos y transferencias) situadas en las decilas superiores de la distribución de ingresos en relación con las decilas medias y, especialmente, con las decilas más bajas. Esa creciente dispersión de las rentas deriva, a su vez, principalmente, de la evolución dispar de los ingresos salariales: los salarios de los trabajadores mejor pagados han crecido más rápido que los de los trabajadores con los salarios más bajos.

Aunque sus causas son múltiples, destacan dos de ellas: los cambios tecnológicos y la globalización económica. Por un lado, los cambios tecnológicos, asociados por ejemplo a la revolución digital, han favorecido a los trabajadores mejor preparados y a sus remuneraciones, que ya eran, de entrada, de las más altas. Durante muchos años, la demanda de trabajo cualificado ha crecido a un ritmo más elevado que la disponibilidad de este tipo de trabajadores (lo que se ha descrito como una «carrera entre tecnología y educación»), impulsando la denominada prima por educación. Por otra parte, la globalización económica ha incidido en la distribución de las rentas de las economías avanzadas a través de una reducción de la demanda de trabajadores menos cualificados, que competían de forma directa (vía deslocalizaciones) o indirecta (vía importaciones) con los trabajadores de economías emergentes. Al mismo tiempo, la globalización económica ha presionado al alza las remuneraciones de los trabajadores más cualificados, ya que su productividad ha crecido al competir en un mercado mucho más grande (sirva de ejemplo los ingresos que producen las grandes estrellas del fútbol para sus equipos).

Otros factores que han podido impactar en la evolución de la desigualdad, aunque la evidencia en este sentido es menos concluyente, incluyen la disminución de los salarios mínimos y la liberalización de ciertos sectores que, protegidos de la competencia, generaban rentas monopolísticas y podían permitirse pagar salarios más elevados. Por otra parte, el esfuerzo redistributivo de las políticas públicas no ha tendido a disminuir en los últimos 30 años y, por lo tanto, no parece ser responsable de un aumento de la desigualdad.

Las políticas destinadas a frenar el aumento de la desigualdad deben tener en cuenta los motivos que subyacen tras esta tendencia. En este sentido, a la vista de la relevancia de los cambios tecnológicos y de la globalización, cobran una importancia capital las políticas educativas y las del mercado de trabajo, como el fomento de la formación continua y los programas para suplementar los sueldos más bajos o apoyar a los trabajadores más perjudicados por la globalización. Todo esto no necesariamente implica gastar más. En muchos casos puede ser suficiente con gastar mejor.

Tampoco podemos obviar la importancia de aquellas políticas públicas que fomentan el crecimiento económico y que generan riqueza y empleo. Políticas que determinan, en definitiva, el tamaño del pastel. La aspiración no es ser todos pobres por igual o redistribuir pobreza sino conseguir una mayor igualdad, en la medida de lo posible, al alza.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de diciembre de 2016

CRONOLOGÍA

DICIEMBRE 2016

- 4 Italia celebra un referéndum en el que se rechazó la reforma de la Constitución. El primer ministro Matteo Renzi dimite y le sustituye Paolo Gentiloni.
- 8 El BCE extiende el QE hasta diciembre de 2017 y reduce la compra de bonos mensuales de 80.000 a 60.000 millones de euros a partir de abril.
- 14 La Reserva Federal de EE. UU. sube el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 0,50%-0,75%.
- 22 El banco italiano Monte dei Paschi di Siena fracasa en su intento de ampliación de capital de 5.000 millones de euros y el Gobierno italiano crea un fondo de 20.000 millones de euros para fortalecer la banca.

NOVIEMBRE 2016

- 8 Donald Trump es elegido presidente de EE. UU.
- 30 Los productores de petróleo de la OPEP llegan a un acuerdo para recortar la producción diaria hasta los 32,5 millones de barriles.

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.

AGENDA

ENERO 2017

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 11 Índice de producción industrial (noviembre).
- 16 Cuentas financieras (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 19 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Comercio exterior (noviembre).
- 26 Encuesta de población activa (4T).
- 27 PIB de EE. UU. (4T).
- 29 Avance PIB (4T).
- 31 Balanza de pagos (noviembre). Avance IPC (enero). Comité de Mercado Abierto de la Fed. PIB de la eurozona (4T).

FEBRERO 2017

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 8 Índice de producción industrial (diciembre).
- 13 PIB de Japón (4T).
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 20 Comercio exterior (diciembre).
- 27 Avance IPC (febrero). Índice de sentimiento económico de la eurozona (febrero).
- 28 Balanza de pagos (diciembre).

Crecimiento al alza en un entorno incierto

EE. UU. sigue siendo el centro de atención. Cerca de dos meses tras las elecciones presidenciales estadounidenses, la incertidumbre que rodea el anunciado cambio de política económica continúa siendo elevada. No puede ser de otra manera, porque la nueva Administración todavía se está perfilando y los mensajes emitidos son necesariamente genéricos. No obstante, en los mercados financieros ha cuajado una nueva narrativa para la economía estadounidense, la de una reflación, mayor crecimiento con mayor inflación, que pivotará alrededor del estímulo fiscal (rebaja tributaria e inversión en infraestructuras), de la menor regulación (en especial, en la banca) y de un reenfoque de las relaciones comerciales exteriores. Como resultado, los sectores más sensibles al ciclo económico (entre ellos, la banca) han propulsado las bolsas avanzadas, los tipos de interés del bono soberano estadounidense han repuntado notablemente y el dólar se ha situado, frente al euro, en su máximo desde 2003. Los inversores también han apuntado hacia el flanco débil del nuevo escenario macroeconómico: se ha producido una apreciable salida de capitales de cartera de los países emergentes acompañada de una presión depreciatoria en algunas divisas (peso mexicano y lira turca, en particular).

Escasas novedades en las condiciones macroeconómicas de los países emergentes y avanzados. A pesar de este cambio en los indicadores financieros, la evolución macroeconómica se ha movido en coordenadas similares a las de meses atrás, y los analistas se han mostrado cautos a la hora de trasladar las expectativas descontadas por los mercados en revisiones apreciables de las cifras de crecimiento e inflación de EE. UU. y el resto de principales economías. En el grupo de economías emergentes, los últimos datos de actividad de China han sido positivos, pero esta evolución no mitiga la percepción de que el país exhibe un balance de riesgos (financieros, inmobiliarios y cambiarios) apreciable. Tampoco abandonan la zona de riesgo los llamados «emergentes frágiles». Así, los datos de contabilidad nacional más recientes indican que la salida de la recesión de Brasil está siendo muy lenta, mientras que Turquía sorprendió con una caída del PIB que pocos esperaban. En ambos casos, las dificultades económicas se ven empeoradas por una situación política que sigue siendo complicada. Por lo que se refiere a las economías avanzadas, EE. UU. ratifica que en el tramo final del año está en vías de acelerar el crecimiento. En este contexto, tal y como estaba previsto, la Reserva Federal aumentó el rango en el que sitúa el tipo de referencia en 25 p. b., hasta el 0,50%-0,75%. Asimismo, apuntó a que, en 2017, se realizarán tres subidas

adicionales del tipo de interés, una senda coincidente con el escenario de CaixaBank Research, pero ligeramente más agresiva de lo que esperaba el mercado.

En Europa, el foco de incertidumbre sigue siendo predominantemente político. Las cifras de contabilidad nacional del 3T 2016 y los últimos indicadores de actividad insinúan que la economía europea mantiene un ritmo de avance similar al de meses precedentes. El único matiz a esta valoración general son Alemania y Portugal, en el primer caso porque los indicadores sugieren una aceleración del ritmo de actividad y, en el segundo, porque la composición del crecimiento se ha mostrado más favorable de lo esperado. Por su parte, el BCE anunció, junto a otras decisiones técnicas, la extensión temporal del QE hasta diciembre de 2017 y la disminución del volumen de compras hasta los 60.000 millones a partir de abril de 2017, con lo que indica al mercado que la retirada del estímulo será muy gradual. En este contexto continuista, la incertidumbre de naturaleza política es, quizás, la más notoria. En diciembre, fue el turno de Italia. Aunque tras el «no» en el referéndum constitucional se ha producido un rápido recambio en la dirección del Ejecutivo transalpino, lo que ha apaciguado los temores más exacerbados de inestabilidad política, y ha permitido una pronta decisión sobre cómo resolver los problemas de la banca, la amenaza de futuras elecciones se cierne sobre el país. De producirse, se sumaría a las importantes citas electorales de Francia y Alemania.

La economía española mantiene una elevada velocidad de crucero. Los datos macroeconómicos que se han conocido en las últimas semanas apenas arrojan novedades: la economía avanza en línea con su evolución reciente en el final de 2016. Desde este punto de partida, se espera que la expansión se mantenga en 2017, aunque a un ritmo algo inferior al de 2016 debido al menor impacto de los factores de apoyo temporales (petróleo y política fiscal, en particular). No obstante, los factores estructurales (ganancias de competitividad y flexibilización moderada del mercado laboral) junto a la relajación monetaria y al nuevo ciclo alcista del inmobiliario son elementos que continuarán apoyando al crecimiento. En este contexto, que mantiene a la economía española como una de las más dinámicas de Europa, el principal riesgo para el cumplimiento del escenario previsto es el de un empeoramiento apreciable del entorno exterior que alcanzase a las dinámicas internas de avance de la actividad. Aunque la probabilidad de que esto suceda, especialmente a corto plazo, no es elevada, sería recomendable que nuestra economía continúe mejorando su capacidad de resistencia ante eventuales *shocks* externos.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,2	3,1	3,5	3,6	3,1	3,1	3,2	3,5	3,6	3,5
Países desarrollados	2,1	1,6	1,9	2,0	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,4	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5	2,2
Eurozona	1,9	1,7	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5
Alemania	1,5	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,4	1,4	1,6
Francia	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	1,2	1,2
Italia	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7
Portugal	1,6	1,2	1,3	1,3	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0
España	3,2	3,3	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Japón	1,2	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1	0,9
Reino Unido	2,2	2,0	1,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,7	1,1	0,7
Países emergentes	4,0	4,2	4,7	4,8	4,2	4,2	4,2	4,6	4,7	4,7
China	6,9	6,6	6,3	5,9	6,7	6,7	6,5	6,6	6,5	6,2
India ¹	7,6	7,2	7,5	7,7	7,1	7,3	7,1	7,2	7,2	7,6
Indonesia	4,8	5,1	5,4	5,6	5,2	5,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Brasil	-3,8	-3,3	1,1	2,1	-3,6	-2,9	-1,3	0,5	1,2	1,3
México	2,6	2,1	2,0	2,5	2,6	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1
Chile	2,3	1,7	2,0	2,5	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9	2,1
Rusia	-3,7	-0,6	1,3	1,6	-0,6	-0,4	-0,4	1,0	1,3	1,4
Turquía	6,0	1,8	2,4	3,0	4,5	-1,8	-0,1	1,5	2,5	2,7
Polonia	3,9	2,7	3,3	3,1	3,1	2,2	2,8	3,4	3,4	3,4
Sudáfrica	1,2	0,5	1,3	1,9	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,3	3,3	2,8	2,7	2,9	3,3	3,3	3,4
Países desarrollados	0,3	0,8	1,9	1,9	0,6	0,7	1,2	1,9	1,9	2,0
Estados Unidos	0,1	1,3	2,5	2,4	1,0	1,1	1,8	2,6	2,5	2,7
Eurozona	0,0	0,2	1,5	1,6	-0,1	0,3	0,7	1,4	1,5	1,6
Alemania	0,1	0,3	1,7	1,7	0,0	0,4	0,8	1,5	1,6	1,7
Francia	0,1	0,3	1,6	1,6	0,1	0,4	0,7	1,4	1,5	1,7
Italia	0,1	-0,1	1,1	1,4	-0,3	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,2
Portugal	0,5	0,7	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3
España	-0,5	-0,2	2,1	1,5	-0,9	-0,2	1,0	2,3	2,2	2,1
Japón	0,8	-0,1	0,9	0,8	-0,3	-0,5	0,5	1,0	0,8	1,2
Reino Unido	0,0	0,7	2,4	2,5	0,4	0,7	1,2	2,1	2,4	2,6
Países emergentes	4,7	4,4	4,4	4,3	4,5	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4
China	1,4	2,0	2,0	2,1	2,1	1,7	2,1	1,5	2,0	2,3
India	4,9	5,0	5,1	5,4	5,7	5,2	4,1	5,5	5,1	4,5
Indonesia	6,4	3,5	4,0	5,0	3,5	3,0	3,4	3,5	4,2	3,8
Brasil	9,0	8,8	6,5	5,3	9,2	8,7	7,3	6,7	6,5	6,5
México	2,7	2,9	3,4	3,3	2,6	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Chile	4,3	4,0	3,2	3,3	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2
Rusia	15,5	7,2	5,7	5,4	7,3	6,8	6,1	5,7	5,8	5,6
Turquía	7,7	7,9	7,7	6,8	6,9	8,0	8,1	8,1	7,9	7,6
Polonia	-0,9	-0,6	1,5	2,0	-1,1	-0,8	0,4	1,3	1,5	1,5
Sudáfrica	4,6	6,3	5,7	6,0	6,2	6,0	6,6	5,9	5,3	5,5

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,8	3,1	2,5	2,0	3,2	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5
Consumo de las AA. PP.	2,0	1,3	1,0	0,8	0,8	1,4	1,0	0,7	1,6	0,8
Formación bruta de capital fijo	6,0	3,6	2,9	2,9	3,6	3,1	2,8	2,8	2,4	3,1
Bienes de equipo	8,9	5,7	2,8	2,8	6,2	5,0	4,0	3,6	2,1	2,6
Construcción	4,9	2,3	3,1	3,0	2,0	2,0	2,3	2,5	2,8	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,2	1,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,3	2,2
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,2	3,7	4,1	6,4	2,8	3,6	4,2	2,1	4,5
Importación de bienes y servicios	5,6	3,1	3,0	3,2	5,1	0,9	1,5	2,5	1,4	4,2
Producto interior bruto	3,2	3,3	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Otras variables										
Empleo	3,0	2,8	2,3	2,0	2,7	2,7	2,9	2,6	2,5	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,7	18,0	16,7	20,0	18,9	18,7	19,0	18,2	17,4
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,2	2,1	1,5	-0,9	-0,2	1,0	2,3	2,2	2,1
Costes laborales unitarios	0,2	-0,2	0,6	1,3	-0,3	-0,4	0,2	0,2	0,5	1,1
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	2,8	2,4	2,2	2,4	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5
Saldo público (acum., % PIB) ²	-5,0	-4,6	-3,4	-2,5						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,26	0,52	1,04	1,94	0,50	0,50	0,58	0,75	1,00	1,08
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,41	2,20	0,64	0,79	0,92	1,11	1,31	1,51
Líbor 12 meses	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,71	2,75	0,77	0,72	1,00	1,32	1,58	1,84
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,88	3,49	1,75	1,56	2,13	2,67	2,84	2,95
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,02	-0,26	-0,31	-0,21	-0,26	-0,30	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,07	0,05	-0,02	-0,05	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,65	-0,29	-0,52	-0,64	-0,71	-0,70	-0,68	-0,65
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,44	0,84	0,12	-0,12	0,11	0,32	0,40	0,48
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,13	1,12	1,08	1,04	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,28	117,40	116,30	121,91	114,26	117,91	121,35	118,29	115,94
£/€	0,73	0,82	0,87	0,86	0,79	0,85	0,87	0,86	0,88	0,87
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,61	45,63	59,32	65,79	47,35	47,49	51,96	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	41,28	57,78	63,08	41,94	42,55	48,25	53,81	57,27	59,31

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

Previsiones

COYUNTURA · Los mercados internacionales se posicionan ante el nuevo entorno financiero global

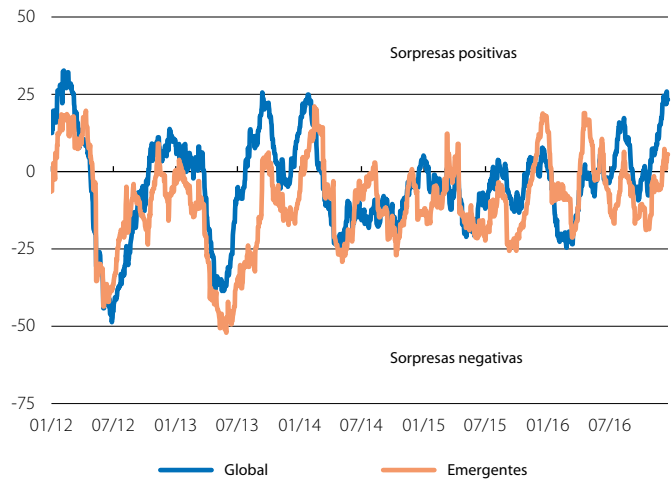
Los mercados internacionales siguen ajustándose a los recientes acontecimientos políticos. La evolución de los mercados internacionales a lo largo de las últimas semanas ha seguido estando dominada por el impacto de la victoria de D. Trump. Si la perspectiva de mayores estímulos fiscales ha beneficiado particularmente a los activos de renta variable en EE. UU., las dudas respecto a las políticas de la nueva Administración estadounidense siguen pesando sobre los activos emergentes. En Europa, la negativa al referéndum italiano no ha bloqueado el proceso de reestructuración del sector bancario como se temía, lo que ha apoyado el fuerte rebote de la banca en las principales plazas europeas. Finalmente, en el plano de la política monetaria, los principales bancos centrales actuaron en línea con las expectativas del mercado, la Reserva Federal (Fed) aumentó el *fed funds* en 25 p. b. y el BCE alargó el QE hasta diciembre de 2017.

Hacia un entorno financiero global menos acomodaticio. Uno de los principales cambios al que el mercado tendrá que adaptarse es el ajuste del *policy mix* en EE. UU., con una política fiscal más expansiva y una política monetaria algo más restrictiva. Aunque ya han empezado a dibujarse las principales implicaciones de este cambio, varios focos de incertidumbre siguen abiertos. En particular, la magnitud del impulso fiscal y el impacto de otras políticas que podría implementar la nueva Administración, por ejemplo, en el ámbito comercial. En cuanto a la política monetaria, los focos de incertidumbre han disminuido y el mejor alineamiento entre las proyecciones de la Fed y las expectativas del mercado que se ha producido últimamente, junto con el mantenimiento de un escenario de subida de tipos muy gradual, reduce el riesgo de ajustes abruptos. En general, este nuevo entorno debería ser más favorable para los mercados de renta variable que para los de renta fija y, en cualquier caso, parece más desafiante para los activos emergentes. Con todo, la evolución de los principales datos macroeconómicos, que se han mostrado relativamente robustos, hace pensar que los activos financieros afrontan el nuevo entorno financiero global, cada vez menos acomodaticio, con un soporte relativamente sólido.

El BCE anuncia un ajuste del programa de compra de activos para mantener el grado acomodaticio de la política monetaria. En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno (CG) de la máxima autoridad monetaria de la eurozona decidió alargar el QE hasta diciembre de 2017 y reducir el ritmo de compra de activos desde los 80.000 millones mensuales actuales hasta los 60.000 millones a partir de abril de 2017. Además, el BCE introdujo unos ajustes técnicos en el QE que consisten en incluir en el programa de compra de activos los títulos con un vencimiento entre uno y dos años, y, de manera puntual, los activos con

Índice de sorpresas económicas

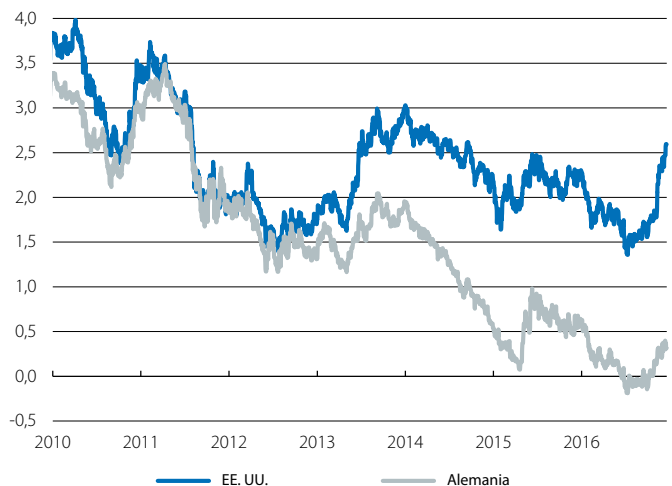
Nivel



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

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

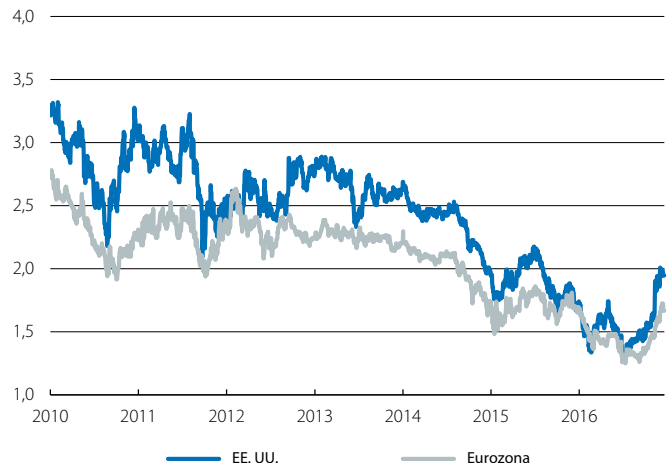
(%)



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.

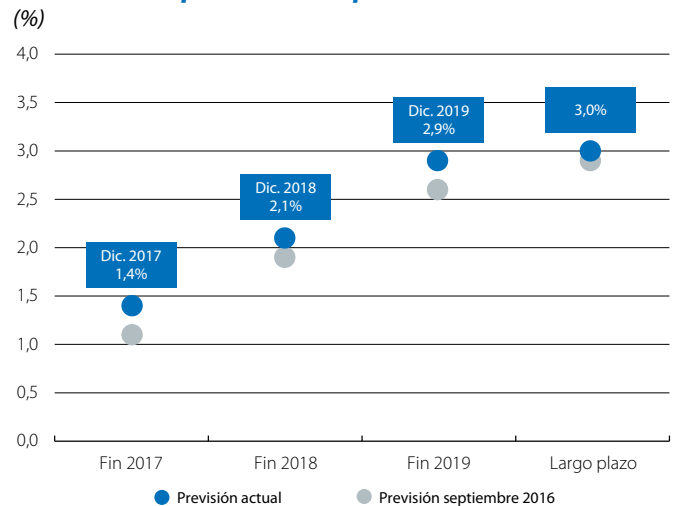
una rentabilidad inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito. Además, Draghi enfatizó el hecho de que no se estaba implementando un *tapering*, ya que los ajustes adoptados no consistían en una reducción gradual del volumen de compras. El presidente del BCE explicitó también que no se había contemplado la posibilidad de poner fin al QE y que la posibilidad de ampliar el volumen de compras o alargar el programa se mantenía abierta. Los mercados financieros acogieron favorablemente estos anuncios, con subidas en las bolsas europeas, en particular en las cotizaciones del sector bancario ante la perspectiva de una mayor pendiente de la curva de tipos.

