

# IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 411 | ABRIL 2017



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*El balance de la Reserva Federal: ¿un arma de doble filo?*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*¿Comercio internacional y cadenas de valor global a la baja?*

### UNIÓN EUROPEA

*¿Hacia dónde irán los tipos? El BCE y los fundamentos macroeconómicos*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Tecnología y empleo de calidad: ¿una relación cambiante?*

## DOSSIER: PENSIONES: UN DEBATE NECESARIO

---

*La reforma del sistema de pensiones: un debate ineludible*

*Vidas más longevas, jubilaciones más activas*

*Vías de financiación de las pensiones*

*Ahorro privado para la jubilación: un complemento para las pensiones públicas*

**INFORME MENSUAL****Abril 2017****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

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

Fecha de cierre de esta edición:

31 de marzo de 2017

**Enric Fernández**Director 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 *El balance de la Reserva Federal: ¿un arma de doble filo?*10 *Curva de tipos, expectativas de crecimiento y probabilidad de recesión***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *¿Quo vadis, Turquía?*16 *¿Comercio internacional y cadenas de valor global a la baja?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Hacia dónde irán los tipos? El BCE y los fundamentos macroeconómicos*22 *Reloj de la deuda pública en la eurozona***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Tecnología y empleo de calidad: ¿una relación cambiante?*28 *El paro estructural en España*29 *La inflación española y la subida del petróleo: ¿esta vez será diferente?***32 DOSSIER: PENSIONES: UN DEBATE NECESARIO**32 *La reforma del sistema de pensiones: un debate ineludible*  
Àlex Ruiz34 *Vidas más longevas, jubilaciones más activas*  
Josep Mestres Domènech36 *Vías de financiación de las pensiones*  
Anna Campos38 *Ahorro privado para la jubilación: un complemento para las pensiones públicas*  
Mathieu Fort

## El debate de las pensiones

Congratulémonos, España es uno de los países del mundo con una mayor esperanza de vida. Nuestros lectores de 65 años vivirán, en promedio, hasta los 84 años; nuestras lectoras, hasta los 88. Algunos y algunas incluso más si, además de leer este *Informe Mensual*, practican otros hábitos saludables, como realizar ejercicio de forma regular y mantener una dieta equilibrada. Todo apunta, además, a que la esperanza de vida seguirá aumentando, probablemente a un ritmo creciente: se ha prolongado cerca de seis años en los últimos cuatro decenios y se prevé que se alargue cerca de ocho años en los próximos cuatro.

Esta gran noticia es la base fundamental de todas las discusiones sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones. El desafío es común a la inmensa mayoría de economías avanzadas pero, en España, la presión de la demografía a medio y largo plazo es especialmente alta, ya que la mayor longevidad se ve acompañada por una tasa de fecundidad de entre las más bajas del mundo. Además, España cuenta con el hándicap añadido de un mercado laboral que arroja unas tasas de empleo relativamente bajas.

Unas pocas cifras ayudan a ilustrar estas presiones: actualmente, en España, el número de cotizantes a la Seguridad Social ronda los 18 millones, alrededor de un 60% de la población en edad de trabajar, y el número de personas mayores de 65 años se acerca a los 9 millones. O sea, tenemos poco más de 2 cotizantes por cada persona en edad de jubilación.

Las previsiones demográficas para 2050 indican que, con una tasa de empleo igual a la actual, esta ratio se reduciría a 1 o, lo que es lo mismo, el número de cotizantes igualaría el número de personas mayores de 67 años (unos 14,5 millones). Incluso en una situación de pleno empleo, la ratio apenas se situaría en torno a 1,2. Por lo tanto, las tendencias demográficas imponen un desafío enorme sobre un sistema de pensiones como el nuestro, de reparto, en el que las pensiones de los jubilados se deben cubrir con las aportaciones de los cotizantes.

Las reformas de 2011 y, especialmente, 2013 tuvieron en cuenta estas presiones y plantearon una serie de reglas que permiten garantizar la sostenibilidad del sistema. De hecho, estas reformas –con las que España se adelantó a muchos otros países– resultaron clave en su día para recuperar la confianza de los inversores internacionales. Entre otros cambios, se retrasó de forma escalonada la edad de jubilación, se introdujo un factor de sostenibilidad –que liga la pensión a la esperanza de vida– y se estableció una fórmula que determina la revalorización anual de las pensiones en función de la situación presupuestaria de la Seguridad Social (con una revalorización mínima del 0,25%).