La Fed reanuda el proceso de normalización del tipo de interés oficial. Así, un año después de la primera subida de tipos en ocho años, la Fed anunció un aumento de 25 p. b. del tipo oficial hasta el intervalo 0,50%-0,75%, tal y como se esperaba. Los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) apoyaron esta decisión ante la firmeza mostrada por los distintos indicadores de actividad y del mercado de trabajo estadounidenses, y confiando en que estas tendencias tendrán continuidad en el futuro. Sin embargo, el principal foco de atención de esta reunión se situaba en las pistas que la Fed podía ofrecer sobre el ritmo de subidas del tipo rector en los próximos trimestres. En concreto, los miembros del FOMC esperan ahora tres subidas en 2017, mientras que las proyecciones publicadas en septiembre contemplaban solo dos. Por tanto, a pesar de este ligero cambio, se sigue esperando que la Fed normalice las condiciones monetarias de manera muy gradual. Uno de los factores que puede alterar esta previsión es la valoración que haga la Fed del impacto en crecimiento e inflación de la nueva política económica que llevará a cabo la Administración Trump. Una incógnita que la Fed desvelará a medida que los anuncios hechos por D. Trump se vayan transformando en medidas concretas.

El mercado de renta fija soberana estadounidense sigue inmerso en una fase de corrección. Después del fuerte rebote provocado por la victoria de Trump, las rentabilidades de los bonos soberanos estadounidenses, en particular las de largo plazo, han continuado su ascenso aunque de forma más pausada. Lejos de frenar esta tendencia, los mensajes de la Fed han servido de catalizador para empujar las rentabilidades hacia niveles más elevados. Así, en la segunda parte de diciembre, la rentabilidad del bono soberano estadounidense a 10 años se situó alrededor del 2,5%, el mayor nivel desde mediados de 2014. La perspectiva de un cambio de política económica, con un mayor peso de los estímulos fiscales, sigue siendo el principal factor detrás del repunte de las rentabilidades soberanas en EE. UU. Pero en las últimas semanas, otros factores, como la solidez de los indicadores de actividad o el repunte del precio del petróleo, también han apoyado esta dinámica alcista.

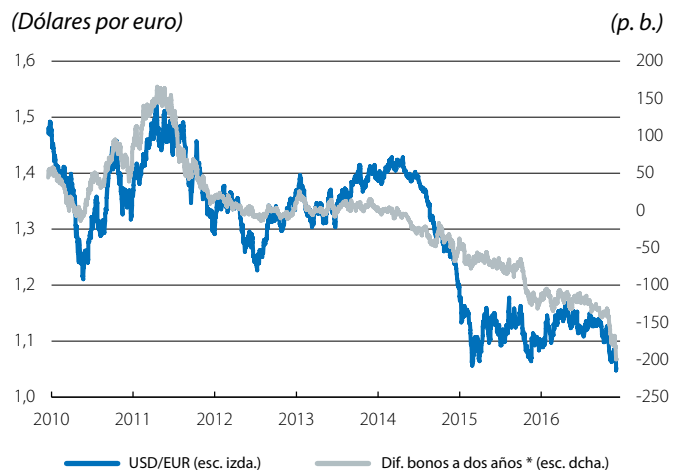
El dólar se aprecia con fuerza frente al euro y las divisas emergentes muestran señales de estabilización. El cruce euro-dólar se ha acercado a la paridad y ha alcanzado su mínimo desde 2003, principalmente ante la perspectiva de una prolongada divergencia entre la política monetaria de EE. UU. y la

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



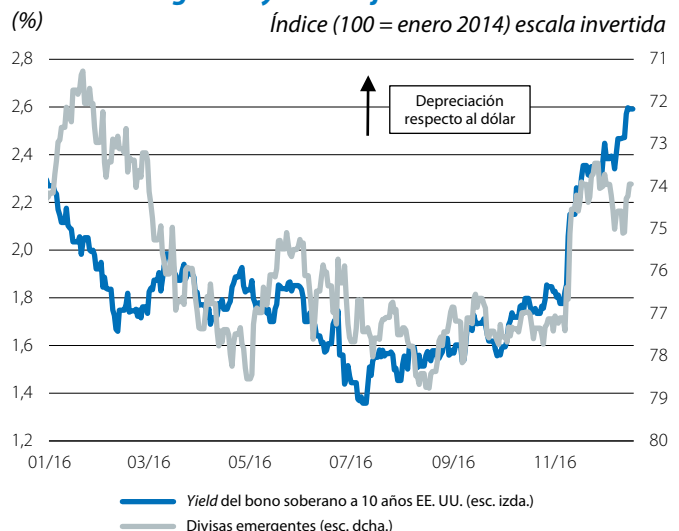
Nota: * Mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC de la Reserva Federal.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de rentabilidad del bono a dos años



Nota: * Diferencial entre el bono alemán y el estadounidense a dos años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas emergentes y renta fija en EE. UU.



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

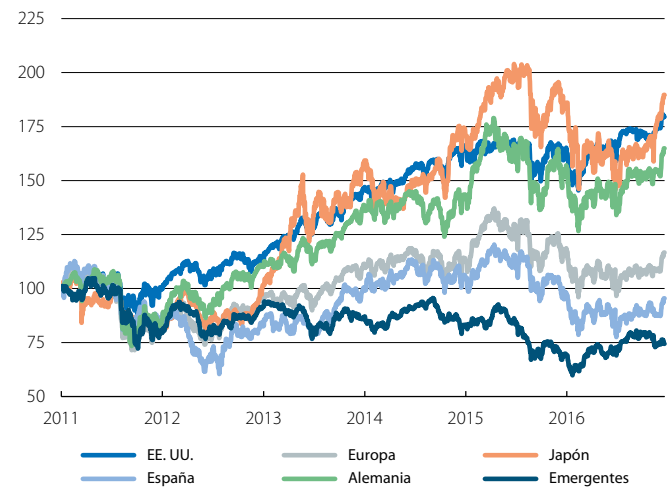
eurozona. En cambio, las monedas emergentes han mostrado señales de estabilización frente al dólar tras la fuerte corrección ocurrida después de la victoria de Trump. El rebote del precio del petróleo y el descenso de la aversión al riesgo a cotas mínimas son los principales factores que han propiciado esta estabilización. Sin embargo, en los próximos trimestres, el alza de los tipos de interés en EE. UU. puede renovar la presión sobre las divisas emergentes.

Las bolsas emergentes siguen digiriendo la victoria de Trump mientras el sector bancario apoya a las bolsas europeas. Al contrario de la mayoría de las bolsas desarrolladas, la victoria de D. Trump sigue penalizando gran parte de los mercados emergentes de renta variable. Pese a una cierta estabilización, las bolsas emergentes han permanecido cerca de los mínimos alcanzados tras el anuncio del resultado electoral. Las dudas respecto a las políticas que puede implementar la nueva Administración estadounidense, en particular las comerciales, son el principal factor detrás de este estancamiento de los valores emergentes. La aclaración de este foco de incertidumbre junto con el endurecimiento de las condiciones financieras globales son los elementos que determinarán el desempeño de los activos emergentes durante los próximos meses. En el bloque avanzado, los tres principales índices bursátiles norteamericanos (S&P 500, Nasdaq y Dow Jones) han alcanzado nuevos máximos históricos. En Europa, las bolsas han repuntado con fuerza de la mano del impulso del sector bancario gracias a los ajustes introducidos por el BCE en el QE y, sobre todo, gracias a la disipación de los temores a un estancamiento del proceso de resolución de los problemas de la banca italiana.

El acuerdo de la OPEP propulsa el precio del petróleo a su mayor nivel desde el verano de 2015, oscilando alrededor de los 55 dólares por barril de calidad Brent. Este fuerte rebote del precio del crudo tuvo lugar en dos tiempos. Primero, con el anuncio de una disminución de la producción de 1,2 millones de barriles al día por parte de los países miembros del cartel el 30 de noviembre. Segundo, el 10 de diciembre con la confirmación de que otros 12 países productores de petróleo no miembros de la OPEP (incluyendo Rusia) se sumaban al acuerdo recortando su producción en 600.000 barriles diarios. Más allá de los ambiciosos objetivos en la limitación de la producción, el liderazgo de Arabia Saudí y la implementación, por primera vez, de un mecanismo de control para asegurar el cumplimiento del acuerdo hacen que este sea creíble y, por tanto, que el impacto sobre el precio del petróleo pueda ser persistente. Con todo, el recorrido al alza parece relativamente limitado a más largo plazo ya que ello podría facilitar la entrada de otros productores, en particular los de *shale* (para más detalles, véase el Focus «Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cartel» de este *Informe Mensual*).

Principales bolsas internacionales

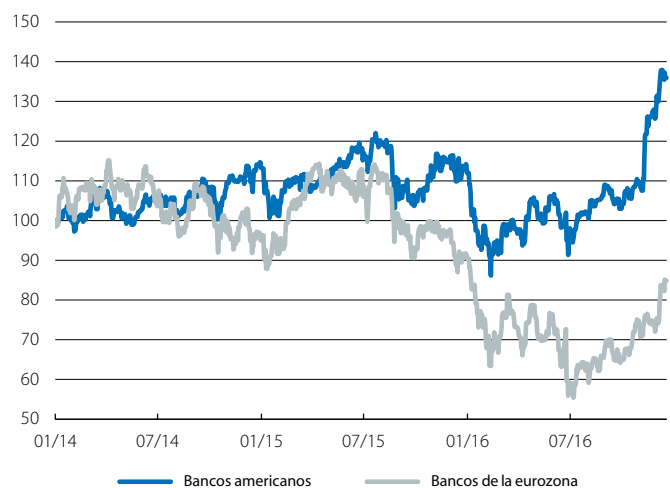
Índice (100 = enero 2011)



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

Sector bancario: EE. UU. y eurozona

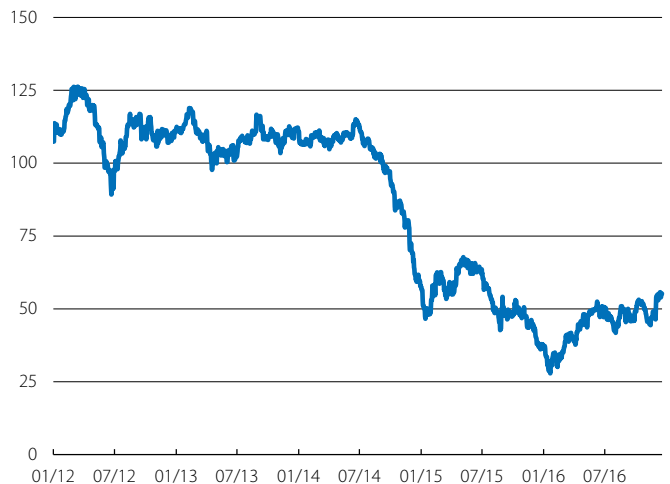
Índice (100 = enero 2014)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

FOCUS · Oportunidades de inversión y diversificación de carteras

En los últimos meses han aumentado las voces que apuntan a que se ha incrementado la correlación, o grado de sincronía, entre la rentabilidad de los distintos activos financieros (véase el gráfico adjunto). Ello es de enorme relevancia puesto que constituye un aspecto fundamental en la construcción de carteras de inversión: para ajustar el perfil de riesgo de una cartera al que cada inversor desea, es imprescindible poder diversificar de forma adecuada los activos en los que se invierte.

Además de la importancia que tiene para el inversor a nivel individual, el grado de correlación entre activos también se sigue con mucha atención desde los bancos centrales y las distintas instituciones responsables de velar por la estabilidad financiera, como el FMI o el Banco Internacional de Pagos, pues una mayor sincronía entre la evolución de los distintos activos financieros también aumenta la vulnerabilidad de las economías a *shocks* adversos de sentimiento en los mercados financieros.

El temor a un aumento de la correlación ha sido recurrente en los últimos años, y el debate sobre los factores que pueden generarlo es intenso. En las últimas décadas, un elemento que ha sido fundamental para que se mantuviera una correlación negativa entre la renta fija y la renta variable (lo que ha permitido diversificar las carteras de forma sencilla) ha sido la implementación de una política monetaria acertada y efectiva, que ha ajustado los tipos de interés para amortiguar el impacto de los *shocks* adversos que se han producido. Ello ha hecho que las expectativas de inflación se mantuvieran relativamente estables durante muchos años y ha facilitado que la renta fija fuera un buen refugio cuando ha habido episodios de corrección en la renta variable. Sin embargo, la credibilidad de los bancos centrales se ha visto afectada en los últimos años, y cada vez hay más dudas sobre su capacidad para controlar la inflación en un mundo en el que los precios están más determinados por las condiciones globales. Además, los instrumentos al alcance de los bancos centrales parecen más limitados ahora que la inflación se mantiene en cotas bajas a pesar de que los tipos de interés están en mínimos históricos.

Otro factor a tener en cuenta para valorar las posibilidades de diversificación de una cartera es la globalización de los mercados financieros. Por un lado, ello debería permitir que los inversores tengan acceso a un abanico más amplio de oportunidades de inversión y, por tanto, debería facilitar una mayor diversificación de las carteras. Sin embargo, el temor es que la mayor diversificación de las carteras a nivel internacional acabe haciendo que el precio de los distintos activos esté más determinado por factores globales que por factores locales o idiosincráticos.

Finalmente, otro factor que a menudo se sugiere que puede hacer aumentar la sincronía entre la rentabilidad

de los activos es la aplicación de técnicas de gestión de carteras muy similares entre los agentes que operan en los mercados, y que están basadas en algoritmos que generan órdenes de compra y de venta automáticas. De todas formas, aunque ello sí que parece que ha tenido un papel relevante en casos puntuales, y que han generado repuntes de la volatilidad en algunos activos concretos, no hay evidencia fehaciente que muestre que esté generando, de momento, un aumento secular de la correlación entre activos.

En los últimos trimestres, la preocupación sobre la sincronía entre activos ha cobrado fuerza por la aparición de dos fuerzas que aparentemente podrían aumentarla. Por un lado, la perspectiva de que los tipos de interés han tocado fondo y de que muy probablemente han empezado una senda alcista (lo que disminuye el precio de la renta fija) preocupa a los inversores que ven a la renta variable con escaso recorrido alcista. Argumentos en este sentido no faltan. En EE. UU., el S&P 500 está en máximos históricos y, en la eurozona, los índices bursátiles se ven lastrados por un crecimiento que no acaba de despegar y por una elevada incertidumbre.

Sin embargo, también hay motivos para ser optimistas. En particular, el aumento de la inflación previsto para los próximos trimestres debería favorecer a la renta variable. Asimismo, la mayor laxitud fiscal, especialmente en EE. UU. o el Reino Unido, apoyará a los sectores cíclicos, como los ligados al consumo o a la inversión en infraestructuras. Además, en última instancia, la normalización de los tipos de interés responde a la mejora de las condiciones macroeconómicas y, si esta se produce, tarde o temprano debería quedar reflejada en una buena evolución de los principales índices bursátiles.

Correlación entre renta fija y renta variable

(Índice de correlación)



Nota: Para el cálculo del índice de correlación se utiliza el MSCI World Index y la deuda pública a 10 años en EE. UU. y Alemania, respectivamente. El índice muestra la evolución de la correlación en ventanas de tres meses de la rentabilidad semanal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs Investment Research.

FOCUS · Eurozona: las emisiones de bonos corporativos encaran 2017 en plena forma

Los mercados internacionales de bonos corporativos han mostrado gran vigor en los últimos años. La eurozona es un claro exponente: las emisiones de empresas no financieras alcanzaron 1,04 billones de euros en el trienio 2013-2015, frente a 0,86 billones en 2010-2012 y 0,52 billones en 2004-2006. Este ímpetu emisor no se ha visto alterado en 2016, tal y como reflejan los 0,39 billones emitidos hasta noviembre, cifra que supera el volumen registrado en el conjunto de 2015. Tanto las condiciones de demanda como de oferta indican que la pauta de emisiones al alza en la eurozona se prolongará en 2017.

Previsiblemente, la demanda de bonos corporativos seguirá siendo robusta gracias a la inestimable ayuda de los bancos centrales. Las políticas monetarias de tipos de interés ultrabajos (incluso negativos) han propulsado desde 2009 la demanda de bonos a nivel internacional. Numerosos inversores se han visto tentados a buscar rentabilidad (*search for yield*) en activos como los bonos corporativos. En el caso de la eurozona, ello ha sido un elemento clave para el despegue de un mercado que históricamente había tenido un papel secundario frente al de deuda pública, la bolsa y los préstamos bancarios. El proceso se acentuó con las políticas monetarias no convencionales. En este sentido, la puesta en marcha del programa de compra de bonos corporativos del BCE la pasada primavera revitalizó el ritmo de emisiones, que en los primeros compases de 2016 se había debilitado. Aunque puedan perder algo de intensidad, estas fuerzas seguirán contribuyendo en sentido favorable en 2017. En primer lugar, porque los programas de compra de bonos soberanos y corporativos del BCE seguirán plenamente operativos. En segundo lugar, porque 2017 constituirá, con gran probabilidad, el primer año en el que emisores e inversores vislumbren el inicio de la disminución de los estímulos monetarios en la eurozona (*tapering*). Cabe esperar que, ante esta circunstancia, las compañías intensifiquen su apelación al mercado de capitales en anticipación a posteriores aumentos de los costes de financiación. Esto nos lleva al terreno de las condiciones del lado de la oferta.

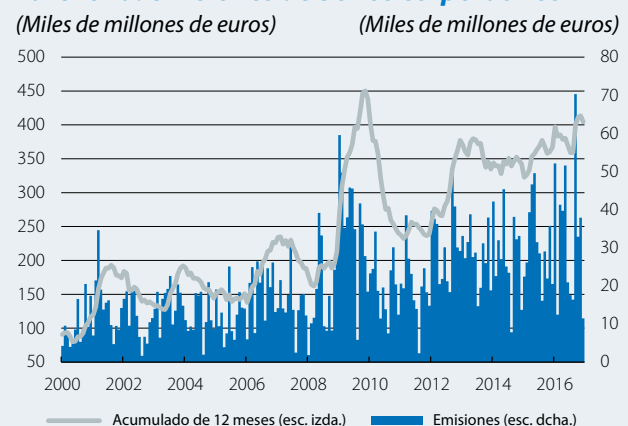
La evolución de los balances corporativos y las «políticas de asignación de capital» de las empresas son propicias para que estas sigan apelando al mercado de bonos con decisión. En relación con los balances empresariales, debe admitirse que las compañías cotizadas europeas podrían no haber culminado aún su particular proceso de desapalancamiento. No obstante, es innegable que dicho proceso está muy avanzado. Además, la solidez de los balances es remarcable y los impagos de deuda corporativa se sitúan en niveles muy contenidos, en torno al 2%. Todo

ello favorece que el ritmo de emisiones corporativas no pierda comba, aun cuando los vencimientos de deuda en 2017 no parecen excesivamente acuciantes.

Las tendencias vigentes en las «políticas de asignación de capital» (*capital allocation*) parecen corroborar la perspectiva positiva del mercado primario de renta fija privada. A grandes rasgos, las compañías pueden emplear sus recursos financieros (tanto los que generan internamente como los que obtienen externamente tomando préstamos o mediante la emisión de acciones y bonos) en cinco grandes rúbricas: inversión en capital (*capex*), operaciones de fusión y adquisición de otras compañías (M&A), repago de deuda y retribución al accionista mediante dividendos o recompra de acciones. Las perspectivas de moderación del *capex* y la timidez de la recompra de acciones por parte de las empresas de la eurozona no auguran aumentos de la emisión de bonos. Sin embargo, sí van a ser motores poderosos tanto el pago de dividendos como, especialmente, el resurgir de la actividad M&A. Desde hace algunos trimestres se aprecia que las compañías europeas están recurriendo a estrategias de crecimiento inorgánico, lo cual suele conllevar mayores emisiones de bonos, máxime si tenemos en cuenta que las fusiones y adquisiciones se han erigido históricamente en el principal destino de recursos entre los cinco citados anteriormente (hasta copar alrededor del 40%).

En suma, el mercado primario de bonos corporativos de la eurozona seguirá disfrutando de vientos de cola en 2017.

Eurozona: emisiones de bonos corporativos *



Nota: * Emisiones de deuda sénior con vencimientos superiores a dos años de corporaciones no financieras establecidas en la zona euro.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-dic	30-nov	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	-0,32	-0,31	-1	-18,8	-18,7
Euríbor 12 meses	-0,08	-0,08	0	-14,0	-13,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,80	-0,80	0	-42,2	-42,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,77	-0,73	-4	-42,5	-42,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,21	0,28	-7	-41,9	-41,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,38	1,55	-17	-39,1	-39,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	118	128	-10	3,4	3,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,75	0,50	25	25,0	25,0
Líbor 3 meses	1,00	0,93	7	38,7	38,8
Líbor 12 meses	1,69	1,64	5	51,2	51,5
Deuda pública a 1 año	0,81	0,77	4	21,3	21,3
Deuda pública a 2 años	1,19	1,11	8	14,2	11,9
Deuda pública a 10 años	2,44	2,38	6	17,1	14,6

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-dic	30-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	80	-7	-5,0	-5,1
Itraxx Financiero Sénior	93	107	-14	16,7	16,6
Itraxx Financiero Subordinado	221	245	-23	65,7	65,6

Tipos de cambio

	30-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,052	1,059	-0,7	-3,2	-3,8
¥/€	122,970	121,190	1,5	-5,9	-6,7
£/€	0,854	0,847	0,8	15,8	15,7
¥/\$	116,960	114,460	2,2	-2,7	-3,0

Materias primas

	30-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	423,1	421,0	0,5	12,9	13,2
Brent (\$/barril)	55,4	49,9	11,1	55,0	58,1
Oro (\$/onza)	1.152,3	1.173,3	-1,8	8,6	8,6

Renta variable

	30-dic	30-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.238,8	2.198,8	1,8	9,5	8,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.290,5	3.051,6	7,8	0,7	0,1
Ibex 35 (España)	9.352,1	8.688,2	7,6	-2,0	-3,0
Nikkei 225 (Japón)	19.114,4	18.308,5	4,4	0,4	0,4
MSCI emergentes	862,3	862,8	-0,1	8,6	8,9
Nasdaq (EE. UU.)	5.383,1	5.323,7	1,1	7,5	6,3

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

COYUNTURA · Aceleración en 2017 pero con riesgos a la baja

La economía mundial creció un 3,1% en 2016, un ritmo muy similar al de 2015 (3,2%). El año 2016 fue de menos a más, apoyado, sobre todo, por la aceleración de las economías emergentes en la segunda mitad del año, mientras que el crecimiento de las economías avanzadas, aunque significativo, se situó ligeramente por debajo del registrado en 2015. A nivel mundial, el avance económico se vio favorecido por el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia por parte de los principales bancos centrales y por una ligera recuperación del precio del petróleo, que alivió las presiones financieras de varios países emergentes (exportadores de crudo), y que fue suficientemente suave como para no perjudicar a los países importadores. En este sentido, el acuerdo para reducir la producción de petróleo alcanzado por los países de la OPEP, y al que se sumaron los países no-OPEP (incluido Rusia), apoyará la continuidad de la recuperación de la cotización del petróleo (véase el Focus «Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cartel» en este *Informe Mensual*).