La cuestión es que, muy probablemente, estas reglas lograrían alcanzar la sostenibilidad del sistema mediante una fuerte, aunque gradual, disminución de la generosidad de las pensiones. Es de prever que durante muchos de los años en las próximas décadas, las reglas actuales implicarían revisiones anuales del 0,25% para las pensiones. No en vano, la Comisión Europea, por ejemplo, ha estimado una probable reducción de la ratio entre pensión media y salario medio, también llamada tasa de sustitución, de unos 20 puntos a largo plazo, hasta situarla por debajo del 40%.

El debate actual debe centrarse, por tanto, en la conveniencia de concentrar el peso del ajuste de las pensiones en su generosidad, una opción que políticamente puede ser poco sostenible. Existen alternativas que deben explorarse, por ejemplo, ligar de forma automática la edad estándar de jubilación a la esperanza de vida, como han hecho en los Países Bajos o Dinamarca; aumentar los incentivos a trabajar durante más años; obtener recursos adicionales para el sistema de pensiones, o promover el ahorro privado para la jubilación de modo que pueda suplementar las futuras pensiones públicas. Cualquier medida, además, debe enmarcarse en una estrategia de política económica más amplia, que persiga mejorar las perspectivas de crecimiento de la productividad y el empleo, y asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En todo caso, la transparencia es clave. Tener una idea clara y anticipada sobre la pensión con la que podemos contar el día que nos jubilemos es esencial para poder planificar nuestro ahorro adecuadamente.

**Enric Fernández**  
Economista jefe  
31 de marzo de 2017

## CRONOLOGÍA

### MARZO 2017

- 1 La Comisión Europea presenta el Libro Blanco sobre el futuro de Europa, en el que propone cinco escenarios posibles para la UE-27 en el 2025.
- 16 La Reserva Federal aumentó el tipo oficial en 25 p. b. para situarlo en el intervalo 0,75%-1%.
- 29 El Reino Unido activa el artículo 50 del Tratado de Lisboa para iniciar el proceso de negociación para la salida de la UE.

### ENERO 2017

- 23 Donald Trump confirma la retirada de EE. UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés).

### 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.

## AGENDA

### ABRIL 2017

- 3 Tasa de ahorro de los hogares (4T).
- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 7 Índice de producción industrial (febrero).
- 17 Cuentas financieras (4T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
- 21 Comercio exterior (febrero).
- 27 Ejecución presupuestaria del Estado (marzo).  
Encuesta de población activa (1T).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (abril).  
Avance del IPC (abril).
- 28 Balanza de pagos (febrero).  
Avance del PIB (1T).  
PIB de EE. UU. (1T).

### MAYO 2017

- 3 PIB de la eurozona (1T).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 5 Índice de producción industrial (marzo).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).  
PIB de Japón (1T).
- 23 Comercio exterior (marzo).
- 25 Contabilidad nacional trimestral (1T).
- 30 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).  
Avance del IPC (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo).

## La actividad acelera, pero la incertidumbre no remite

**Aceleración de la economía global.** El primer trimestre del año se ha saldado con un balance favorable de los indicadores de actividad, cuya aceleración refuerza las perspectivas de un mayor crecimiento global para el conjunto de 2017, en consonancia con el escenario de CaixaBank Research (previsión del 3,4% en 2017, levemente por encima del 3,1% de 2016). Distintos elementos apoyan esta dinámica. Entre ellos, destaca una política monetaria todavía acomodaticia en los países avanzados, a pesar del proceso de normalización iniciado por la Fed estadounidense y que se saldó con una nueva subida de tipos en la pasada reunión de marzo. La aceleración también se apoya en los emergentes, que se muestran sólidos en estas fases iniciales de la normalización monetaria de la Fed y que se están beneficiando de la recuperación moderada del precio del petróleo: a pesar de los titubeos de las últimas semanas debido al repunte de la producción de *shale* en EE. UU., las cotizaciones se situaron en marzo en niveles un 37% superiores a las de un año antes.