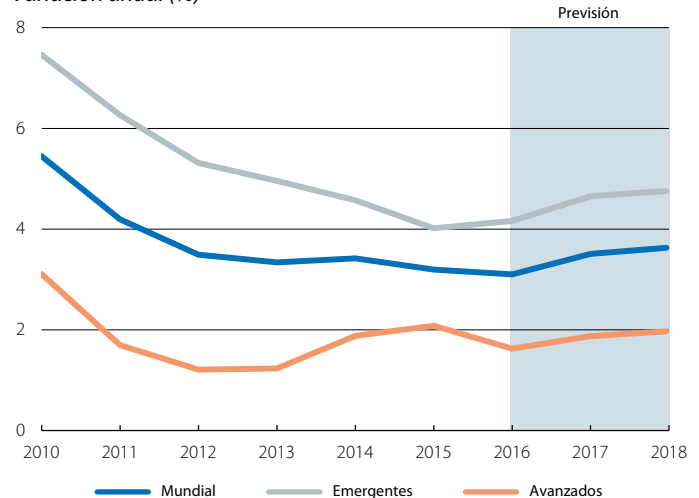
En 2017, el ritmo de avance se acelerará de forma moderada, aunque la incertidumbre seguirá siendo elevada. En particular, CaixaBank Research prevé que el crecimiento de la actividad económica a nivel mundial se acelere hasta el 3,5%, gracias a las economías emergentes y a una ligera mejora de los países avanzados. Los principales riesgos que rodean este escenario son de carácter político (orientación de la Administración Trump, negociaciones sobre el *bretxit* y elecciones en Europa, entre otros), pero también se deberá seguir de cerca el impacto del proceso de normalización monetaria que se espera que la Reserva Federal (Fed) lleve a cabo a lo largo del año, así como la estabilidad financiera de China.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense se adentra en una fase más madura del ciclo económico, con tasas de crecimiento moderadas y con una utilización de la capacidad productiva elevada, lo que apunta a que la tendencia al alza de los precios y los salarios se consolidará en los próximos trimestres. EE. UU. se encuentra en su cuarto ciclo expansivo más largo desde 1950, con siete años de duración ya, solamente superado por los acontecidos en 1992 (16 años), 1959 (15 años) y 1983 (8 años) (véase el Focus «EE. UU.: en la fase madura del ciclo y con una política fiscal expansiva» en este *Informe Mensual*). Además, los distintos indicadores de actividad siguen dibujando una consolidación del ritmo de avance. En este sentido, la visión de un crecimiento sólido de la actividad económica fue reforzada con la revisión al alza del PIB del 3T, que avanzó un 0,9% intertrimestral (1,7% interanual), lo que dibuja una clara aceleración con respecto a la primera mitad del año. En particular, el PIB del 3T 2016 se apoyó en un sólido avance del consumo privado (2,8% interanual), que representa el 70% del PIB. Destacaron

PIB mundial

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

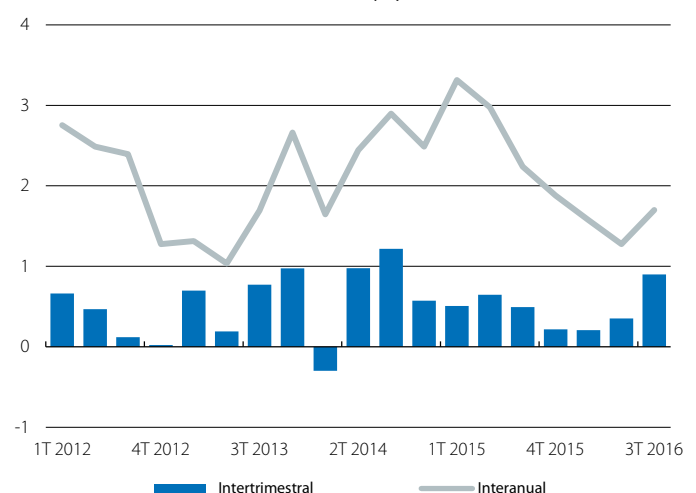
Petróleo: precio del barril calidad Brent (Dólares por barril)



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

EE. UU.: PIB

Variación intertrimestral e interanual (%)



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

también el fuerte crecimiento de las exportaciones y la contribución positiva del componente de existencias, tras varios trimestres restando.

La Fed reanuda la subida de tipos avalada por la tendencia al alza de la inflación. En su reunión de diciembre, la Fed estadounidense aumentó en 25 p. b. el rango al que sitúa el tipo de referencia, y lo emplazó en el 0,50%-0,75%, tal y como se esperaba. Asimismo, la institución monetaria apuntó a que, en 2017, realizará tres subidas adicionales del tipo de interés, frente a las dos que apuntó en la reunión de septiembre de 2016. La nueva senda coincide con el escenario de previsiones de CaixaBank Research, y es ligeramente más *hawkish* de la esperada por el mercado.

El IPC general de EE. UU. creció un 1,7% interanual en noviembre, 1 décima por encima del registro del mes anterior, aupado por el sólido avance del componente energético y por el crecimiento de los alquileres imputados, que tienen un peso importante en el IPC estadounidense. La recuperación de la inflación seguirá apoyada por la buena marcha del consumo, el cual, a su vez, se verá favorecido por la solidez del mercado laboral. En noviembre, se crearon 178.000 puestos de trabajo, la tasa de paro bajó hasta el 4,6% y los salarios avanzaron un considerable 2,5% interanual. Asimismo, la medida más amplia de desempleo realizada por el Bureau of Labor Statistics, la U6 (que contabiliza como paradas a las personas que trabajan a tiempo parcial pero que querrían hacerlo a tiempo completo), también bajó hasta el 9,3%, por encima del 8% alcanzado en 2006 y 2007, pero claramente por debajo del promedio histórico. No es extraño, por tanto, que la Fed en su comunicado de diciembre indicara que la subida de tipos había decidido realizarla por «las condiciones ocurridas y esperadas de la inflación y del mercado laboral».

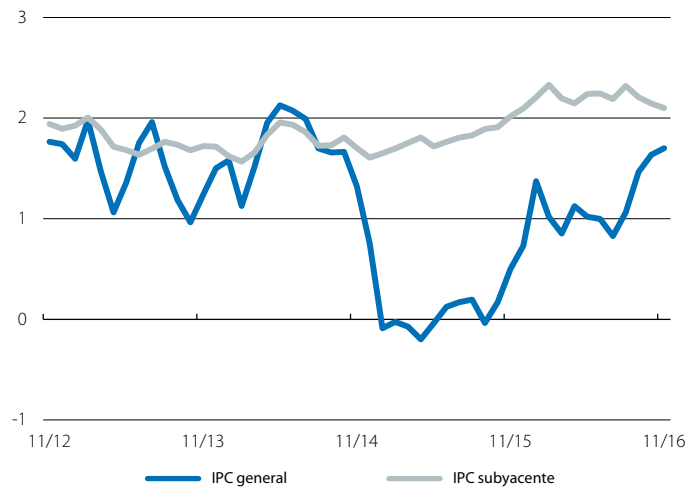
Los indicadores de actividad del 4T siguen marcando avances considerables. El indicador de confianza empresarial (ISM) de manufacturas aumentó hasta situarse en los 53,2 puntos en noviembre, el mayor nivel de los últimos cinco meses. Su homólogo para el sector de servicios escaló hasta los 57,2 puntos, el nivel más alto de los últimos 13 meses. En la misma línea, los indicadores de actividad empresarial manufacturera elaborados por la Fed de Filadelfia y por la de Nueva York también aumentaron considerablemente, corroborando la buena marcha de la economía en el tramo final de 2016.

JAPÓN

Continúa la fragilidad en Japón, aunque la revisión de la serie histórica del PIB muestra unos avances ligeramente mejores en los últimos años. En particular, y según los nuevos datos, el PIB avanzó un 1,2% en 2015, frente al 0,6% previamente estimado. Asimismo, en los tres primeros trimestres de 2016, el crecimiento interanual promedio fue del 0,7%, casi 2 décimas por encima del registro anterior. Esto último comporta una revisión técnica de la previsión de crecimiento de CaixaBank Research para el cómputo anual de 2016, del 0,7% al 1,0%, y para el de 2017, del

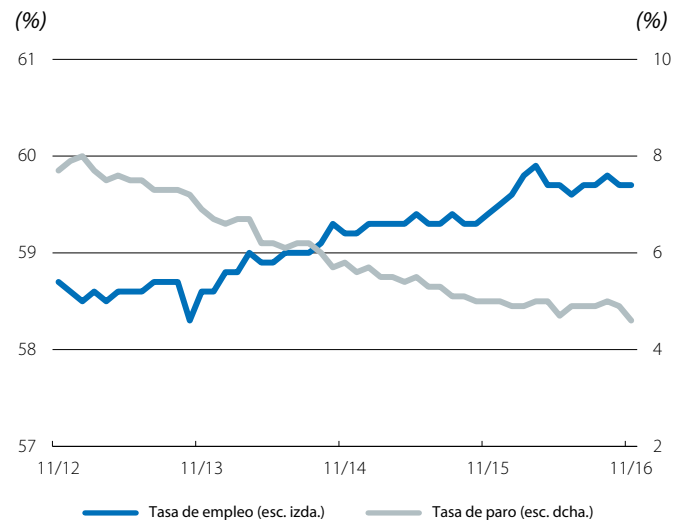
EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

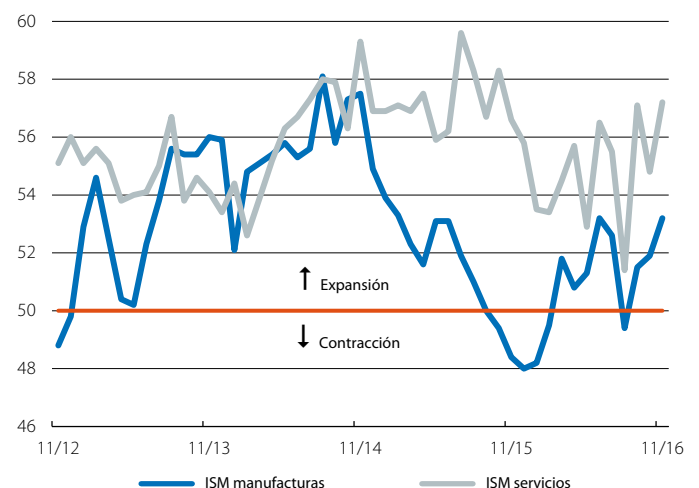
EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

1,1% al 1,0%. A pesar de la revisión de la serie del PIB, la economía japonesa sigue mostrándose débil, en buena parte, por la falta de dinamismo del consumo privado.

Los indicadores de actividad mejoran levemente a finales de 2016, pero se mantienen las dudas de cara a 2017. En particular, el sector exterior mejoró en noviembre, con unas exportaciones que en términos nominales ralentizaron notablemente su tasa de caída, del -10,2% interanual en octubre al -0,4% actual. En términos de volúmenes, la mejora también fue sustancial, con unas exportaciones que crecieron el +7,4% interanual, favorecidas por las ventas a China y a EE. UU. La depreciación del yen en el tramo final del año, hasta los 117 yenes por dólar, debería seguir apoyando la mejora de las exportaciones hacia el mercado estadounidense. Por su parte, el índice de sentimiento empresarial Tankan mostró cierta mejoría para las grandes empresas manufactureras en el 4T.

EMERGENTES

En China, los buenos datos de actividad muestran una estabilización del crecimiento, aunque persisten los riesgos. Así, las ventas minoristas crecieron un 10,8% interanual en noviembre, lo que constituye el mejor registro de 2016; la producción industrial avanzó un 6,2% interanual, 2 décimas por encima del promedio entre enero y octubre, y los flujos comerciales crecieron después de meses de caídas. Las exportaciones avanzaron un 0,1% interanual, el primer avance desde marzo (aunque en el acumulado de 12 meses todavía se registran caídas, del -6,2%), y las importaciones aumentaron un 6,7% interanual, el mayor crecimiento desde septiembre de 2014 (-6,4% en el acumulado de 12 meses). A pesar de la mejora de los indicadores de actividad, la estabilidad financiera del país sigue siendo fuente de preocupación. En este sentido, durante el último mes parece que las salidas de capitales han vuelto a coger fuerza, tal y como refleja la reducción de 69.057 millones de dólares de las reservas de divisas en noviembre, la mayor caída mensual desde enero de 2016. El temor a una depreciación abrupta y desordenada del RMB es en parte responsable de este fenómeno (véase el Focus «Fuga de capitales de China, un riesgo para tener en cuenta» del IM06/2016).

Caída inesperada del PIB de Turquía, con un descenso del 1,8% interanual en el 3T 2016 (+4,5% en el 2T). La mala evolución del consumo y de las exportaciones son los principales responsables de este ajuste. Cabe señalar que se ha producido un cambio metodológico que ha modificado notablemente la serie histórica del PIB: el nivel es un 11% superior y el crecimiento de 2015 se situó en el 6,0%, frente al 3,9% anterior. Más allá del cambio metodológico, las cifras más recientes sugieren que la pérdida de *momentum*, que CaixaBank Research esperaba que se produjera a lo largo de 2017, se ha adelantado. Tras la revisión de la serie, y ante la debilidad ya evidente en el 3T 2016, CaixaBank Research ha rebajado sustancialmente la previsión de crecimiento para 2016 (del 3,2% al 1,8%) y 2017 (del 2,9% al 2,4%).

Japón: revisión de la serie de PIB

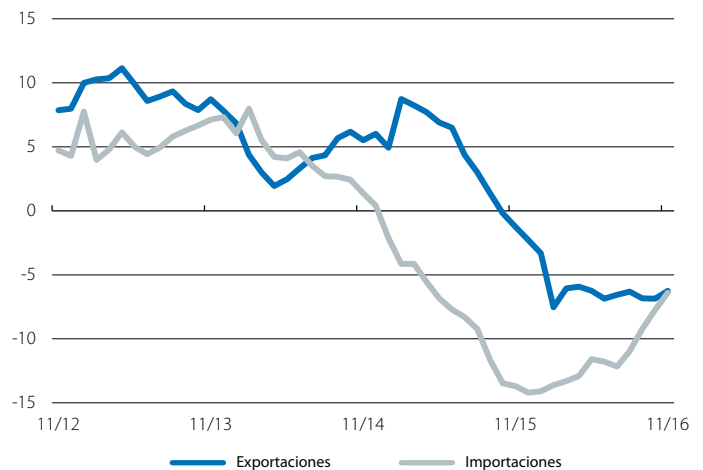
Crecimiento interanual (%)

	2013	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016
Antes	1,4	-0,1	0,6	0,1	0,8	0,8
Después	2,0	0,2	1,2	0,3	0,9	1,0
Diferencia (p. p.)	0,66	0,36	0,66	0,17	0,1	0,22

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

China: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)

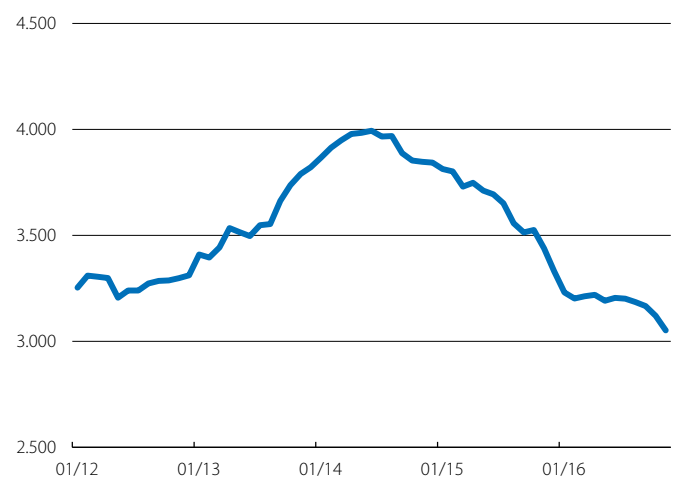


Nota: * Datos nominales en dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la aduana china.

China: reservas internacionales

(Miles de millones de dólares)



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

FOCUS · EE. UU.: en la fase madura del ciclo y con una política fiscal expansiva

Un billón de dólares en mejorar las infraestructuras de EE. UU. y una amplia rebaja en los tipos impositivos, dos de las promesas del presidente Trump a sus votantes. Pero, ¿necesita EE. UU. un impulso fiscal si la tasa de paro se encuentra por debajo del 5,0% y el crecimiento se ha mantenido por encima del 2% desde 2010? Aunque el impulso fiscal será un viento de cola para el crecimiento estadounidense, si la economía se encuentra a pleno rendimiento, su efectividad podría ser menor y, además, puede generar presiones inflacionistas y postergar el ajuste de la deuda pública.

El análisis de la posición cíclica de una economía no es sencillo, pero el veredicto de los principales indicadores parece claro para el caso estadounidense. Empezando por algunos de los indicadores básicos, la inflación subyacente se sitúa por encima del 2% desde hace meses, y los salarios registran avances en torno al 2,5% interanual. En ambos casos, por tanto, los registros son típicos de momentos en los que la economía estadounidense se ha encontrado en una etapa madura del ciclo económico.

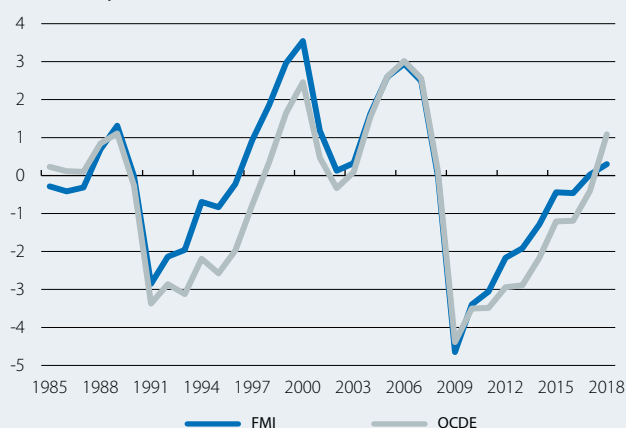
Una manera un poco más sofisticada de valorar en qué punto del ciclo se encuentra una economía es a través de la brecha de producción u *output gap*.¹ Así, según las estimaciones más recientes del FMI, la economía estadounidense está cerca de cerrar su brecha de producción después de años de *gap* negativo. Aunque el margen de error en dicha estimación es elevado, otros organismos, como la OCDE, también apuntan a que EE. UU. cerrará su brecha a lo largo de 2017 (véase el primer gráfico).

Por otro lado, también existe una serie de indicadores macrofinancieros que suelen ser buenos predictores de la posición cíclica a medio plazo de una economía. En esta línea, la OCDE elabora una variable que aglutina varios de estos indicadores para un conjunto de países, entre ellos, EE. UU.² A partir de esta variable se puede construir un «reloj» que, a semejanza de uno convencional, «marca» el estadio cíclico en el que se encontrará una economía al cabo de unos tres trimestres. Lo que se observa en el reloj estadounidense es que en 2015 la economía ya parecía encontrarse cerca de cerrar el ciclo recesivo-expansivo iniciado a finales de 2007 (véase el segundo gráfico). En 2016, y con los datos disponibles hasta la fecha, que no incluyen

el tramo final del año, se observa un empeoramiento en el reloj, consecuencia del repunte de la volatilidad financiera a nivel global que ocurrió a finales de 2015 y principios de 2016, y la fuerte caída del precio del petróleo, que afectó de manera sustancial el sector energético del país. En este sentido, la clara mejora de los indicadores adelantados de actividad en los últimos meses, así como la recuperación del precio del crudo, son elementos que deberían retornar el reloj a cotas parecidas a las de 2015, coincidentes con una fase madura del ciclo.

EE. UU.: output gap

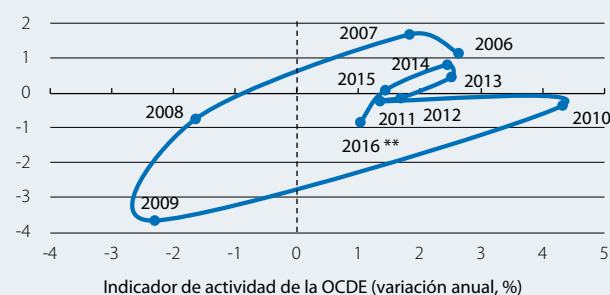
(% del PIB potencial)



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

EE. UU.: reloj del ciclo económico

Indicador de actividad de la OCDE* (diferencia con la tendencia a largo plazo)



Notas: * Indicador adelantado de actividad construido por la OCDE (CLI) a partir de siete variables macrofinancieras. Valores superiores a 0 se observan cuando el indicador se encuentra por encima de la tendencia a largo plazo.

** Los datos para 2016 no incluyen el tramo final del año en los cuales EE. UU. muestra una aceleración en sus tasas de avance económico.

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

1. El *output gap* se define como la diferencia entre el PIB observado y el PIB compatible con una inflación estable y cercana al 2%. Para más información sobre este concepto véase el Dossier del IM05/2013 («PIB potencial, un concepto clave pero difuso»).

2. Se trata del Composite Leading Indicator (CLI) y es una serie temporal que en el caso de EE. UU. se construye a partir de siete indicadores entre los que destacan las viviendas iniciadas, el índice de sentimiento empresarial (ISM), o la evolución bursátil de la NYSE.

FOCUS · Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cartel

La OPEP ha vuelto. Tras ocho años sin reducir sus cuotas de producción, el 30 de noviembre anunció un recorte de 1,2 millones de barriles diarios, equivalente a un 4% de su producción, que se habrá situado, a partir del 1 de enero de 2017 y siempre que se cumpla el acuerdo, en 32,5 millones de barriles diarios. Pocos días después, un grupo significativo de países externos al cartel petrolero, entre los que destaca Rusia, se comprometieron a una reducción de 600.000 barriles al día. Las decisiones fueron recibidas por el mercado con notables aumentos de las cotizaciones aunque, después, parte del repunte se deshizo. A finales de diciembre, el precio era un 17% superior al de antes de las decisiones de ajuste de oferta.

A pesar de que la experiencia apunta a que, en promedio, los recortes efectivos que siguen a los acuerdos de la OPEP suelen ser un 20% menores a lo pactado, en esta ocasión, la situación puede ser distinta. De entrada, Arabia Saudí asume una parte sustancial del recorte (del orden del 40%) y lo hace motivada por factores internos (fundamentalmente por la erosión de los ingresos fiscales sobre los que pivota el funcionamiento económico del país). Se trata de un giro copernicano de la anterior estrategia saudí de mantener una oferta abundante a fin de eliminar competidores menos rentables (*shale*, pero también otros productores convencionales). El segundo factor que mejora la probabilidad de cumplimiento es el establecimiento de un comité de seguimiento, formado por tres miembros de la OPEP y dos países productores no-OPEP, que seguirán la implementación de los recortes. Asimismo, se utilizarán fuentes consideradas más objetivas para monitorizar la evolución de la producción. Se trata de un ejercicio de transparencia y control sin precedentes en la historia del cartel.

Asumiendo, por tanto, que el acuerdo es razonablemente creíble, el segundo elemento que debe ayudar a valorarlo es analizar qué representa en términos de oferta global futura. Aunque pueda parecer paradójico, la reducción de la oferta no impedirá que la oferta mundial se mantenga en 2017 cerca de los máximos históricos. Si se toman como base las previsiones de la Agencia Estadounidense de la Energía, la producción mundial de petróleo en 2017 será, como máximo, de unos 700.000 barriles diarios menor tras el acuerdo (sobre una producción global de 97,42 millones de barriles), ya que la congelación acordada se verá compensada en parte por el avance de países fuera del acuerdo, entre ellos EE. UU., cuya producción aumentará un notable 6% en 2017.

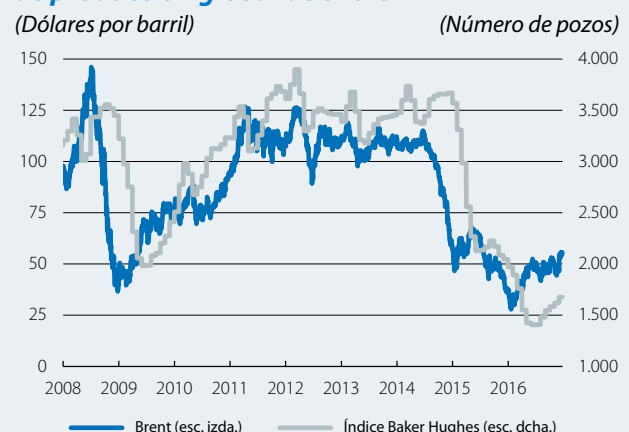
Esta mejora de la producción estadounidense apunta directamente al *shale*, una tecnología productiva en pleno ascenso y que añade incertidumbre al escenario de la oferta esperada. A este respecto, la Agencia no es muy precisa, pero menciona como un factor clave un aspecto

que es compartido por la mayoría de analistas: si el petróleo se sitúa por encima de los 50 dólares por barril, se reactivará la oferta de estos productores.

En este contexto, si bien se considera que muchos pozos de *shale* no son rentables con precios por debajo de los 65-70 dólares, los análisis más recientes apuntan a que muchos de los nuevos pozos ya lo son en la zona de los 60 dólares, o incluso por debajo, debido a que el *shale* está siendo objeto de un proceso de innovación firme, al que se le suma un abaratamiento de *inputs* básicos como el cemento y el acero. Estas estimaciones son consistentes con el hecho de que la producción de los pozos existentes ha repuntado de forma sólida en los últimos seis meses (véase el gráfico). Además, cabe mencionar que la cifra de pozos ya perforados pero no plenamente operativos está en valores elevados, lo que sugiere una notable capacidad de respuesta de los productores de *shale* ante leves mejoras en el nivel de precios del petróleo.

En definitiva, el ajuste de oferta de la OPEP y los otros productores, sin ser desmedido, no es menor. Sin este primer paso, la escalada de la oferta en 2017 probablemente hubiese presionado aún más el precio del petróleo a la baja. Pero quizás tenga el efecto, indeseable a los ojos de la OPEP, de incentivar la plena resurrección del *shale*. Con todo, proporciona apoyo a los escenarios de paulatina mejora del precio del petróleo en 2017, como los de CaixaBank Research, que apuntan a un avance del importe del carburante hacia la zona de los 60 dólares a finales de 2017.

Precio del petróleo e indicador del nivel de producción global de shale



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Actividad									
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,7	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	3,6	4,0	4,4	3,6	4,3	3,8	...
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8	109,4	113,7
Producción industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,6	–1,1	–1,0	–0,8	–0,6	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	51,9	53,2	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.340	1.090	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	183	187	188	189	190	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,6	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–3,5	...	...
Precios									
Precios de consumo	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	...
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Actividad								
PIB real	0,2	1,2	1,2	0,3	0,9	1,0	–	...
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3	40,9
Producción industrial	2,1	–1,2	–1,1	–3,2	–1,7	0,5	0,2	2,9
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	–	10,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,5	–0,5	–0,5	–0,2	0,1	0,5	0,8	0,9
Precios								
Precios de consumo	2,8	0,8	0,2	0,0	–0,3	–0,5	0,2	0,5
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Actividad								
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	–	...
Ventas al por menor	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0	10,8
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1	6,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2	51,7
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	383	608	608	601	602	585	573	563
Exportaciones	6,0	–2,3	–5,2	–11,5	–5,0	–6,2	–7,3	0,1
Importaciones	0,4	–14,2	–11,8	–13,7	–6,8	–4,6	–1,4	6,7
Precios								
Precios de consumo	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1	2,3
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,7	6,8

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.

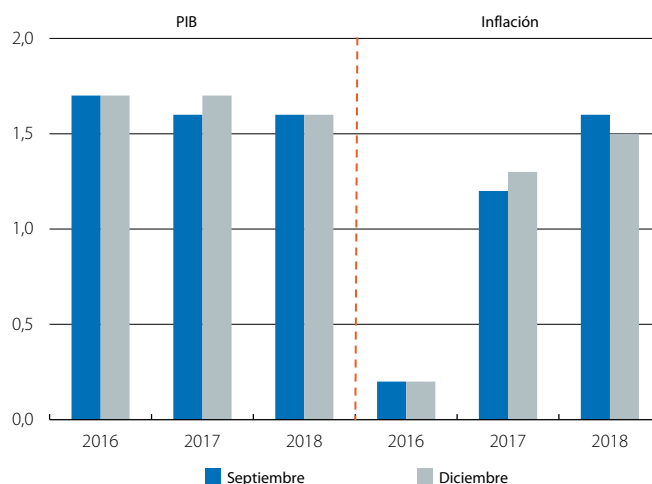
COYUNTURA · La recuperación de la eurozona sigue contando con un entorno de tipos muy bajos

El crecimiento de la actividad se consolida en 2017, pero persisten los riesgos. La economía de la eurozona se expandió a ritmo moderado pero constante en 2016, a pesar de los múltiples acontecimientos económicos y políticos que ocurrieron durante el año, y se espera que en 2017 mantenga un tono muy similar. Concretamente, el escenario de CaixaBank Research prevé que la región haya finalizado 2016 con un crecimiento del 1,7% y que avance un moderado 1,5% en 2017. Así lo considera también el BCE que, en la actualización trimestral del cuadro macroeconómico, aumentó ligeramente la previsión de crecimiento para 2017 hasta el 1,7% (+0,1 p. p.) y mantuvo una ligera desaceleración a medio plazo (1,6% en 2018). En lo que respecta a la inflación, el BCE revisó ligeramente al alza la previsión para 2017, hasta el 1,3% (+0,1 p. p.), debido a la revisión al alza en la previsión del precio del petróleo para este año. Sin embargo, la institución monetaria espera una recuperación muy gradual de las presiones inflacionistas a medio plazo, con unos registros que considera que no serán suficientemente cercanos a su objetivo en 2018 y 2019. Asimismo, el BCE alerta de los elevados riesgos que rodean al escenario de previsiones, tanto de los que proceden del exterior como de los relacionados con la situación política de la eurozona, como el inicio de la negociación de la salida del Reino Unido de la UE y las importantes citas electorales previstas en Alemania, Francia y, quizás también, en Italia. Todo ello hace conveniente continuar con un entorno monetario muy acomodaticio.

El BCE prorroga el programa de compra de bonos hasta diciembre de 2017 y asegura que la política monetaria seguirá siendo muy acomodaticia a medio plazo. Aunque el volumen de compras de activos descenderá a 60.000 millones de euros mensuales a partir de abril (80.000 millones actualmente), el BCE enfatizó que sigue considerando necesario mantener unas condiciones financieras muy laxas para apoyar la recuperación de la actividad económica en la eurozona, pieza clave para que la inflación se acerque al objetivo del BCE. Una muestra del gran calado de las medidas que está tomando el BCE es que el tamaño de su balance está previsto que alcance 4,5 billones de euros a finales de 2017, el doble que al inicio del QE en marzo de 2015. Asimismo, Mario Draghi señaló que la inflación no alcanzará el objetivo del BCE en los próximos tres años, lo que apunta a que el BCE seguirá manteniendo una política monetaria muy laxa más allá de diciembre de 2017. Además, señaló que sigue habiendo importantes riesgos a la baja y que, si es necesario, volverá a aumentar el volumen de compras. De acuerdo con estos mensajes, tanto el escenario de previsiones de CaixaBank Research como el del conjunto de analistas consideran que el BCE no subirá el tipo de referencia hasta mediados de 2019.

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

Variación anual (%)



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

Eurozona: balance del BCE*

(Miles de millones de euros)

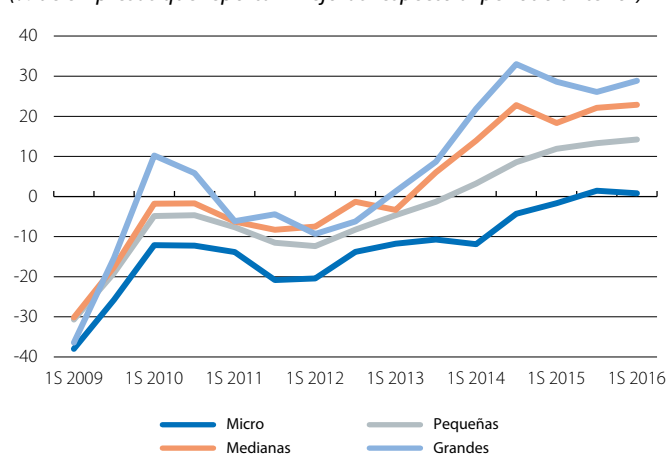


Nota: * Total de activos en el balance del BCE.

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

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

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



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

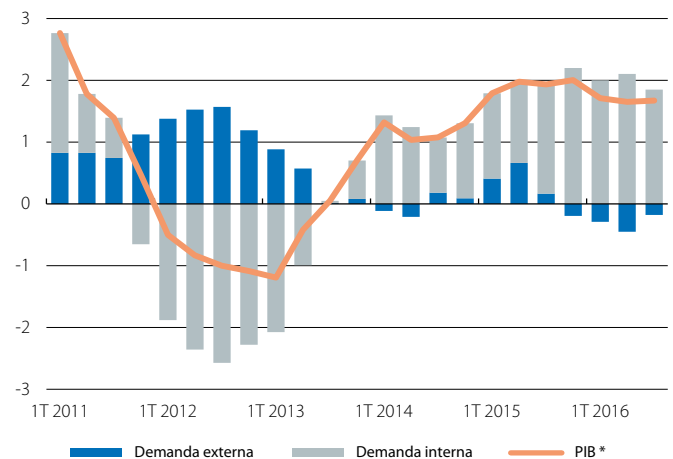
En este contexto de tipos bajos, la demanda de crédito va recuperándose paulatinamente. La política monetaria del BCE ha conseguido que los tipos de interés llegaran a mínimos históricos, con el objetivo de impulsar el crédito y la actividad económica. Según la encuesta que elabora el BCE, las condiciones de acceso a la financiación por parte de las pymes han mejorado notablemente en los últimos trimestres. Así, las empresas apuntan a que aumentó tanto la disponibilidad de crédito bancario como la voluntad de los bancos de proveer crédito a menores tipos de interés. En dicha encuesta también se observa que, gracias a la mejora de las condiciones de financiación, las empresas ya no señalan el acceso al crédito como uno de sus problemas principales. Ahora pueden centrar sus energías en afrontar otros retos más propios de su negocio, como conseguir clientes o reducir los costes de producción.

La demanda interna sigue siendo el motor de la recuperación de la eurozona. La demanda interna contribuyó de manera significativa al crecimiento del PIB de la eurozona en el 3T 2016 (+0,4 p. p.), al igual que lo hizo en los trimestres anteriores. Esta estuvo sostenida por un consumo privado que avanzó un +0,3% en términos intertrimestrales y por un consumo público que aumentó un robusto +0,5%. En cambio, la formación bruta de capital fijo se mantuvo débil (+0,2%). Por lo que respecta a la demanda externa, esta restó al crecimiento (-0,1 p. p.) a causa de la debilidad de las exportaciones y de un aumento moderado de las importaciones. De cara a los próximos trimestres, esperamos que la demanda interna continúe siendo el principal impulsor del crecimiento.

La mayoría de indicadores de actividad apuntan a una aceleración del crecimiento en el 4T. El índice de producción industrial de la eurozona creció un 1,5% interanual en octubre (promedio de tres meses), un avance claramente superior al del primer semestre del año. Por su parte, tanto el índice PMI compuesto como el índice de sentimiento económico de la eurozona alcanzaron máximos anuales en el 4T y se situaron en zona claramente expansiva. Por países, la aceleración sigue liderada por Alemania, con un PMI compuesto que alcanzó los 55,0 puntos y un sentimiento económico que alcanzó 108,0 puntos (promedio de octubre y noviembre). También destacaron los buenos registros de Francia, que apuntan a un crecimiento económico algo mayor en el 4T (un avance del PIB del 0,4% intertrimestral, por encima del 0,2% del 3T). Solo en Italia, el sentimiento económico se deterioró en noviembre, fruto del clima de incertidumbre política propiciado por el referéndum sobre la reforma de la Constitución, y por la débil situación de algunas entidades bancarias. En ambos frentes se ha dado un paso adelante durante el mes de diciembre: el relevo al frente del Gobierno fue rápido y sin tensiones, y el nuevo Gobierno italiano alcanzó un acuerdo con la Comisión Europea para ayudar a las entidades más débiles con fondos públicos. De todas formas, el nuevo Gobierno liderado por P. Gentiloni es provisional, hasta que se convoquen nuevas elecciones, probablemente a finales de 2017, y el proceso de saneamiento

Eurozona: PIB

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

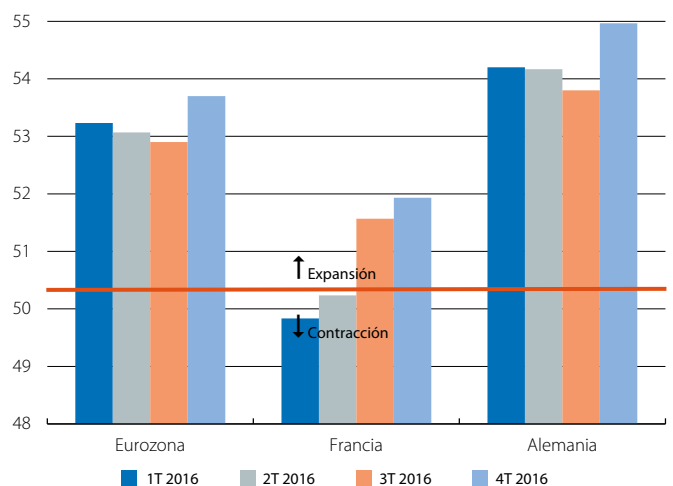


Nota: * Variación interanual (%).

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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

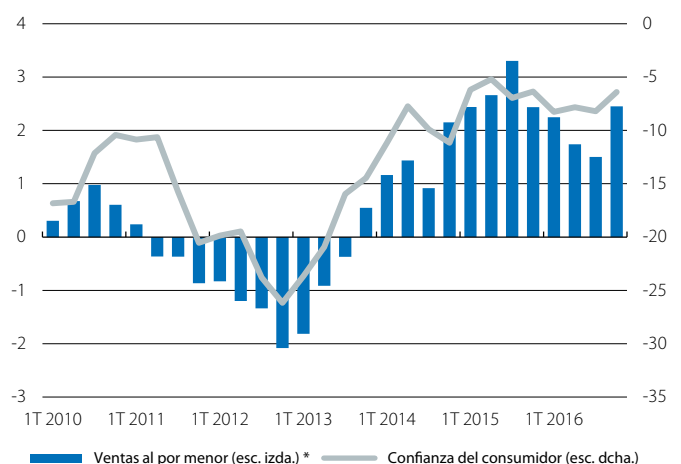
Nivel



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

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)



Nota: * 4T 2016 incluye solo el dato de octubre.

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

de la banca italiana será lento. Todo ello hace que el país transalpino se perciba como una de las principales fuentes de riesgo de cara a 2017.

La solidez de la demanda interna se observa en los indicadores de consumo. Las ventas minoristas aumentaron un 2,5% interanual en octubre, por encima del crecimiento experimentado en el 3T 2016 (1,5%). Este avance sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación económica de la eurozona. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona aumentó considerablemente en diciembre, hasta situarse en los -5,1 puntos, el mejor nivel de los últimos 20 meses. En el próximo año, esperamos que el consumo de los hogares continúe expandiéndose, apoyado en la mejora del mercado laboral y los bajos tipos de interés, y que contribuya al avance de la inflación.

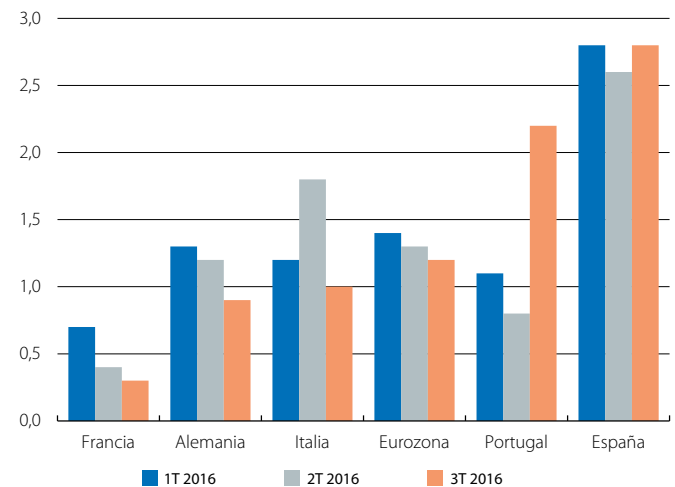
La mejora del mercado laboral se afianza y contribuye a la mejora del consumo de los hogares. Así, el empleo aumentó en el conjunto de la eurozona un 0,2% intertrimestral en el 3T 2016 (0,4% en el 2T), lo que permitió alcanzar el número de empleados que había antes de la recesión económica (153,4 millones de empleados). Por países, destaca en positivo el crecimiento del empleo observado en Portugal (1,3%), España (0,8%) e Irlanda (0,6%), que contrasta con el menor aumento en Alemania y Francia (+0,1% intertrimestral) y la disminución en Italia (-0,1%). Por lo que respecta a los costes laborales, estos aumentaron un 1,6% interanual en el 3T 2016, algo por encima de la media del primer semestre. Este aumento se debe, en gran parte, al repunte de los costes salariales en Alemania, del 2,4% interanual, 4 décimas superior al incremento del primer semestre.

La tendencia al alza de la inflación se afianza. En noviembre, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) avanzó un 0,6% interanual, 1 décima por encima del avance de octubre. En la misma línea, la inflación subyacente se situó en el 0,8%, frente al 0,7% de octubre. Esperamos que este aumento paulatino continúe en los próximos meses de la mano del avance de la actividad y la recuperación del mercado laboral y que, para finales de 2017, tanto la inflación general como la subyacente alcancen el 1,5%.

Grecia continúa con tasas de crecimiento positivas, pero aún queda trabajo por delante. La economía griega presentó un notable ritmo de avance en el 3T, con un crecimiento intertrimestral del 0,8%. De todas formas, la evolución de la actividad económica ha sido muy errática en los últimos años, y la recuperación económica todavía se muestra muy frágil. Uno de los temas que sigue cuestionando la sostenibilidad de la recuperación es el elevado nivel de deuda pública. En este sentido, el Eurogrupo se ha mostrado abierto a tomar medidas de alivio de la deuda. Sin embargo, el anuncio del Gobierno de Tsipras de aumentar el gasto público sin haberlo consensuado previamente con el Eurogrupo ha vuelto a tensar la relación entre ambas partes. El culebrón griego no se ha terminado.

Ocupación

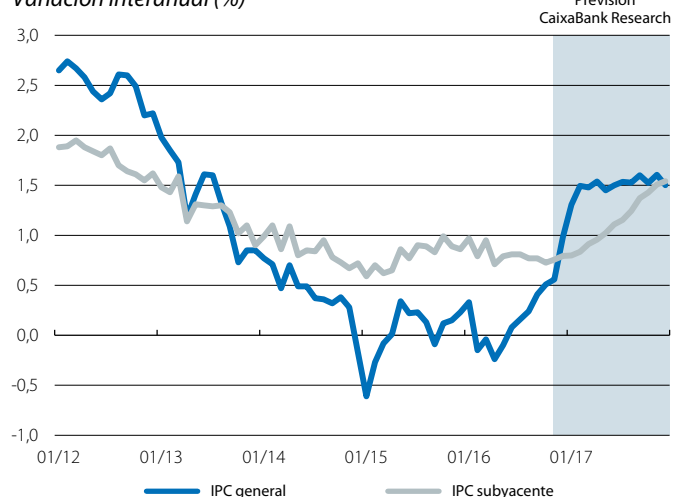
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

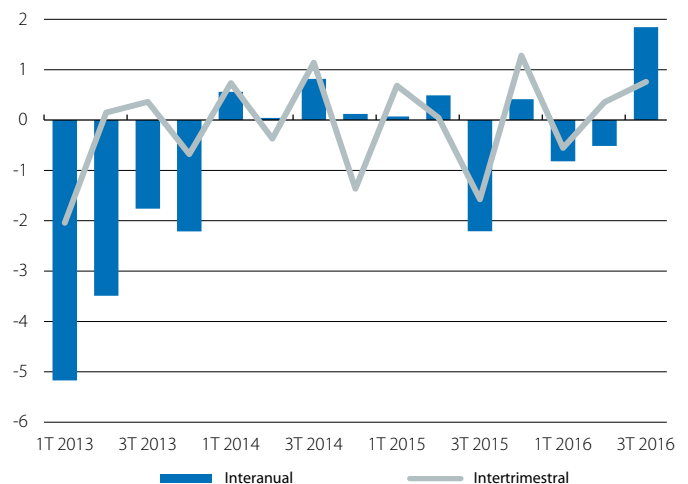
Variación interanual (%)



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

Grecia: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

FOCUS · Comprender al BCE: economía, política y comunicación

El pasado 8 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió alargar el programa de compras de activos (el llamado QE) hasta diciembre de 2017. A continuación, analizamos cómo encaja esta decisión con el escenario económico para el año 2017.

El BCE basa sus decisiones de política monetaria en un análisis macroeconómico y financiero. En el plano económico, desde el anuncio del QE en enero de 2015, la actividad de la eurozona ha consolidado su recuperación con avances entre el 1,6% y el 2% interanual, apoyada por una buena transmisión de la política monetaria (véase la tabla anexa). Sin embargo, las caídas del precio del petróleo de 2014 y 2015, que también beneficiaron a la actividad, provocaron una disminución de la inflación general y un estancamiento de la subyacente. Además, en el plano financiero, la observación de menores tasas de inflación durante 2015 y la primera mitad de 2016 llevó a los mercados a revisar sus expectativas de inflación a largo plazo significativamente por debajo del objetivo del 2%.¹ En marzo de 2016, el BCE, ante unas tasas de inflación alrededor del 0%, la caída de las expectativas de los mercados para la inflación a largo plazo y el episodio de inestabilidad financiera observado en la primera parte de 2016, decidió ampliar de manera importante el QE.

Aunque, tras esta extensión, el programa debía finalizar en marzo de 2017, el BCE ha reconsiderado su decisión ante un año con unas perspectivas macroeconómicas razonablemente buenas pero en el que también existen importantes riesgos. Las propias previsiones del BCE reflejan una consolidación de la recuperación, con un crecimiento sostenido de la actividad (prevé un 1,7% para 2017 y un 1,6% para 2018) y un aumento gradual de la inflación (1,3% en 2017 y 1,5% en 2018). La recuperación del precio del petróleo es el principal factor detrás del incremento de la inflación y, con ello, el BCE estima que el riesgo de deflación prácticamente ha «desaparecido». Sin embargo, todavía pronostica un aumento muy progresivo de la inflación subyacente (la variable que indica las tendencias inflacionistas de fondo) y considera que su previsión de inflación a medio plazo (1,7% en 2019) no está suficientemente cerca del objetivo del 2%.