**La incertidumbre, mucha de ella de naturaleza política, persiste.** Las buenas perspectivas para la actividad económica global, sin embargo, no deben hacernos olvidar que los focos de incertidumbre se mantienen activos. China ejemplifica esta lectura. Así, aunque la Asamblea Nacional Popular anunció un objetivo de crecimiento del 6,5% para este 2017, acorde con un proceso de cambio suave hacia un modelo productivo más equilibrado, esta transición se produce con un mapa de riesgos elevados a causa de los desequilibrios con los que opera la economía (elevado nivel de deuda, sobrecapacidad en algunos sectores y alto grado de intervención pública). Los avanzados también mantienen abiertos diferentes frentes de riesgo. En EE. UU., los primeros pasos legislativos de la nueva Administración no han contribuido a reducir la incertidumbre: la incapacidad de derogar la reforma sanitaria de Obama ha generado dudas sobre los apoyos con los que puede contar en el Congreso, a la par que el primer borrador de propuesta presupuestaria defraudó al sentimiento inversor por su poca concreción y ambición.

**En Europa, el factor político como fuente de incertidumbre también domina la escena.** Marzo dio la salida al calendario electoral con las elecciones parlamentarias holandesas, donde la victoria del actual primer ministro Mark Rutte y un resultado menos favorable de lo esperado para el candidato populista de extrema derecha contribuyeron a moderar el riesgo político. Sin embargo, el gran

foco de riesgo gira en torno al ciclo electoral de Francia, con elecciones presidenciales a finales de abril y legislativas a principios de junio. Además, marzo de 2017 figurará en los libros de historia como la fecha en la que el Reino Unido activó formalmente el proceso de salida de la Unión Europea. Así, empieza un periodo de dos años de negociaciones que se vislumbran complejas.

**Pese al riesgo político, EE. UU. mantiene el buen tono y en Europa la recuperación gana solidez.** Frente a la incertidumbre que rodea a la Administración Trump, los indicadores de sentimiento y actividad de la economía estadounidense siguieron avanzando a buen ritmo. Así, avalada por la buena dinámica de una economía que se encuentra cerca del pleno empleo, en marzo la Reserva Federal aumentó el tipo de interés de referencia en 25 p. b., hasta el intervalo 0,75%-1,00%, y mantiene un escenario de dos subidas más en 2017 y tres en 2018 (acorde con las previsiones de CaixaBank Research). Similar tónica positiva sigue la eurozona, cuyos indicadores de sentimiento se situaron en máximos desde 2011 y apuntan a que la economía ha finalizado el trimestre con mayor firmeza.

**Dinámica positiva de la economía española.** Los buenos registros de los indicadores de actividad apuntan a que el crecimiento de la economía se mantiene más robusto de lo esperado. Esta inercia favorable queda reflejada en el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research, que pronostica un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el 1T 2017 (ligeramente por encima del 0,7% registrado en el 4T 2016), con la demanda interna como motor de avance. Esta evolución, junto a una previsión de incrementos más moderados en el precio del petróleo, justifica mejorar las previsiones de crecimiento del PIB para 2017 y 2018 en 2 décimas, hasta el 2,8% y el 2,4%, respectivamente. En consecuencia, CaixaBank Research ha mejorado también las perspectivas del mercado laboral (se crearán más de 400.000 nuevos empleos en el conjunto del año 2017) y del saldo corriente. Se trata de un inicio de 2017 con ciertos paralelismos a lo sucedido en 2016, cuando el crecimiento acabó siendo mayor de lo previsto por parte de los analistas privados y del propio Gobierno. Finalmente, cabe destacar que 2016 cerró con un déficit público del 4,3% del PIB (4,5% sumando las ayudas a la banca), por debajo del 4,6% acordado con Bruselas. En cambio, si la política fiscal se hubiera mantenido neutral, el crecimiento económico hubiera permitido reducir el déficit por debajo del 4%.

## PREVISIONES

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

### Economía internacional

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

Previsiones

## Economía española

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

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>										
<b>Dólar</b>										
Fed funds	0,26	0,51	1,02	1,94	0,50	0,55	0,75	0,92	1,08	1,33
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,39	2,20	0,79	0,92	1,09	1,29	1,49	1,69
Líbor 12 meses	0,79	1,37	2,00	2,63	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08	2,24
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,68	2,74	0,72	1,00	1,29	1,55	1,81	2,08
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,76	3,49	1,56	2,13	2,49	2,67	2,85	3,04
<b>Euro</b>										
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	-0,32	-0,21	-0,30	-0,31	-0,33	-0,33	-0,31	-0,30
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,08	0,05	-0,05	-0,07	-0,10	-0,09	-0,07	-0,06
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,70	-0,29	-0,64	-0,71	-0,78	-0,78	-0,66	-0,58
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,48	0,85	-0,12	0,11	0,34	0,44	0,53	0,62
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>										
\$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,12	1,08	1,05	1,03	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,30	118,25	120,47	114,26	117,96	121,07	117,01	116,96	117,98
£/€	0,73	0,82	0,89	0,88	0,85	0,87	0,86	0,89	0,90	0,90
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	53,61	45,63	56,10	61,71	47,49	51,96	55,20	54,83	56,50	58,00
Brent (€/barril)	48,30	41,28	54,29	59,13	42,55	48,25	51,79	53,11	55,39	56,86