Además de estas perspectivas macroeconómicas, en las que ni el crecimiento ni la inflación acaban de despegar, la economía europea transitará en 2017 por un entorno de mayor incertidumbre política. De 2016, se arrastra la incertidumbre generada por la victoria del *brexít* en Reino Unido y la elección de Donald Trump en EE. UU. Las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido empezarán en la primera mitad de 2017 y la complejidad de alcanzar

un acuerdo ordenado en solo dos años puede provocar repuntes de la incertidumbre. Además, a nivel doméstico, el propio 2017 se presenta con un calendario electoral bien cargado: tendremos elecciones en Francia, Países Bajos y Alemania, todas con el ingrediente del auge del euroescepticismo, y en Italia la gobernabilidad es menos estable tras el resultado del referéndum constitucional. A todo ello se le suma un entorno internacional en el que los mercados seguirán con lupa la normalización de la política monetaria de la Fed y serán muy sensibles a la orientación que tome la Administración Trump.

En conjunto, pues, la política del BCE se enfrenta a una combinación de varios ingredientes. En cualquier caso, el BCE ha lanzado un mensaje claro: el QE se mantendrá durante más tiempo. Además, la decisión de prolongar el QE a un menor ritmo de compras (60 millardos mensuales a partir de abril, contra los 80 actuales) refleja que la retirada del estímulo será muy gradual. Así lo han leído los mercados, que no esperan una subida de tipos hasta el segundo semestre de 2019 (véase el gráfico adjunto).

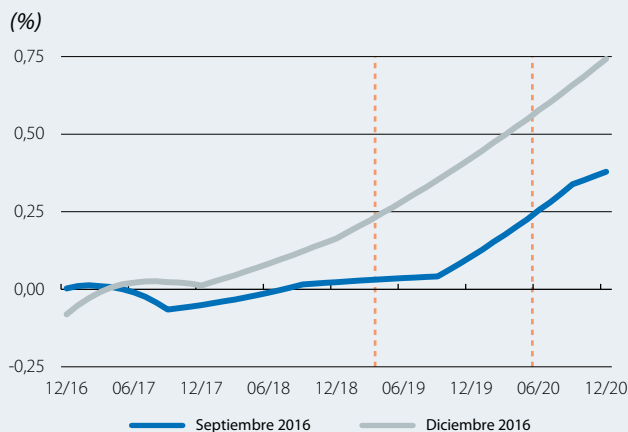
Condiciones económico-financieras y QE

	Diciembre 2014	Noviembre 2016	Variación acumulada
Previsión Δ PIB año próximo *	1,1%	1,3%	0,2
Previsión Δ IPCA año próximo *	0,6%	1,3%	0,7
Tipo de cambio \$/€	1,2331	1,0799	-12,42%
Tipo de interés deuda alemana a 10 años	0,64%	0,16%	-49 p. b.
Tipo de interés deuda española a 10 años	1,77%	1,42%	-34 p. b.
Euríbor 12 meses	0,33%	-0,07%	-40 p. b.
Coste del crédito a las empresas	2,44%	1,83% **	-61 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,77	3.026,40	-4,22%

Notas: * Previsiones del consenso de analistas. ** Dato de octubre de 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y Consensus Economics.

Expectativas de mercado para el euríbor 12 meses



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

1. Por ejemplo, en julio de 2016, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en instrumentos financieros se situaban por debajo del 1,3%.

FOCUS · El ajuste fiscal de la periferia: la historia interminable

A pesar de los esfuerzos de los últimos años, el ajuste fiscal de los países de la periferia todavía no ha concluido, pero algunas cifras apuntan a que este ya está muy avanzado. Ahora que los vientos soplan a favor y estos países ya no están en el punto de mira de los mercados, evaluamos si las políticas que han anunciado que llevarán a cabo en 2017 son las adecuadas o si, por el contrario, la política fiscal se ha relajado sin la presión del mercado.

Varias cifras sobresalen cuando se analiza la evolución prevista del déficit público del conjunto de países de la periferia: tanto la velocidad del ritmo de ajuste como el nivel que alcanzará parecen merecer una valoración positiva. Así, en 2017, los distintos gobiernos de los países periféricos esperan reducir el déficit público como porcentaje del PIB en 0,8 p. p. en promedio, un ritmo similar al de los últimos años. Y, si se cumplen estas previsiones, el próximo año en el conjunto de países de la periferia se consolidará el superávit primario, en el +0,9% del PIB concretamente (+0,4% en 2016). Además, la deuda pública se reducirá levemente, del 119,9% del PIB en 2016 al 119,3% en 2017.

Sin embargo, para hacer una valoración un poco más completa del ajuste previsto, este debe ponerse en relación con el contexto económico que se espera y evaluar su composición y su credibilidad.

Cuando se tiene en cuenta el entorno en el que está previsto que se lleve a cabo el ajuste, se pone de manifiesto que este se producirá, en gran medida, gracias al crecimiento económico.¹ Así, tanto en Irlanda como en Portugal y España, los respectivos Gobiernos esperan que la política fiscal sea prácticamente neutra. En Italia, en cambio, el Gobierno tiene previsto llevar a cabo una política fiscal expansiva y reducir el superávit estructural primario en 0,8 p. p.

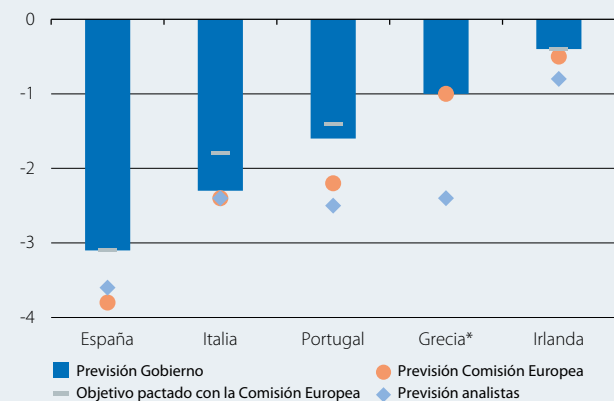
La valoración positiva inicial se matiza todavía más cuando se analiza la composición del ajuste anunciado. Por el lado del gasto, se sigue planteando un aumento de la eficiencia de la Administración pública, con más o menos intensidad en función del país, y con distintas medidas. Sin embargo, este ha sido un planteamiento recurrente en los últimos años y el éxito ha sido limitado. Por el lado de los ingresos, en general, una parte del aumento de recaudación se confía a la reducción de la economía sumergida (una estrategia recurrente en los últimos años y que, con alguna excepción, ha tenido un éxito limitado también).

1. La reducción de los costes financieros prevista es también notable y se debe, sobre todo, a la política monetaria acomodaticia del BCE.

La falta de credibilidad de varias de las medidas planteadas queda reflejada en la desconfianza que los distintos analistas otorgan a las previsiones de reducción del déficit de las autoridades de cada país. De entrada, destaca que en varios países los presupuestos presentados prevén un objetivo de déficit superior al objetivo acordado con Bruselas. Pero la desviación prevista por los analistas, en promedio, es todavía mayor y anticipa que el año que viene la política fiscal puede ser ligeramente laxa en los países de la periferia.

Saldo fiscal

(% del PIB)



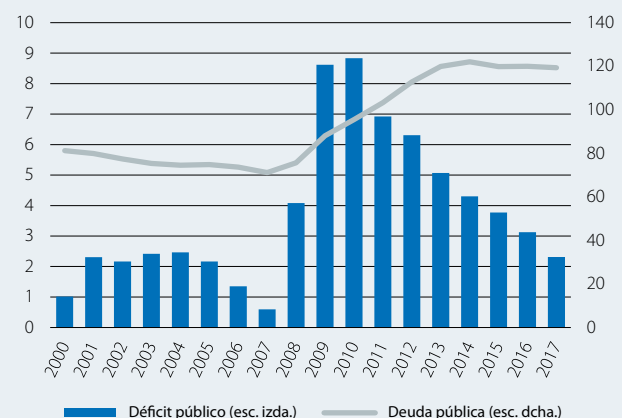
Nota: * No se dispone del objetivo de Grecia puesto que se pacta el saldo primario.

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

Déficit público y deuda pública en la periferia

(% del PIB)

(% del PIB)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

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

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

Sector exterior

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Saldo corriente: eurozona	2,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,4	...
Alemania	7,3	8,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,6	...
Francia	-1,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,4	-1,6	...
Italia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,6	2,7	...
España	1,1	1,4	1,4	1,4	1,7	1,9	1,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	92,4	94,1	94,8	95,1	95,4	94,9

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	3T 2016	10/16	11/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,4	0,4	1,2	1,7	2,0	2,1	2,2
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9
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	1,8	....
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,1	11,6	11,2	10,1	9,5	8,7	9,6
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,8	-3,8	-2,4	-1,8	-1,2	-1,7	-2,0
Instrumentos negociables	-7,2	2,6	0,8	-1,0	2,3	5,6	1,8	2,4
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 titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

COYUNTURA · Buenas perspectivas para el año nuevo

Las perspectivas para la economía española en 2017 son muy favorables. Después de cerrar el bienio 2015-2016 con un crecimiento del PIB que ha superado el 3% en ambos años, el conjunto de analistas y las principales instituciones internacionales prevén una ligera desaceleración del ritmo de avance de la economía española en 2017. Según la previsión de CaixaBank Research, del 2,6%, el crecimiento se mantendrá en cotas elevadas, apoyado en el efecto de las reformas estructurales que se han producido durante los últimos años y que han favorecido un notable aumento de la competitividad, por ejemplo. A ello se le sumará la positiva dinámica laboral, la relajación monetaria y el nuevo ciclo alcista del inmobiliario. Sin embargo, los riesgos que rodean el escenario macroeconómico siguen siendo elevados aunque, a diferencia de los últimos años, ahora los más importantes proceden del exterior. La política económica que finalmente implemente la Administración Trump en EE. UU., el cargado calendario electoral europeo y la fragilidad financiera de varios países emergentes, especialmente China, son algunos de los más importantes.

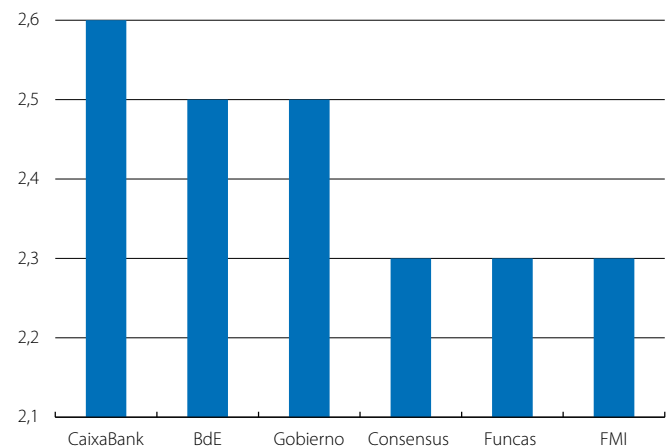
El ritmo de crecimiento se mantuvo elevado en el 4T. Los datos más recientes muestran el buen tono expansivo de la actividad económica que, de momento, no da visos de desacelerarse. En este sentido, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento del 0,68% intertrimestral en el 4T, un ritmo de avance similar al del 3T (0,71% intertrimestral). En general, los distintos indicadores que se publicaron durante el último mes apuntan a un mantenimiento del ritmo de expansión. En particular, destaca positivamente la solidez mostrada por los indicadores de consumo privado, lo cual hace prever que este componente seguirá siendo el principal impulsor de la demanda interna.

Por el lado de la oferta, los indicadores de actividad muestran que la economía sigue en una cómoda zona expansiva. Según el índice de sentimiento empresarial (PMI) de noviembre, el avance de la actividad fue robusto en el último tramo del año. El indicador del sector servicios sigue en niveles muy elevados (55,1 puntos), mientras que su homólogo del sector manufacturero aumentó hasta los 54,5 puntos, el nivel más alto desde enero. Otros datos corroboran la mejora del sector industrial después del bache del verano. En concreto, la cifra de negocios del sector aumentó un 2,0% interanual en octubre. El fuerte repunte de la entrada de pedidos industriales (5,5% interanual en octubre), sobre todo los procedentes de la eurozona, hace prever la continuidad de la buena marcha de este sector.

Los buenos datos de actividad se reflejan en la evolución positiva del mercado laboral, aunque el dato de afiliados a la Seguridad Social de noviembre fue algo peor al previsto. En concreto, descendió en 32.832 personas, mientras que en los dos últimos años la afiliación se había incrementado ligeramente en el mes de noviembre. Sin embargo, este descenso se

Previsiones de crecimiento del PIB en 2017

Variación anual (%)

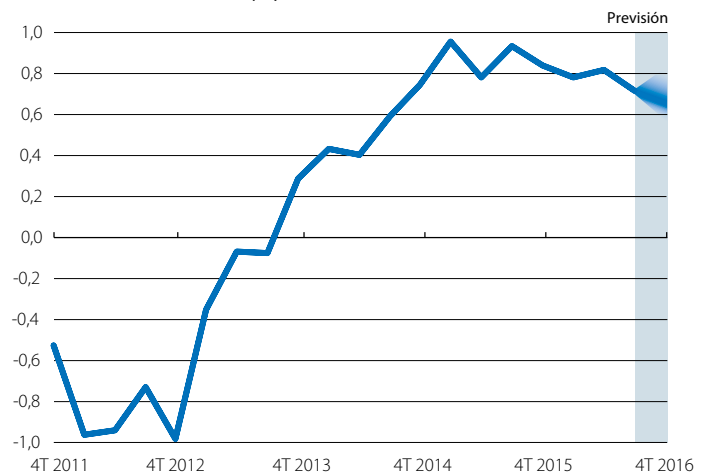


Nota: Previsiones a diciembre de 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España, del Ministerio de Economía, de Consensus Economics, de Funcas y del FMI.

PIB

Variación intertrimestral (%)

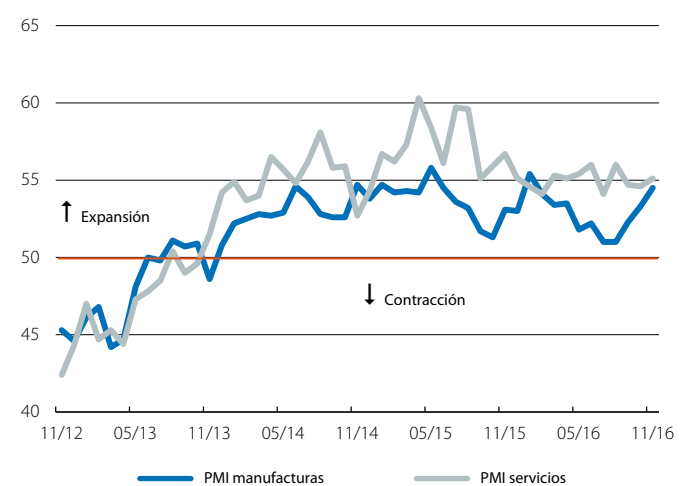


Nota: Intervalo de confianza al 90%.

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

Indicadores de actividad

Nivel



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

explica, en gran parte, por la prolongación de la temporada turística hasta octubre y la consecuente mayor destrucción de empleo en hostelería en noviembre. Si analizamos los dos meses conjuntamente, el balance es muy positivo. Una evolución favorable que esperamos que se mantenga en diciembre puesto que se anticipa una buena temporada navideña. De cara a 2017, prevemos que el ritmo de creación de empleo se desacelerará ligeramente, hasta el 2,3%, en línea con el menor crecimiento esperado del PIB, lo que implica unos 370.000 ocupados más.

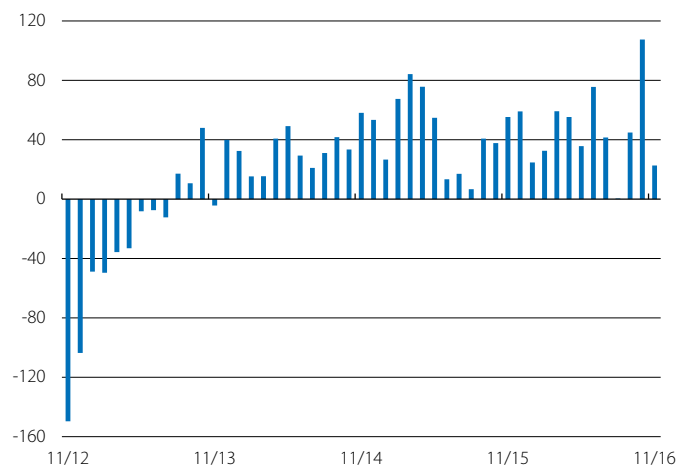
La contención salarial ayuda a recuperar la competitividad.

Los costes salariales aumentaron un 0,2% intertrimestral en el 3T 2016, según el índice de costes laborales armonizado, igualando el registro del 2T. Por el momento, el incremento de los salarios pactados en convenio, del 1,1% interanual en octubre, muestra que la contención salarial sigue en el 4T. Sin embargo, de cara a 2017, el incremento de los costes laborales podría ser mayor. Por un lado, el Gobierno ha aprobado un aumento del salario mínimo interprofesional (SMI) del 8% (véase el Focus «El salario mínimo en España» en este *Informe Mensual*). Por otro lado, los incrementos salariales podrían intensificarse a tenor del repunte de la inflación. Según el avance del IPC de diciembre, la inflación se situó en el 1,5% (8 décimas por encima de la tasa del mes anterior), resultado del incremento de los precios de la energía. De hecho, el incremento del precio del petróleo hará repuntar la inflación por encima del 2% en el 1T 2017. De esta forma, el diferencial de inflación respecto a la eurozona volverá a ser positivo después de más de tres años en negativo. Ello será debido, en gran medida, al aumento del precio del petróleo, que tiene una mayor incidencia en la economía española, pero es un primer toque de alerta que debe servir para seguir trabajando para consolidar la competitividad ganada durante los últimos años (véase el Focus «El diferencial de inflación de España con la eurozona: evolución histórica y perspectivas» en este *Informe Mensual*). La inflación subyacente, ajena a las fluctuaciones de la energía, seguirá su senda de subidas muy graduales gracias a la mayor robustez del consumo de los hogares, que sigue apoyado por la mejora continuada del mercado laboral y de las condiciones de acceso al crédito.

El desequilibrio externo sigue corrigiéndose. La mejora de la competitividad, en parte conseguida gracias a la contención de los costes de producción, ha sido clave para impulsar las exportaciones. Así, en lo que fue de 2016 hasta octubre, las exportaciones de bienes no energéticas se incrementaron un 2,5% interanual. Destaca el buen comportamiento de las exportaciones de servicios (6,1% interanual de enero a septiembre), reflejo de la excelente temporada turística: 67,5 millones de llegadas en el acumulado de enero a octubre, lo que equivale a un incremento del 10,2% interanual. Por lo que respecta a las importaciones, estas avanzan a un ritmo muy moderado (0,6% interanual de enero a septiembre), debido a la intensa caída de las importaciones energéticas (-28,7% interanual de enero a septiembre). De cara a 2017, la subida del precio del petróleo comportará un cierto deterioro del superávit por cuenta corriente hasta el 1,8% del PIB (2,2% previsto en 2016).

Afiliados a la Seguridad Social *

Variación intermensual (miles)

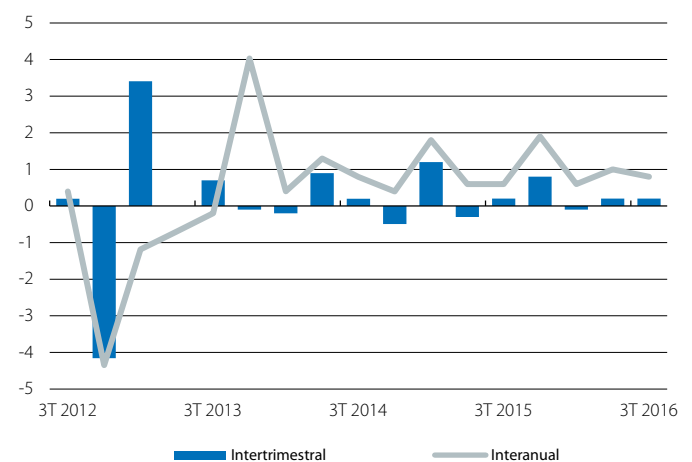


Nota: * Serie desestacionalizada.

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

Coste salarial por hora *

Variación intertrimestral e interanual (%)

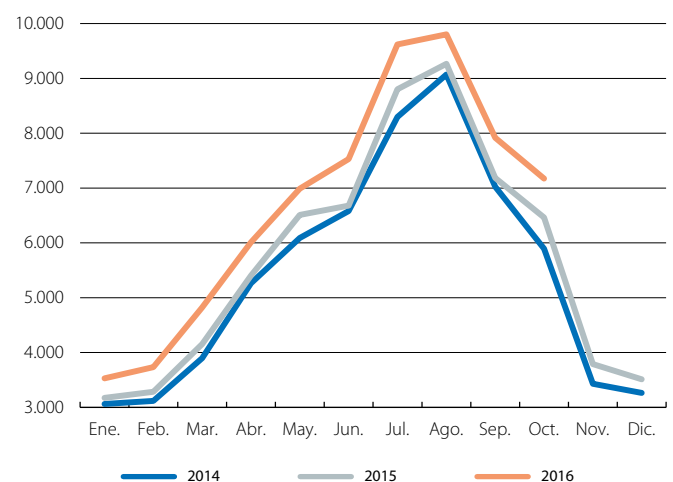


Nota: * Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

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

Entrada de turistas extranjeros

(Miles)



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

El sector público continúa el proceso de consolidación fiscal pero el ajuste todavía no se ha completado. El Gobierno presentó una actualización del Plan Presupuestario para 2017 en el que ha incluido medidas presupuestarias que deberían ayudar a reducir el déficit público hacia el objetivo del 3,1% del PIB. Asimismo, también se aprobaron los objetivos de déficit público por administraciones. La mayor parte del ajuste recae en la Administración central, puesto que el resto de administraciones ya realizaron gran parte del ajuste en años anteriores. El déficit de la Seguridad Social se mantiene elevado, lo que evidencia su carácter estructural, y las comunidades autónomas alcanzarán el equilibrio presupuestario en 2019. En esta línea, el informe que el FMI realiza anualmente sobre la economía española incide en la necesidad de reducir el déficit público con alzas de impuestos indirectos y control del gasto, especialmente en educación y sanidad.

El sector inmobiliario mantiene el dinamismo. El precio de la vivienda basado en las compraventas creció un 4,0% interanual en el 3T 2016 (3,9% en el 2T), un aumento superior al índice basado en precios de tasación (1,6% interanual en 3T). Aunque la dinámica de los precios sigue siendo heterogénea entre comunidades autónomas, todas presentan tasas de crecimiento anuales positivas. En particular, destacan las Islas Baleares, Cataluña y la Comunidad de Madrid, con crecimientos superiores al promedio estatal. El fuerte aumento de las compraventas, que en octubre crecían a un ritmo del 13,4% interanual en el acumulado de 12 meses, hace prever que la recuperación del sector seguirá ganando vigor los próximos trimestres. Sin embargo, los visados de obra nueva siguen en niveles bajos, lo que hace prever que la presión en los precios se mantendrá (véase el Focus «La recuperación de la actividad inmobiliaria asoma la cabeza» en este *Informe Mensual*).

El sector bancario también evoluciona favorablemente. La Comisión Europea y el BCE, en el informe de seguimiento sobre el sector, señalan positivamente el gran esfuerzo realizado en la mejora de la calidad de los activos, en los niveles de capital y en los cambios de modelo de negocio. Sin embargo, recuerda que todavía queda pendiente la reducción de los activos adjudicados y la privatización de los bancos con participación pública, pasos necesarios para fortalecer la estabilidad financiera del sector. Así, el sector bancario español es más robusto y está cada vez mejor posicionado para apoyar la recuperación. En efecto, la nueva concesión de crédito bancario a hogares avanza con vigor. Tanto el crédito al consumo como para la compra de vivienda siguieron anotando tasas de crecimiento elevadas, del 29,4% y del 21,8% en el acumulado de enero a octubre, respecto al mismo periodo de 2015. En cambio, el crédito a empresas continuó ralentizándose en el caso de las pymes (2,8%) y contrayéndose con fuerza para las grandes empresas (-33,5%). La tasa de morosidad, por su parte, aumentó ligeramente en octubre hasta el 9,3% (9,2% en septiembre), pero este ligero aumento se explica por la entrada en vigor del Anejo IX del Banco de España, que ha provocado una reclasificación de activos a dudosos.

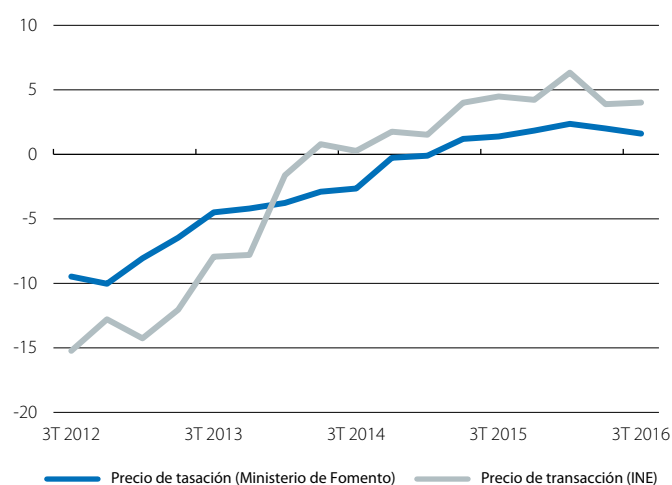
Objetivos de déficit por Administraciones (% del PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019
Administración central	-2,5	-2,2	-1,1	-0,7	-0,3
Comunidades autónomas	-1,7	-0,7	-0,6	-0,3	0,0
Corporaciones locales	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	-1,3	-1,7	-1,4	-1,2	-1,0
Total AA. PP.	-5,1	-4,6	-3,1	-2,2	-1,3

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

Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

Crédito y morosidad (3T 2016)

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Hogares (vivienda)	540	-3,1	4,7
Hogares (consumo)	115	4,7	8,3
Actividades productivas	604	-7,7	13,5
Construcción	41	-9,3	29,1
Promotor	123	-9,3	25,6
Servicios	314	-9,2	8,5
Industria	107	-2,9	9,3
Agricultura	19	5,6	9,2
Total *	1.259	-4,8	9,2

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

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

FOCUS · El salario mínimo en España

El pasado 2 de diciembre, el Gobierno aprobó subir un 8% el salario mínimo interprofesional (SMI) en 2017. Con este aumento, el SMI se sitúa en 707,6 euros al mes en 14 pagas, lo que supone 52,4 euros mensuales más que en 2016. Este incremento es muy superior al que se derivaría de una simple actualización del SMI según el IPC, el indicador más usado para medir la evolución del coste de la vida, puesto que la inflación prevista para 2017 es del 1,7%. De hecho, en los últimos tres años, el incremento anual del SMI ha sido superior al de la inflación, aunque ello no ha sido suficiente para recuperar el poder adquisitivo que perdió entre 2010 y 2013. El incremento de 2017, sin embargo, permitirá revertir esta situación y se superará el SMI de 2009 en términos de poder adquisitivo (véase el primer gráfico).

Otra comparativa que resulta ilustrativa para valorar la evolución del SMI a lo largo del tiempo consiste en contrastar la evolución del salario mínimo con la del salario medio y el salario mediano.¹ En el primer gráfico se muestra cómo, desde 2009, el incremento del SMI ha sido inferior al de los salarios. En concreto, el SMI aumentó un 3,9% acumulado entre 2009 y 2015, mientras que en este mismo periodo los salarios medio y mediano crecieron un 5,6% y un 10,5%, respectivamente. Estos datos apuntan a que el SMI había quedado rezagado en relación con la evolución salarial del conjunto de la economía.

En la comparativa internacional, el salario mínimo español se sitúa en la banda baja. Si bien es cierto que en términos absolutos ocupa el puesto número nueve entre los 22 países de la UE que tienen salario mínimo,² una vez se tiene en cuenta el salario mínimo relativo al salario medio (indicador conocido como el índice de Kaitz), la radiografía cambia sustancialmente (véase el segundo gráfico). En la UE,³ el salario mínimo como porcentaje del salario medio bruto oscila entre el 50% de Francia y el 31% de España. Solo dos países de la OCDE, México (29%) y EE. UU. (25%), tienen un porcentaje inferior. Si en lugar del salario medio, usamos el salario mediano, más adecuado para la comparativa internacional ya que tiene en cuenta diferencias en la dispersión de los salarios entre países, el panorama es similar: el salario mínimo representa un 37% del salario mediano en España, y solamente EE. UU. tiene un porcentaje inferior (36%).

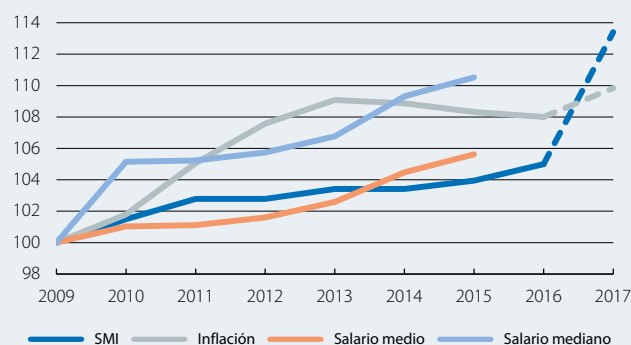
El incremento del 8% del SMI en 2017 hará aumentar el índice de Kaitz español. A modo ilustrativo, si se mantuviera el salario medio constante al valor de 2015, el índice

subiría al 34% y al 40%, según se use la media o la mediana, respectivamente. Aun así, España seguirá teniendo valores inferiores en relación con otros países de la UE, como Francia, Alemania, Bélgica o Portugal.

El efecto directo de la subida del SMI sobre los costes laborales y la creación de empleo será probablemente limitado, ya que el número de trabajadores que actualmente tienen un salario inferior al SMI aprobado por el Gobierno y a los que, por tanto, se les debería aumentar el salario, es relativamente menor.⁴ El impacto final también dependerá de si la subida del SMI se extiende a otras remuneraciones aunque, con una tasa de paro que todavía se mantiene en cotas muy elevadas, dicho efecto debería ser muy limitado.

España: evolución del salario mínimo con relación a la inflación, el salario medio y mediano

Índice (100 = 2009)

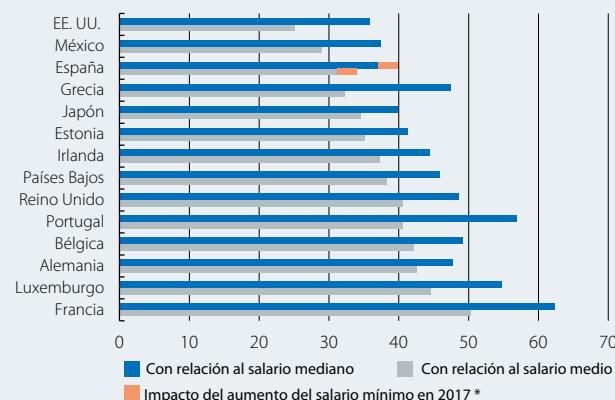


Nota: La evolución del salario medio y el salario mediano se obtiene a partir de la ratio Kaitz de la OCDE.

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

Salario mínimo relativo al salario medio y mediano en 2015

(% del salario medio o mediano)



Nota: * Se asume que el salario medio y mediano se mantienen constantes al valor de 2015.

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

4. Véase F. Felgueroso (2016), *El aumento del salario mínimo: no tan trivial*, disponible en internet: www.nadaesgratis.es

FOCUS · La recuperación de la actividad inmobiliaria asoma la cabeza

La recuperación del sector inmobiliario es evidente cuando uno se fija en la evolución de los precios de la vivienda (avanzaron un 4,0% interanual en el 3T 2016¹) o en la demanda de viviendas, que lleva meses creciendo por encima del 10%. En cambio, cuando uno observa los indicadores de actividad del sector inmobiliario, la fotografía es, *a priori*, menos concluyente.

Al sector parece que le está costando adaptarse al nuevo entorno de crecimiento económico y así lo muestran las certificaciones de fin de obra, que en septiembre seguían registrando una tasa de crecimiento negativa, del -13% interanual en el acumulado de 12 meses, concretamente. Estos datos no son alentadores, pero debe tenerse en cuenta que la construcción de una edificación es un proceso largo, por lo que el número de viviendas terminadas a día de hoy es un reflejo de las expectativas que tenía el sector a finales de 2014, momento en el cual los precios tocaron fondo.

Las cifras de visados de obra nueva ofrecen una visión mucho más dinámica. Aunque el número de viviendas iniciadas se mantiene en niveles muy bajos, la tasa de crecimiento es muy vigorosa desde hace meses. Concretamente, en septiembre, el ritmo de avance alcanzó el 40% interanual en España (acumulado de 12 meses). La mejora de las condiciones financieras y la recuperación de la actividad económica están favoreciendo la recuperación de la actividad inmobiliaria en todo el territorio, pero cabe destacar que este fuerte ritmo de ascenso está siendo muy dispar entre regiones: en septiembre de 2016, los visados de obra nueva crecieron por encima del 60% interanual en 13 provincias mientras que todavía retrocedían en otras 13.²

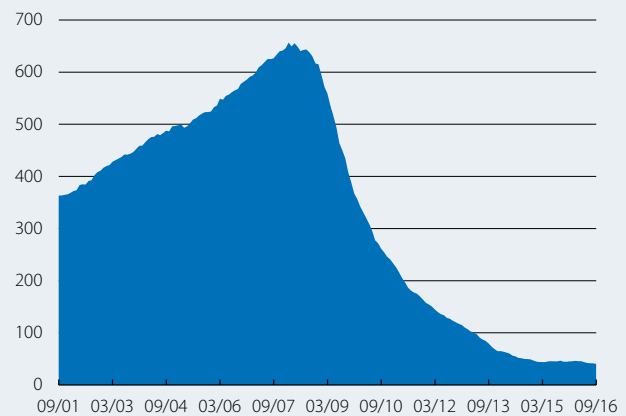
En parte, esta elevada heterogeneidad es debida a factores de demanda, como el fuerte crecimiento del turismo o la entrada de inversores extranjeros en algunas regiones,³ pero los factores de oferta también están siendo determinantes. Así, la recuperación del sector se concentra en las provincias en las que el número de viviendas nuevas por vender es más reducido. En cambio, en provincias como Toledo o Ciudad Real, en las que esta cifra todavía es elevada, registran unos niveles de visados de obra nueva muy por debajo de su promedio histórico. De hecho, no sorprende que en esas provincias los visados de obra nueva sigan menguando.

En definitiva, la recuperación de la actividad inmobiliaria se está adaptando gradualmente al nuevo ciclo económico. La recuperación ha empezado en aquellas regiones y ciudades donde la demanda está creciendo con más fuerza y hay un menor número de viviendas por vender, y se espera que, poco a poco, vaya extendiéndose al resto del territorio.

1. Según datos del INE, basados en el precio de transacción.
2. Datos acumulados de 12 meses.
3. Véase el Focus «La demanda de vivienda: un crecimiento desigual» en el IM11/2016 para mayor detalle sobre la heterogeneidad en la demanda de vivienda en España.

Certificados de fin de obra

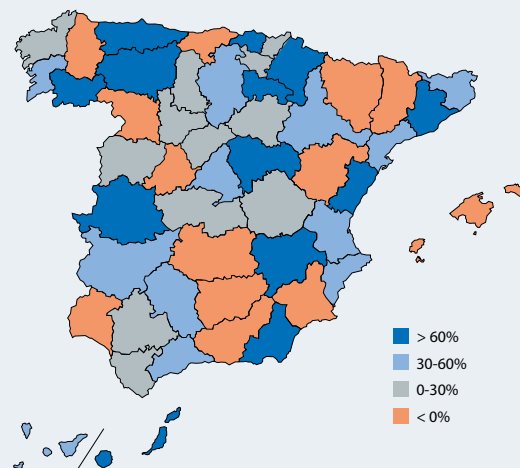
Datos acumulados de 12 meses (en miles)



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

Visados de obra nueva

Datos acumulados de 12 meses, variación anual (%)

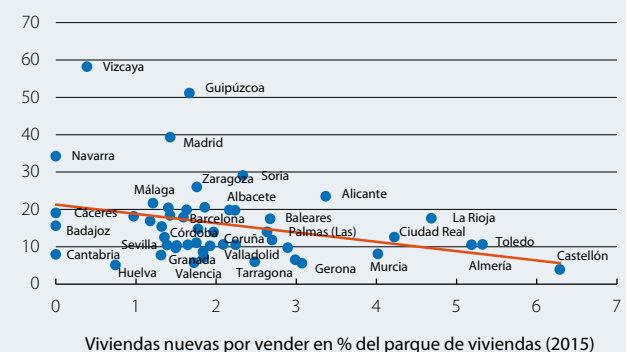


Nota: Datos de septiembre de 2016.

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

Viviendas nuevas por vender y número de visados de obra nueva

Visados de obra nueva en % del promedio histórico *



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.

Promedio histórico calculado entre 1992-2015.

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

FOCUS · El diferencial de inflación de España con la eurozona: evolución histórica y perspectivas

La inflación española evoluciona al alza. En diciembre, subió 8 décimas hasta el 1,5%, y superó con creces la inflación de la eurozona (1,1%).¹ Además, las previsiones para 2017 apuntan a que este diferencial aumentará de forma sustancial. Toma cuerpo así el fantasma de una vuelta a la primera década del euro, cuando la inflación española superó persistentemente a la de la eurozona, lo que redundó en una considerable pérdida de competitividad. ¿Hay razones para preocuparse por este aumento del diferencial de inflación? En principio, la respuesta es que no.

La diferencia entre la inflación española y la de la eurozona viene determinada por la evolución de tres factores fundamentales: los costes laborales unitarios relativos, la posición cíclica de cada economía y el precio del petróleo, que tiene una mayor influencia sobre la inflación española debido a la mayor intensidad energética en hidrocarburos. La importancia de cada factor ha ido cambiando durante los últimos años.

La evolución del diferencial de inflación en los primeros 18 años de vida del euro puede dividirse en tres etapas: la década inflacionista, el periodo de ajuste y la etapa de recuperación. En la década inflacionista (1999-2008), la inflación española fue, en promedio, 1 p. p. superior a la de la eurozona. Si bien el encarecimiento del petróleo en este periodo contribuyó a aumentar el diferencial de inflación, la mayor parte se explica por la diferencia en el componente subyacente, que no incluye la energía (véase el primer gráfico). Los precios en España crecieron a un mayor ritmo por el aumento más elevado de los costes laborales unitarios, que se incrementaron un 17% en relación con los países de la eurozona, y por el sobrecalentamiento de la economía en esta etapa expansiva.

El ajuste en el diferencial de inflación que se produjo entre 2008 e inicios de 2013 se caracterizó por la corrección de precios que provocó la Gran Recesión, que fue más severa en el caso de la economía española, y por el importante ajuste de los costes laborales en términos relativos, en parte favorecido por la reforma laboral. Sin embargo, la tasa de inflación general siguió siendo más elevada en España que en la eurozona debido al aumento del precio del petróleo.

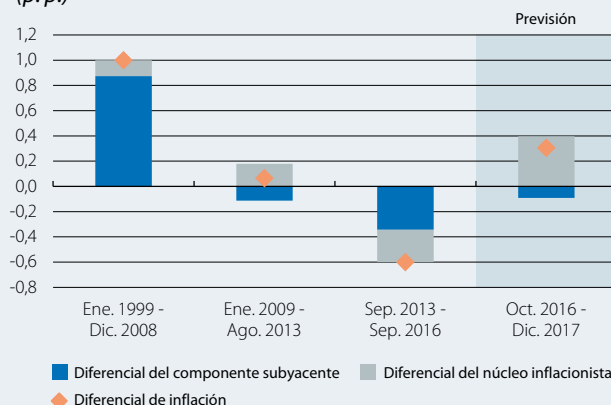
En septiembre de 2013, el diferencial de inflación pasó a ser negativo: el ajuste de los costes laborales relativos seguía en marcha y la posición cíclica de la economía española continuaba siendo más débil que la de la eurozona. Pero a todo ello se añadió el efecto de la caída del

precio del petróleo, que cedió un 16% anual entre 2013 y 2016.

En 2017, el precio del petróleo seguirá siendo el factor que dominará el diferencial de inflación, pero esta vez para cambiarlo de signo. En contraste con el periodo inflacionista, se espera que este año el diferencial de inflación vuelva a ser positivo exclusivamente por el factor petróleo. Ello es importante, ya que el efecto del petróleo será temporal y, por tanto, si se mantienen las dinámicas salariales, el diferencial de inflación volverá al redil en 2018.

Descomposición del diferencial de inflación de España con la eurozona

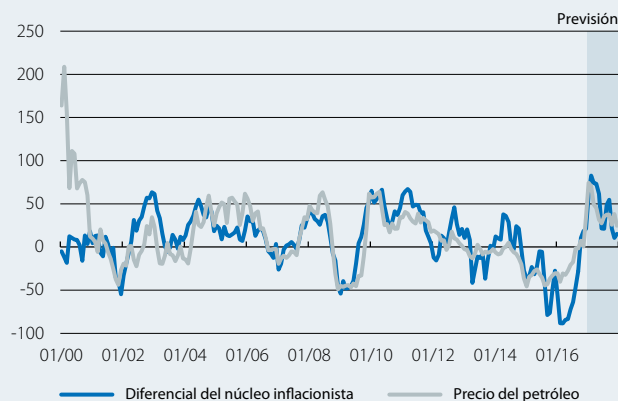
(p. p.)



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

Diferencial del núcleo inflacionista de España con la eurozona y precio del petróleo

Diferencial (p. b.), euros por barril (variación interanual, %)



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

1. La variación interanual del IPC armonizado fue del 1,4% en España en diciembre. El análisis y las conclusiones del artículo son los mismos con ambos indicadores de precios.

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	3T 2016	10/16	11/16
Industria								
Consumo de electricidad	-0,1	1,7	2,5	-0,8	0,9	-0,1	1,2	0,8
Índice de producción industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	1,8	0,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	0,3	-1,9	-2,8	-3,8	-0,1	0,9
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,4	53,3	54,5
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-7,7	20,0	31,1	45,2	48,1	44,8	43,4	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	-5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,3	13,4	...
Precio de la vivienda	-2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	1,6	-	...
Servicios								
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	7,2	5,4	4,8	5,9	7,5	9,3	10,1	10,0
PMI de servicios (valor)	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,9	54,6	55,1
Consumo								
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	3,8	2,4	3,4
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	11,0	4,0	13,5
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	1,6	-2,5	-3,2	-6,1	-4,8	-2,2

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Instituto Nacional de Estadística, Markit y la Comisión Europea.

Indicadores de empleo

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9
Construcción	-1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,7	3,3	3,4
Servicios	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,6	3,6
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	4,0	3,8
No asalariados	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	0,9
TOTAL	1,6	3,2	3,2	3,0	2,7	3,0	3,4	3,2
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	17,9	10,0	16,5
Temporales	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	7,1	5,7	7,9
TOTAL	13,4	11,3	11,5	6,4	9,8	7,9	6,1	8,7
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-11,7	-10,9	-12,0	-14,4	-14,2	-11,3
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,5	-7,8	-7,5	-8,6	-9,4	-8,4
TOTAL	-5,6	-7,5	-7,9	-8,1	-7,9	-9,1	-9,9	-8,7

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	3T 2016	10/16	11/16	12/16
General									
Subyacente	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	...
Alimentos sin elaboración	-1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	3,5	0,2	0,6	...
Productos energéticos	-0,8	-9,0	-10,2	-13,1	-13,6	-8,6	0,1	-0,5	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	3,8	0,2	4,3	-1,1	0,0	-1,6
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	3,3	-0,7	-0,3	-3,7	-1,4	-1,7
Saldo corriente	11,2	14,7	14,7	15,4	18,9	20,7	20,7	20,7
Bienes y servicios	25,5	26,2	26,2	26,0	29,3	31,3	31,3	31,7
Rentas primarias y secundarias	-14,3	-11,5	-11,5	-10,6	-10,3	-10,6	-10,6	-10,9
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	16,3	21,7	21,7	22,2	25,4	26,2	26,2	26,0

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

Sector público

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-6,0	-5,1	-5,1	-0,7	-3,0	-2,8	-2,8	...
Administración central	-3,7	-2,6	-2,6	-0,8	-1,9	-2,6	-2,6	-2,0
Comunidades autónomas	-1,8	-1,7	-1,7	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5	0,5	...
Seguridad Social	-1,0	-1,2	-1,2	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Deuda pública (% PIB)	100,4	99,8	99,8	101,1	101,0	100,3	100,3	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	Saldo 10/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-5,8	-3,9	-3,0	-3,2	-2,9	-2,1	-1,8	-1,8	1.633,9
Empresas no financieras	-6,4	-4,0	-3,0	-3,4	-3,2	-2,2	-1,8	-1,6	919,4
Hogares ³	-5,0	-3,6	-3,1	-3,0	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	714,5
Administraciones públicas ⁴	5,9	4,0	3,7	3,5	4,2	4,6	3,8	3,9	1.103,4
TOTAL	-1,8	-1,0	-0,5	-0,6	-0,2	0,5	0,3	0,4	2.737,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-0,9	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	1.151,0
A la vista	10,8	18,5	17,7	16,2	16,0	16,4	16,5	18,0	438,6
De ahorro	5,8	12,9	15,2	13,4	12,1	11,5	11,1	11,8	274,1
A plazo	-7,6	-15,3	-15,8	-15,4	-16,4	-17,4	-17,4	-18,8	417,4
En moneda extranjera	1,1	5,6	-2,3	-4,0	1,6	-1,9	-1,4	3,1	20,9
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-15,1	-16,7	-16,3	-11,3	-14,2	-20,0	81,6
TOTAL	-1,7	-2,2	-1,9	-1,9	-1,7	-1,2	-1,3	-1,6	1.232,6
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	10,1	10,0	9,4	9,2	9,2	9,3	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	58,9	58,9	59,0	58,7	59,3	59,3	60,7	-

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.

LAS CONSECUENCIAS DE LA DESIGUALDAD

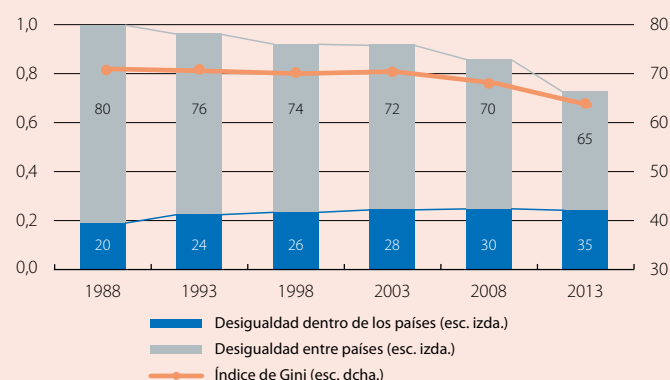
¿Cada vez más desiguales? La evolución reciente de la desigualdad

«Ninguna sociedad puede ser floreciente y feliz si la mayor parte de sus miembros es pobre y miserable», afirmaba Adam Smith.¹ La intuición del padre de la economía moderna era, como en tantas otras ocasiones, acertada: como ratifican distintos estudios contemporáneos, un nivel de desigualdad extremo no es compatible con una sociedad próspera.² La cuestión central será, por tanto, determinar si la evolución reciente apunta a que se va en una dirección preocupante o no. Este será el objetivo del presente artículo.

Desigualdad global (1988-2013)

(Desviación logarítmica media)

(Índice de Gini)



Nota: La línea naranja (escala derecha) muestra el índice de Gini de desigualdad global de ingresos. La altura de las barras indica el nivel global de desigualdad medida por la desviación logarítmica media de los ingresos (escala izquierda). Las barras azules representan la desigualdad dentro de cada país, ponderada por la población. Las barras grises muestran el nivel de desigualdad entre países. Los números corresponden a la contribución relativa (en porcentaje) de estas dos fuentes a la desigualdad global total.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Bank, 2016, «Taking on inequality».

Antes de entrar propiamente en el análisis, hay que dotarse de una definición y una medida de la desigualdad precisas. En este artículo, y como es habitual en la literatura económica, analizaremos la desigualdad de ingresos netos, esto es, aquellos ingresos que quedan después de pagar impuestos y recibir transferencias sociales.³ Por lo que se refiere a la medida, se utilizará el índice de Gini, que calcula la dispersión de ingresos entre toda la población. Este índice toma valores entre cero (perfecta igualdad de ingresos entre individuos) y 100 (desigualdad máxima, en la que todos los ingresos los tiene un individuo), sintetizando en una sola cifra la desigualdad en toda la distribución de ingresos. Se trata de una medida sencilla pero que captura adecuadamente el grado de desigualdad de las sociedades: si la desigualdad es extrema, el índice de Gini captará esta tesitura.⁴

Un primer nivel de análisis relevante es el mundial. Cuando se analiza la desigualdad entre todos los habitantes del mundo, se constata que esta ha disminuido en las últimas tres

décadas: el índice de Gini global bajó, entre 1988 y 2013, más de siete puntos, un descenso que se acentuó a partir de 2008.⁵ Este apreciable descenso de la desigualdad se debió, principalmente, al proceso de convergencia de ingresos entre los distintos países, un proceso que, a su vez, deriva en gran medida del rápido crecimiento que han registrado países emergentes muy poblados, como China, la India o Indonesia. Ciertamente, el nivel de desigualdad mundial actual no puede considerarse bajo, pero es, en cualquier caso, sensiblemente menor que el de décadas atrás y, por tanto, está más lejos de ser extremo que en el pasado.

Avancemos un paso y revisemos ahora la situación de los países más prósperos. Con cierta frecuencia se comenta en los debates públicos que la desigualdad se ha exacerbado a raíz del fuerte *shock* económico de 2008-2009, la llamada Gran Recesión, que, como es conocido, se vio agravada por una segunda caída del PIB en la mayor parte de los países europeos en 2012-2013. Sin embargo, los cálculos de la OCDE del índice de Gini de diferentes países avanzados muestran avances moderados entre 2008 y 2013. ¿Puede ser que el índice de Gini sea, en este caso, una medida demasiado general de desigualdad? Probablemente, no, ya que otras medidas que calcula la OCDE, como la ratio de pobreza o la ratio de ingresos entre el 20% con mayores ingresos y el 20% con menores ingresos (véase la definición en la tabla adjunta), también apuntan en una dirección similar. Como tampoco se aparta de este patrón otra medida, habitual en los debates más mediáticos sobre la cuestión, la que se obtiene de calcular el porcentaje de la renta de un país que acumula el 1% de la población con mayores ingresos.⁶ Si la Gran Recesión no ha sido la causa evidente de un cambio radical en las economías avanzadas, quizás el problema es que se tiene que ampliar el horizonte

1. Véase Adam Smith (1776), «La riqueza de las naciones», Libro I, Capítulo 8: De los salarios del trabajo.

2. Véase, por ejemplo, FMI (2015), «Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective», IMF Staff Discussion Notes No. 15/13.

3. La desigualdad en las rentas brutas es mucho mayor, puesto que la imposición progresiva y el Estado del bienestar reducen la desigualdad de manera significativa, en especial en los países desarrollados.

4. Sobre otras medidas complementarias de desigualdad, véase Atkinson, A. y Brandolini, A. (2010), «On Analyzing the World Distribution of Income», The World Bank Economic Review, vol. 24, n.º 1.

5. World Bank (2016), «Poverty and Shared Prosperity 2016: Taking on Inequality», Washington, D. C.

6. Estimados a partir de datos que usan información de los registros de impuestos sobre la renta en lugar de utilizar datos provenientes de encuestas de hogares, que acostumbran a infravalorar la renta del 1% de la población con mayores ingresos.

Indicadores de la distribución de ingresos del hogar y de la ratio de pobreza por países

	Índice de Gini			Ratio de ingresos p80/p20 (%)			Ratio de pobreza (%)		
	2000 *	2008	2013 **	2000 *	2008	2013 **	2000 *	2008	2013 **
EE. UU.	35,7	37,8	38,9	6,9	7,7	8,2	23,6	24,4	24,6
Reino Unido	35,2	34,2	34,1	5,9	5,8	5,6	19,0	18,3	17,2
España	33,2	32,7	34,5	6,0	5,8	6,7	21,3	20,9	22,6
Francia	28,7	29,3	30,9	4,2	4,3	4,7	13,8	13,5	14,5
Alemania	26,4	28,7	29,3	3,9	4,2	4,4	12,5	14,3	15,0

Notas: * Datos de 2000 o primero disponible. ** Datos de 2013 o último disponible. La ratio de ingresos p80/p20 corresponde a la ratio entre los ingresos medios del 20% con mayores ingresos y del 20% con menores ingresos. La ratio de pobreza corresponde al porcentaje de individuos con ingresos menores al 50% del ingreso disponible mediano.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del OECD Income Distribution Database.

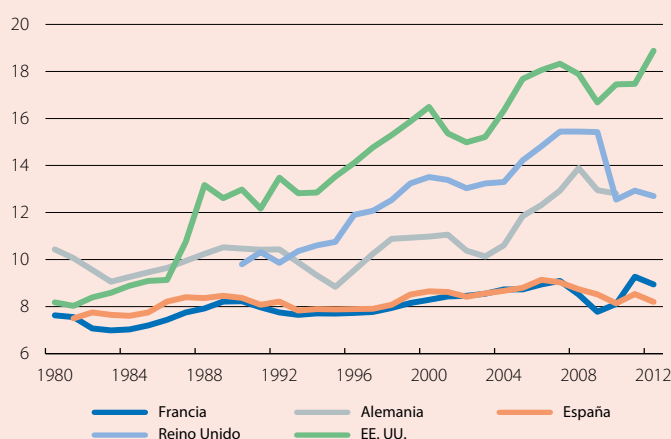
temporal. Si se toman datos desde el 2000, la conclusión de fondo se mantiene: en los países avanzados de referencia, el grado de desigualdad medida por el índice de Gini, o los restantes indicadores mencionados, han aumentado moderadamente, con dos importantes salvedades, una conocida, la de EE. UU., y la otra quizás más inesperada, la de Alemania.

En el caso de España, y siempre siguiendo los datos de la OCDE, que facilitan un análisis comparado internacional, el aumento de la desigualdad tras la Gran Recesión ha sido algo más acusado, tal como apuntan el índice de Gini, la ratio de ingresos entre el 20% con mayores ingresos y el 20% con menores ingresos o el porcentaje de pobreza de la población.⁷ Gran parte de este aumento de la desigualdad se explica por la excepcional caída del empleo: alrededor del 75% del incremento de la desigualdad de ingresos del trabajo durante la crisis económica fue debido al aumento del desempleo.⁸ La recuperación actual del mercado laboral reducirá, pues, la desigualdad, aunque es importante que el Estado del bienestar, que ha jugado un papel importante amortiguando los efectos de la crisis, continúe la labor que ha estado realizando en la recuperación.

A modo de recapitulación, los análisis anteriores sugieren que la evolución reciente de la desigualdad no apunta a un empeoramiento generalizado en este frente: a nivel mundial la desigualdad ha tendido a reducirse y solo en algunos países, entre los que destaca EE. UU. –un caso plagado de aspectos idiosincráticos que requeriría de un estudio pormenorizado individual–, la tendencia a mayor desigualdad es incontestable. Ahora bien, ello no implica complacencia alguna con el fenómeno, ya que su impacto en términos económicos es potencialmente significativo en numerosas dimensiones económicas y políticas: como veremos en los próximos artículos, puede afectar directamente al crecimiento económico (véase el artículo «¿Cómo afecta la desigualdad al crecimiento económico?» en este Dossier) e, indirectamente, al auge del populismo (véase el artículo «Desigualdad y populismo: mitos y realidades» en este Dossier) o a la distribución del crédito (véase el artículo «¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?» en este Dossier).

Renta del 1% con mayores ingresos

(% de la renta)



Nota: Proporción de la renta del 1% de la población con mayores ingresos sobre el total de la renta.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The World Wealth and Income Database.

Josep Mestres Domènech

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

7. OCDE (2016), «Income inequality remains high in the face of weak recovery», Income inequality update (November 2016).

8. OCDE (2015), «In It Together? Why Less Inequality Benefits All», OECD Publishing, París.

¿Cómo afecta la desigualdad al crecimiento económico?

La relación entre el crecimiento económico y la desigualdad ha sido objeto de estudio por parte de los economistas desde hace más de un siglo. A pesar de ello, el debate sigue vivo y, tal como se explica en este artículo, la respuesta a la pregunta sobre cómo afecta la desigualdad de ingresos de los hogares al crecimiento económico de un país sigue sin ser evidente, tanto a nivel teórico como a nivel empírico.

A nivel global, se observa una relación negativa entre el nivel de desigualdad¹ y el crecimiento económico (véase el primer gráfico). Pero, como el lector sabrá, la existencia de correlación no es evidencia de causalidad.

A nivel teórico, en los años cincuenta y sesenta, la visión prevalente era que una mayor desigualdad puede beneficiar al crecimiento a través, fundamentalmente, de dos mecanismos. El primero recoge la idea básica de que la desigualdad puede beneficiar al crecimiento económico en la medida que genere incentivos para trabajar e invertir más. Es decir, si la gente con mayor nivel de educación tiene mayor productividad, las diferencias en las tasas de retorno alentarán a más gente a conseguir un mayor nivel de educación. El segundo mecanismo a través del cual una mayor desigualdad puede conllevar mayores tasas de crecimiento es a través de una mayor inversión, dado que los grupos de ingresos altos suelen tener una mayor propensión a ahorrar e invertir.

De manera más tardía, fueron surgiendo nuevas voces que alertaban de los efectos negativos de la desigualdad sobre el crecimiento.

Uno de los argumentos principales sugiere que una mayor desigualdad puede reducir las oportunidades profesionales de los grupos de la sociedad más desaventajados y, por lo tanto, la movilidad social, lo que limita el crecimiento potencial de la economía. En particular, un mayor nivel de desigualdad puede llevar a menores inversiones en capital humano por parte de los individuos de rentas más bajas si, por ejemplo, no hay un sistema de educación pública o de becas adecuado. Por ello, los países con mayor nivel de desigualdad suelen tener menores niveles de movilidad social entre generaciones (véase el segundo gráfico).

Paralelamente, una mayor desigualdad puede afectar negativamente al crecimiento si, por ejemplo, fomenta políticas populistas (véase el artículo «Desigualdad y populismo: mitos y realidades» en este Dossier). En la misma línea, otra fuente de debate es si un aumento de la desigualdad puede generar un incremento excesivo del crédito que acabe frenando el crecimiento (véase el artículo «¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?» en este Dossier).

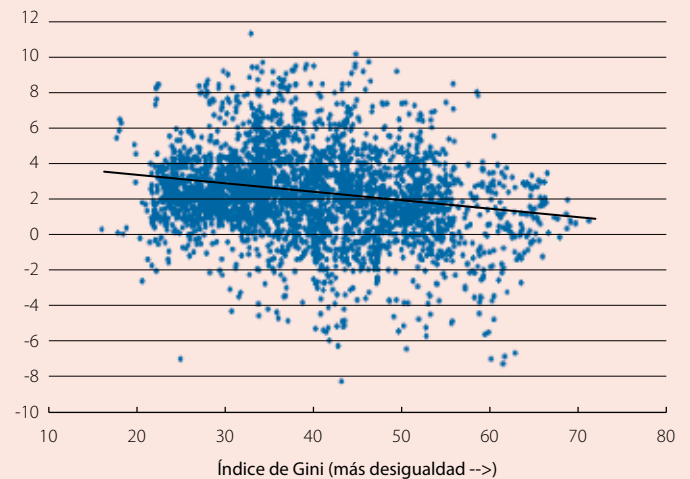
Más allá del marco teórico, muchos autores han intentado aportar evidencia empírica de los efectos de la desigualdad sobre el crecimiento económico. Sin embargo, los resultados no son siempre concluyentes. Ello es debido a que es difícil aislar el impacto de la desigualdad sobre el crecimiento económico, del impacto de otros factores que lo pueden estar influyendo de forma simultánea. De hecho, esta es la principal crítica a los estudios empíricos basados en regresiones de crecimiento a nivel de país y que se comentan a continuación, por lo que los resultados se deben interpretar con cautela.²

De manera general, se puede afirmar que no existe un mecanismo único y transversal que pueda explicar la relación entre desigualdad y crecimiento, sino que esta relación puede ser cambiante. De todas formas, se observa un patrón relativamente generalizado, en función del nivel de desarrollo de una economía. Así, cuando una economía se encuentra en un estadio de desarrollo inicial, el retorno del capital físico suele ser mayor al retorno que ofrece el capital humano y, por tanto, una mayor desigualdad puede generar mayor crecimiento. Sin embargo, cuando el desarrollo de una economía ya está en fases más avanzadas, el retorno del capital físico suele disminuir y el del capital humano acostumbra a aumentar, por lo que aumentos de la desigualdad pueden afectar negativamente al crecimiento.³

Un estudio reciente del FMI⁴ sugiere que un incremento en la desigualdad resulta perjudicial para el crecimiento económico. A modo de ejemplo, la relación histórica (1980-2012) observada entre la desigualdad y el crecimiento en los 159 países analizados muestra

Crecimiento económico y desigualdad

Crecimiento económico en los siguientes 10 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de Ostry, et al. (2014), «Redistribution, Inequality and Growth», FMI.

1. Usualmente medido a través del índice de Gini, véase el artículo «¿Cada vez más desiguales? La evolución reciente de la desigualdad» en este Dossier.

2. Véase Durlauf, S. N. (2009), «The Rise and Fall of Cross-Country Growth Regressions», History of Political Economy.

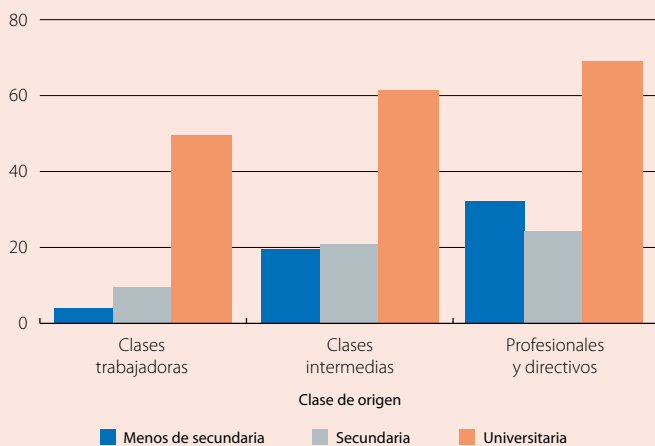
3. Véase Kuznets, S. (1955), «Economic Growth and Income Inequality», American Economic Review.

4. Véase Dabla-Norris, E. et al. (2015), «Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective», FMI.

que si la proporción de la renta que percibe el 20% de la población con mayores ingresos aumenta en 1 p. p. (la desigualdad incrementa), el crecimiento del PIB se ralentiza en 0,08 p. p. en los siguientes cinco años. Por el contrario, si la participación en la renta del 20% más pobre de la población incrementa en 1 p. p. (se reduce la desigualdad), el crecimiento del PIB es 0,38 p. p. superior en los siguientes cinco años en promedio.

En la misma línea, un estudio de la OCDE⁵ estima que un incremento del coeficiente de Gini de tres puntos (que coincide con el aumento promedio registrado en los países de la OCDE en las dos últimas décadas) tendría un impacto negativo sobre el crecimiento económico de 0,35 p. p. por año durante 25 años, lo que representa una pérdida acumulada del 8,5% del PIB. El estudio, además, muestra que la desigualdad que afecta a los individuos de renta más baja (aquellos individuos situados en la parte baja de la distribución de ingresos) es la que más negativamente repercute en el crecimiento. Así, por ejemplo, si se equiparase la desigualdad de la parte baja de la distribución del Reino Unido a la de Francia o la de EE. UU. a países como Japón o Australia, el crecimiento anual promedio del PIB mejoraría en casi 0,3 p. p. en los siguientes 25 años, lo que supondría un aumento acumulado del PIB superior al 7%.⁶ De nuevo, cabe recordar que estas estimaciones son ilustrativas y no deben interpretarse como el efecto causal de un cambio de la desigualdad en el crecimiento de cada país.

Frecuencia con la que se accede a las clases profesionales y directivos según clase de origen y nivel educativo (%)



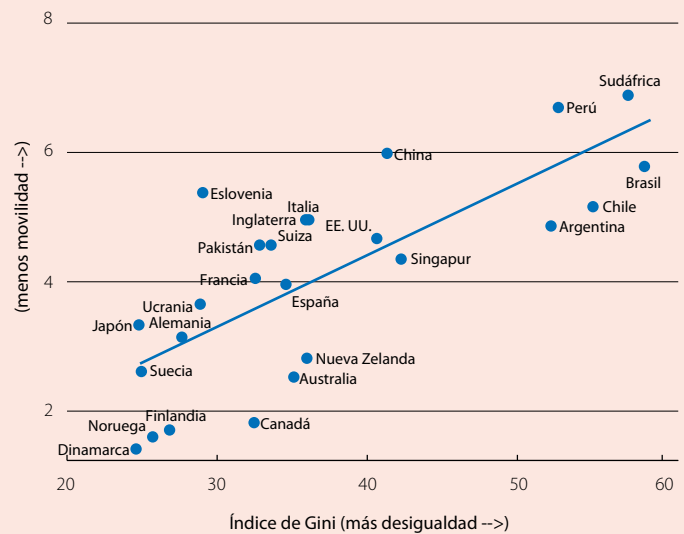
Fuente: CaixaBank Research, a partir de Requena (2016), «El ascensor social, ¿hasta qué punto una mejor educación garantiza una mejor posición social?», Observatorio Social de "la Caixa".

A modo de conclusión, cabe destacar que, si bien la desigualdad es un fenómeno hasta cierto punto inevitable en las economías modernas, la evidencia empírica más reciente sugiere que disminuirla, especialmente en la parte baja de la distribución, es positivo no solo en términos de justicia social sino también en términos de crecimiento económico.

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

Movilidad social y desigualdad

Elasticidad intergeneracional del ingreso (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de Corak (2013) «Inequality from Generation to Generation: The United States in Comparison», in Robert Rycroft (editor), *The Economics of Inequality, Poverty, and Discrimination in the 21st Century*, ABC-CLIO.

Finalmente, el informe concluye que uno de los canales clave a través del cual la desigualdad frena el desempeño económico es mediante la disminución de las oportunidades de inversión, principalmente en educación, de los segmentos de población más pobres. De hecho, la movilidad social ha sufrido un deterioro importante en países como EE. UU., donde el porcentaje de hijos con ingresos superiores a los de sus padres se ha reducido desde el 90% para la cohorte de 1940 hasta el 50% para las personas nacidas en los ochenta.⁷

Precisamente, la menor movilidad social puede ser un reflejo del incremento de la desigualdad. En efecto, diferentes estudios empíricos muestran que existe una relación negativa entre la desigualdad y la movilidad social (véase el segundo gráfico), que se explica porque la desigualdad, especialmente si se da en la parte baja de la distribución, disminuye las oportunidades de inversión en educación de la población menos favorecida, que es el principal canal de movilidad ascendente.⁸ España no es ninguna excepción: los universitarios con orígenes sociales más bajos registran tasas de acceso a las ocupaciones profesionales y directivas 14 veces superiores a quienes no completaron educación secundaria (véase el tercer gráfico).⁹

5. Véase OCDE (2014), «Focus on Inequality and Growth».

6. Véase Cingano, F. (2014), «Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth», OCDE.

7. Véase Chetty, R. et al. (2016), «The Fading American Dream: Trends in Absolute Income Mobility Since 1940», NBER Working Paper.

8. Se asocian, por ejemplo, a una mayor tasa de abandono escolar. Véase Kearney, M. S. y Levine, P. B. (2016), «Income Inequality, Social Mobility, and the Decision to Drop Out of High School», Brookings Papers on Economic Activity.

9. Véase Requena, M. (2016), «El ascensor social, ¿hasta qué punto una mejor educación garantiza una mejor posición social?», Observatorio social de "la Caixa".

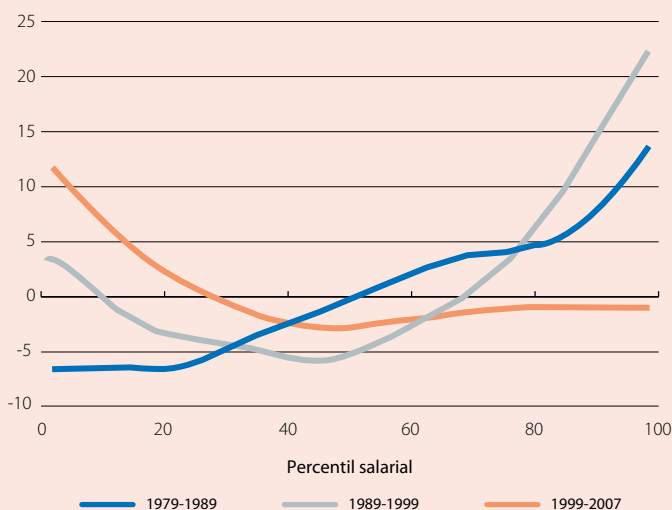
Desigualdad y populismo: mitos y realidades

Últimamente han corrido ríos de tinta sobre la relación entre la desigualdad económica y el auge de los populismos en los países avanzados. En muchos casos esta relación se ha dado por sentada, como si se tratara de un hecho incontrovertible que la desigualdad económica fuera la principal causa que explicase la irrupción de los partidos populistas. Sin embargo, dar por sentada esta relación puede ser prematuro. En este artículo se revisará la cuestión de si, realmente, la desigualdad es una de las causas del auge del populismo y, si es el caso, qué peso tiene dicha causa.

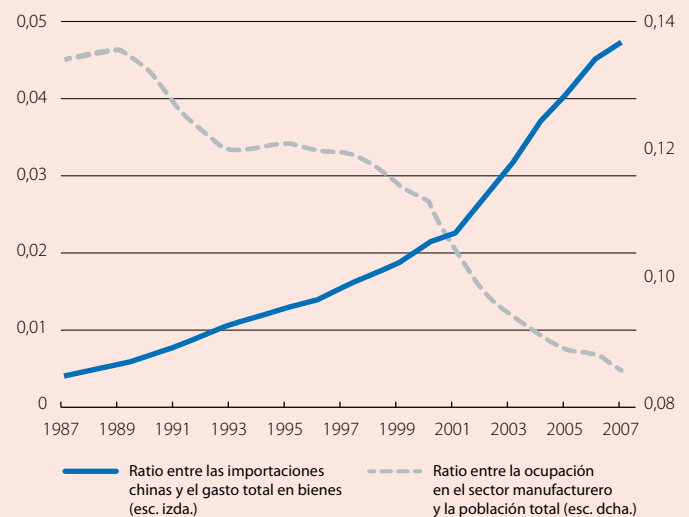
Si nos centramos en el primer aspecto, hay que decir que no es fácil hallar en la literatura económica artículos académicos que documenten con rigor una relación de causa-efecto entre desigualdad y populismo. La excepción son los artículos que han escrito, en 2016, los prestigiosos economistas David Autor, David Dorn, Gordon Hanson y Kaveh Majlesi centrándose en EE. UU.¹ Sin embargo, ello contrasta con la ausencia de estudios similares que muestren dicha relación en el caso de Europa. Los citados autores muestran de manera convincente que es precisamente en aquellos distritos americanos con una exposición mayor a la competencia comercial con China donde se han elegido congresistas con ideologías más extremistas y donde el Partido Republicano ha aumentado significativamente su apoyo electoral en 2016 respecto al año 2000.

Polarización laboral en EE. UU.

Cambios en la ocupación por percentil salarial en cada periodo (%)



Competencia comercial con China en EE. UU.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Autor, D. (2010) y Autor, D., Dorn, D. y Hanson, G. (2013).

Junto a este conjunto de evidencia empírica, es relevante para el análisis de la relación causal entre desigualdad y populismo disponer de estudios que ayuden a entender cuáles son los efectos de la competencia con China en uno de los ámbitos clave que explica la evolución de la desigualdad, el del mercado laboral. Pues bien, existe una abundante literatura económica que documenta que las zonas más expuestas a la competencia comercial con China han padecido una destrucción de empleos superior y un mayor cierre de plantas industriales.² De hecho, según un artículo reciente,³ este *shock* comercial provocó la pérdida de 1,98 millones de empleos entre 1999 y 2011, de los cuales 985.000 corresponderían a la industria manufacturera. Asimismo, según otro artículo de Autor, Dorn y Hanson,⁴ la competencia de las importaciones chinas explicaría una cuarta parte de los empleos destruidos en el sector manufacturero de los EE. UU.

Llegado a este punto, es importante matizar que, aunque estos hechos son importantes para mostrar la relación entre desigualdad y populismo, no se debe colegir de ellos que la integración comercial sea negativa ya que existe una profusa literatura que documenta el impacto positivo del comercio sobre la economía en su conjunto,⁵ aunque haya sectores económicos muy concretos que pueden verse perjudicados por una mayor integración comercial, como así ha ocurrido en EE. UU. Tampoco debemos olvidar que los factores preponderantes de la pérdida de peso del sector manufacturero son los cambios tecnológicos y de modelo productivo (véase el Dossier «Industria 4.0» en el IM11/2016).

1. Véase Autor, D., Dorn, D., Hanson, G. y Majlesi, K. (2016), «Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade exposure» y «A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election», MIT Working Papers.

2. Véase, entre otros, Pierce, J. y Schott, P. (2016), «The Surprisingly Swift Decline of US Manufacturing Employment», American Economic Review.

3. Véase Acemoglu, D., Autor, D., Dorn, D., Hanson, G., y Price, B. (2016), «Import Competition and the Great US Employment Sag of the 2000s», Journal of Labor Economics, 34(51).

4. Véase Autor, D., Dorn, D. y Hanson, G. (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the US», American Economic Review 103(6).

5. Véase, entre otros, Grossman, G. y Helpman, E. (1991), «Trade, Knowledge Spillovers, and Growth», European Economic Review 35, 517-526.

Si pasamos a analizar por qué estos cambios en el mercado laboral han aumentado la desigualdad económica en EE. UU., hay que tener presente que la desigualdad en dicho país es un reflejo de la polarización laboral. Así, entre 1950 y 1980, la industria manufacturera permitió a muchos trabajadores americanos sin estudios de secundaria o universitarios acceder a la clase media. Ahora, el mercado laboral, con un peso preponderante de los servicios, arroja oportunidades laborales para otros perfiles de ocupación, en los que coexisten actividades de alto valor añadido con otras que no lo son. Como consecuencia, la clase asalariada, que anteriormente era más homogénea en términos de remuneración, ahora está más polarizada. Esto podría coadyuvar a explicar por qué el populismo ha eclosionado recientemente. Así, la clave radica en que la polarización laboral en estas últimas décadas ha traído consigo el empobrecimiento de parte de las clases medias, de modo que un grupo social numeroso ha visto cómo sus condiciones de vida y su estatus dentro de la sociedad empeoraban sensiblemente. Este fenómeno ha generado un malestar social que ha sido terreno abonado para propuestas políticas que defienden que se pueden reverdecer viejos laureles de forma rápida y sencilla.

Recapitulando el análisis hecho hasta ahora, la literatura sugiere que existe cierta relación causal entre desigualdad y populismo en EE. UU. y que, entre los distintos mecanismos que pueden darse, los estudios han explorado un canal concreto: el que va de la competencia internacional a la destrucción de empleo industrial, y de la caída de empleo del sector secundario al aumento de la desigualdad, para finalmente cerrar el círculo y constatar que en esos casos se da un avance de la polarización política.

Una vez validada la relación causal entre desigualdad y populismo en EE. UU., conviene estudiar su magnitud y analizar si la desigualdad es la fuente principal que alimenta la actual polarización política. En cuanto a la magnitud, esta no es especialmente elevada: en aquellos distritos electorales más expuestos a la competencia comercial con China, el apoyo electoral al Partido Republicano en 2016 ha sido 2,2 p. p. mayor que en aquellos distritos con poca competencia con China. A tenor de este dato, sería osado, e incluso temerario, aseverar que la desigualdad es el factor principal del que se nutre el populismo, especialmente cuando sabemos que hay otras variables económicas y financieras que también están latentes en el éxito de los movimientos populistas. Un ejemplo paradigmático son las crisis financieras: según un influyente artículo de los economistas alemanes Manuel Funke, Moritz Schularick y Christoph Trebesch, el apoyo electoral a partidos de extrema derecha ha aumentado un 30% tras las crisis financieras ocurridas entre 1870 y 2014 en los principales países desarrollados, lo cual representa una magnitud muy notable.⁶

Otro elemento que invita a la cautela es que existe una pujante corriente de opinión formada por diversos economistas y políticos que defiende que los factores culturales son tan o más importantes que los económicos para explicar el auge del populismo. Los defensores de esta corriente consideran que el voto a partidos populistas responde al deseo por parte de algunas capas de la sociedad de preservar la homogeneidad cultural y ciertas actitudes sociales. En este sentido, los politólogos de Michigan y Harvard, Ronald Inglehart y Pippa Norris, muestran que en la Unión Europea son las variables culturales las que predicen con mayor precisión el apoyo a partidos populistas. En particular, el apoyo electoral a dichos partidos es mayor entre los mayores, los hombres, las personas con menos formación educativa y las mayorías étnicas. Por el contrario, no se obtienen resultados tan concluyentes para las variables económicas. Similares análisis llevados a cabo tras el *brexít* sugieren que los factores culturales y sociales tuvieron una gran importancia para explicar el resultado del referéndum, y ponen en tela de juicio que la desigualdad sea la causa principal del populismo. Así, por ejemplo, un estudio del *think tank* Nesta del Reino Unido muestra que estar a favor de la pena de muerte predice sensiblemente mejor que la renta o la clase social la probabilidad de votar a favor de salir de la Unión Europea, y una encuesta encargada por el profesor del Birbeck College Eric Kaufmann indica que los partidarios del *brexít* estaban mucho más preocupados por la inmigración que por la desigualdad.

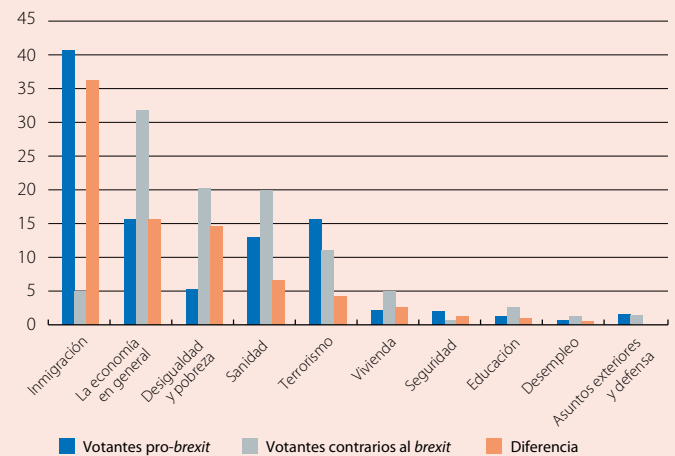
En definitiva, la desigualdad económica es un factor a tener en cuenta cuando se analizan las causas que subyacen en el alza de los populismos a nivel global. En el caso de EE. UU., han aparecido recientemente estudios académicos que utilizan técnicas econométricas fiables y muestran una relación causal. Con todo, la magnitud del impacto no parece excesivamente elevada y existen dudas razonables de que la desigualdad sea la causa predominante. Sea como fuere, está claro que el auge del populismo es un fenómeno muy relevante y que merece continuar ser estudiado en profundidad.

Javier García-Arenas

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

Brexít y el principal desafío que afronta el Reino Unido actualmente

(% de encuestados que consideran importante cada cuestión)



Nota: Muestra de 1.677 personas de raza blanca entrevistadas el 17 de agosto de 2016.

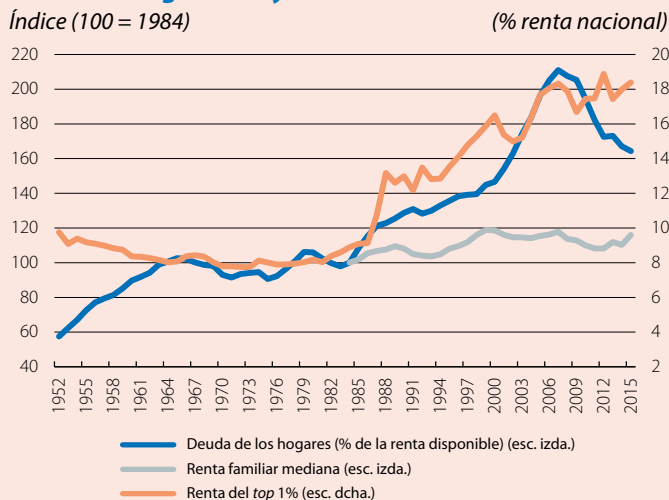
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del estudio conjunto del Birbeck College, Policy Exchange y YouGov.

6. Véase Funke, M., Schularick, M. y Trebesch, C. (2015), «Going to Extremes: Politics after Financial Crises, 1870-2014», CEPR, Discussion Paper No. 10884.

¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?

Esta no es una pregunta sensacionalista, sino que está en el centro del debate político y académico. Las cifras de EE. UU. (véase el primer gráfico) hablan por sí solas. Entre 1984 y 2007, la fracción de la renta correspondiente al 1% de la población con mayores ingresos pasó del 8,9% al 18,3% y, paralelamente, la deuda total de las familias saltó del 58,3% de la renta al 123,1%. Mientras tanto, la renta de la familia mediana había aumentado solo un 17,9% (un crecimiento anual promedio del 0,7% que contrasta con el crecimiento del 1,8% del PIB por familia). El siguiente paso que dio la economía es bien conocido: la mayor crisis financiera y económica desde la Gran Depresión de los años treinta. Cronistas y cineastas han interpretado estos acontecimientos para desarrollar una narrativa que entrelaza economía, política y desigualdad. Sin embargo, detrás del telón, el debate sigue vivo: la relación entre desigualdad y deuda es atractiva, pero ¿qué sabemos de ella más allá de las correlaciones?

EE. UU.: desigualdad y deuda

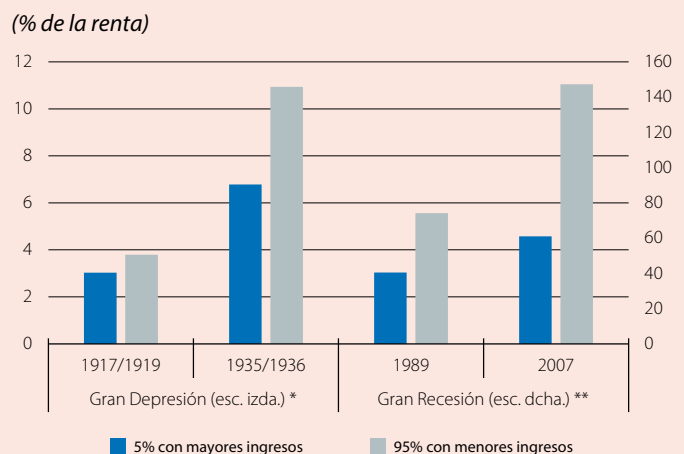


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FRED y World Wealth Income Database.

tion para cubrir bajo su paraguas hipotecas de mayor valor y con menores pagos iniciales. Sin embargo, mientras que Acemoglu² ha defendido que el aumento de la desigualdad y el endeudamiento son consecuencia de la desregulación financiera, sin que exista una relación de causa y efecto entre desigualdad y deuda, Rajan³ sitúa la desigualdad como la causa que generó presión social sobre los políticos para incentivar, con cambios regulatorios, un aumento de la concesión de crédito más allá de lo que la solvencia de cada familia recomendaba. En coherencia con la visión de Rajan, Mian y Sufi (2009) muestran que en zonas de los EE. UU. con menos recursos hubo un crecimiento anormalmente alto de hipotecas con pocas probabilidades de repago.⁴ Además, el factor político estaría complementado por el papel del estatus social: ante un aumento de la desigualdad, los individuos desearían endeudarse para poder comprar aquellos bienes y servicios que sus vecinos sí pueden permitirse. En esta línea, Bertrand y Morse (2016)⁵ observan que, entre 1980 y 2008, en las regiones de EE. UU. donde aumentaba la renta de las familias con mayores

Según la teoría económica clásica, si el aumento de la desigualdad refleja un cambio permanente en los ingresos de una parte de la sociedad, la nueva realidad debería imponer un menor consumo y un menor endeudamiento a aquellos individuos que ven reducida su renta. Dado que el aumento de la desigualdad responde, sobre todo, a factores permanentes¹ y, aun así, el endeudamiento ha incrementado, economistas tan prominentes como los premios Nobel Stiglitz y Krugman, el antiguo economista jefe del FMI y expresidente de la Reserva Federal de la India, Raghuram Rajan, o el prolífico Daron Acemoglu, del Massachusetts Institute of Technology, sitúan la política y el estatus social como elementos clave para incentivar el endeudamiento. Hay una batería de ejemplos para ilustrar el papel de la política, como la revocación de la Glass-Steagall Act (que separaba la banca comercial de la banca de inversión para limitar la toma de riesgos), la reducción de los requerimientos de capital para Fannie Mae y Freddie Mac (dos grandes fuentes de financiación para la compra de vivienda) o la extensión de las garantías de la Federal Housing Administra-

Deuda y desigualdad en EE. UU.: paralelismos históricos



Notas: * Nuevo crédito. ** Deuda total.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Kumhof et al. (2015), «Inequality, leverage, and crises», American Economic Review.

- Destacan los cambios tecnológicos y el impacto de la globalización. La movilidad social es fundamental en tanto que reduce el carácter permanente de la desigualdad.
- Véase Acemoglu, A. (2011), «Thoughts on Inequality and the Financial Crisis», presentación en el congreso de la American Economic Association.
- Rajan, R. (2010), «Fault Lines», Princeton University Press.
- Mian, A. y Sufi, A. (2009), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis», Quarterly Journal of Economics.
- Bertrand, M. y Morse, A. (2016), «Trickle-Down Consumption», Review of Economics and Statistics.
- Este «contagio» no es debido ni a un mayor aumento de los precios inmobiliarios ni a un mayor incremento del índice de precios general de la región.

ingresos también se producía una menor tasa de ahorro del resto de familias.⁶

Uno de los grandes atractivos de la relación causa-efecto entre desigualdad, deuda y crisis financiera es que ya observamos una correlación parecida antes de la Gran Depresión de la década de los treinta: en los años previos, también se produjo un aumento de la fracción de la renta correspondiente a la población con mayores ingresos y un incremento del endeudamiento familiar. Además, como muestra el segundo gráfico, en ambos episodios las familias con menores ingresos concentraron el grueso del endeudamiento. Sin embargo, en un estudio reciente para EE. UU., Coibion *et al.* (2016)⁷ concluyen que las familias con menos recursos se endeudan menos en regiones más desiguales que en regiones con menos desigualdad. Según este estudio, la razón es que, en las regiones de mayor desigualdad, los clientes con menos recursos compiten por el crédito con clientes de mayor solvencia (los de la parte alta de la distribución) y, por ello, obtienen peores condiciones (menor concesión de préstamos y a mayores tipos de interés). Aunque este estudio no rebate la existencia de una relación causal entre aumento de la desigualdad y deuda,⁸ sí que cuestiona la narrativa convencional. Aunque la tesis de Rajan encuentra apoyo en ejemplos palpables de cambios regulatorios y resultados como los de Bertrand y Morse (2016) o Mian y Sufi (2009), el estudio de Coibion *et al.* (2016) sugiere que una mayor desigualdad no va asociada a un aumento del crédito a los más desfavorecidos. En definitiva, la discusión sigue abierta.

Más allá de EE. UU., otras economías avanzadas también han experimentado un aumento importante del endeudamiento familiar, aunque con un incremento más moderado de la desigualdad. De hecho, Bordo y Meissner (2012)⁹ comparan 14 economías avanzadas entre 1920 y 2008 y no encuentran una asociación significativa entre desigualdad y crecimiento del crédito. Este resultado también se refleja en el tercer gráfico, donde vemos que a niveles moderados de desigualdad de las economías avanzadas no hay una relación clara con el nivel de crédito. Sin embargo, cuando nos movemos hacia países con mucha desigualdad, difícilmente encontramos sistemas financieros desarrollados.

De hecho, si tomamos una perspectiva de largo plazo, vemos que, históricamente, el crecimiento económico ha ido de la mano de la extensión de los derechos políticos, la emergencia y la consolidación de la clase media, y el desarrollo de los mercados financieros. En perspectiva, el acceso al crédito es un motor de crecimiento que beneficia especialmente a las personas con menores ingresos y que disponen de menos recursos propios para financiar sus proyectos. Sin embargo, el buen funcionamiento del sistema financiero requiere la existencia de instituciones sólidas que garanticen los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos. En las economías en desarrollo son las empresas con buenas conexiones políticas las que suelen conseguir un mayor acceso al crédito y menores tipos de interés (principalmente a través de bancos de propiedad estatal). En este sentido, el desarrollo de un estado de derecho avanzado, que va de la mano de una menor desigualdad, tiene el potencial de minimizar el papel de las conexiones políticas y, por tanto, conseguir una asignación más eficiente del crédito. No es casualidad que el Banco de Inglaterra se creara justamente después de que el parlamento inglés consiguiera limitar los poderes de la monarquía en la Revolución Gloriosa de 1688, como tampoco lo es que la Revolución Industrial se iniciara en Inglaterra unos 100 años después.

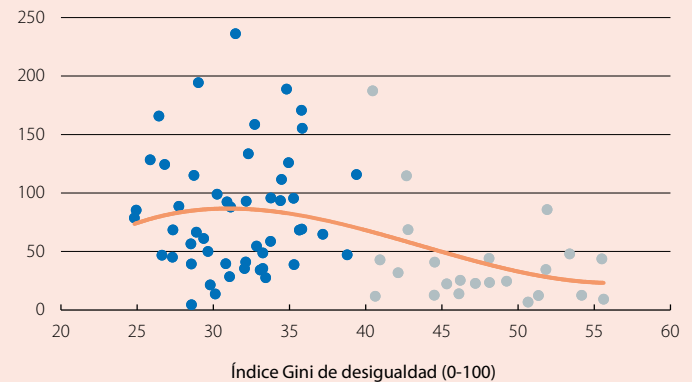
En definitiva, desigualdad, política, desarrollo financiero y desempeño económico son grandes factores que vienen resonando a lo largo de la historia. La Gran Depresión de los años treinta y la Gran Recesión de 2007-2009 han sido eventos únicos en la narrativa contemporánea, cuya dureza los ha hecho trascender en el imaginario colectivo, y muestran la potencia, pero también la complejidad, de estas relaciones económicas.

Adrià Morron Salmeron

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

Desigualdad y desarrollo financiero: comparativa internacional

Crédito doméstico al sector privado (% del PIB)



Nota: Cada punto representa un país en 2010. En azul, países con desigualdad baja y media. En gris, países con desigualdad media-alta y alta.

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

7. Coibion *et al.* (2016), «Does Greater Inequality Lead to More Household Borrowing? New Evidence from Household Data», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper.

8. En el sentido de que no analiza la respuesta de los hogares a un aumento de la desigualdad en la región donde residen, sino que compara el comportamiento de hogares con renta parecida en regiones con niveles distintos de desigualdad.

9. Bordo, M. y Meissner, C. (2012), «Does Inequality Lead to a Financial Crisis?», NBER Working Papers.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.caixabankresearch.com

Correo electrónico: research@caixabank.com

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE)

Sergio Mayordomo y María Rodríguez-Moreno, 11/2016

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

María 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

Alex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

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

Alex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

Recursos de clientes	296.599
Créditos sobre clientes	206.437
Resultado atribuido al Grupo	814
Capitalización bursátil	18.702
<hr/>	
Clientes (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., 2017

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