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

Previsiones

## COYUNTURA · Un camino ascendente sembrado de incertidumbre

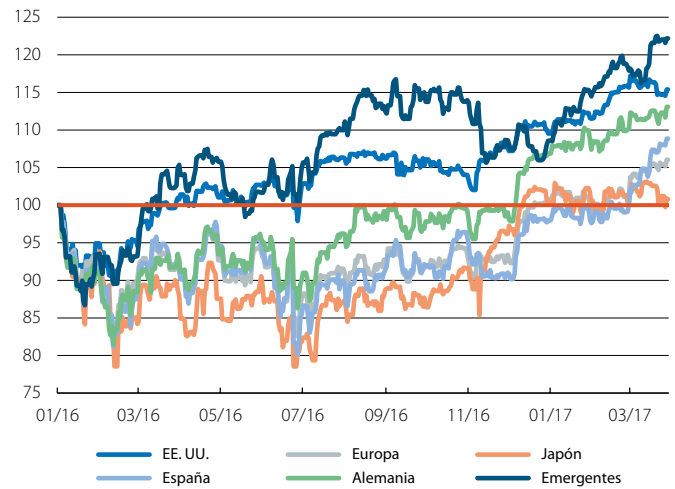
Los mercados financieros mantienen un tono globalmente constructivo. Dos fases caracterizaron la evolución de los mercados financieros durante las últimas semanas. El inicio del mes de marzo estuvo marcado por un resurgimiento de la aversión al riesgo que ya se observaba en los últimos días de febrero y que se tradujo en un repliegue de los principales activos de riesgo, en particular, los de renta variable emergente. La razón de este repliegue fue el temor de un endurecimiento de la política monetaria estadounidense más agresivo de lo anticipado, fomentado por la solidez de varios indicadores de actividad de EE. UU. Sin embargo, en la segunda parte del mes, se reanudaron las compras en los principales mercados de activos de riesgo, apoyadas en el tono más conservador y equilibrado del mensaje que adoptó la Reserva Federal (Fed) al anunciar una nueva subida del tipo oficial.

La volatilidad se mantiene en cotas relativamente bajas pese al leve repunte observado en los últimos días del mes. Este bajo nivel de aversión al riesgo es, sin embargo, una fuente de preocupación si tenemos en cuenta los varios focos de incertidumbre que siguen rodeando al entorno financiero global. Por un lado, existe un elevado nivel de incertidumbre sobre las políticas de la Administración Trump (impulso fiscal, deriva proteccionista, etc.), así como el grado de apoyos que puede conseguir. Por otro lado, en Europa, las numerosas citas electorales siguen monopolizando la atención de los inversores y el nerviosismo podría intensificarse a medida que se acerquen las elecciones francesas en mayo. Con todo, los comicios holandeses, la primera gran cita electoral europea, con unos resultados favorables a la formación de un gobierno continuista, han contribuido a contener el riesgo político en la eurozona. Finalmente, el menor potencial alcista de las materias primas y del precio del petróleo, en particular, podría añadirse a la lista de riesgos para los mercados financieros en los próximos meses.

El BCE mantiene los parámetros de su política monetaria pero mejora el mapa de riesgos. Tal y como se esperaba, la reunión de marzo del Consejo de Gobierno del banco central de la eurozona se saldó con pocas novedades. Ningún cambio fue introducido en la política monetaria del BCE, que seguirá con la compra de 60.000 millones de euros de bonos mensuales entre abril y diciembre de este año, en consonancia con los ajustes de su programa de compra de bonos anunciados en diciembre. Con todo, la autoridad monetaria mejoró el mapa de riesgos bajistas por la firmeza de la demanda doméstica de la eurozona y el menor riesgo de deflación. En este contexto, el BCE revisó ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento para la eurozona: 1,8% en 2017 y 1,7% en 2018 (+0,1 p. p. en ambos casos). En lo que respecta a la inflación, la institución remarcó que los fuertes repuntes de la inflación general obser-

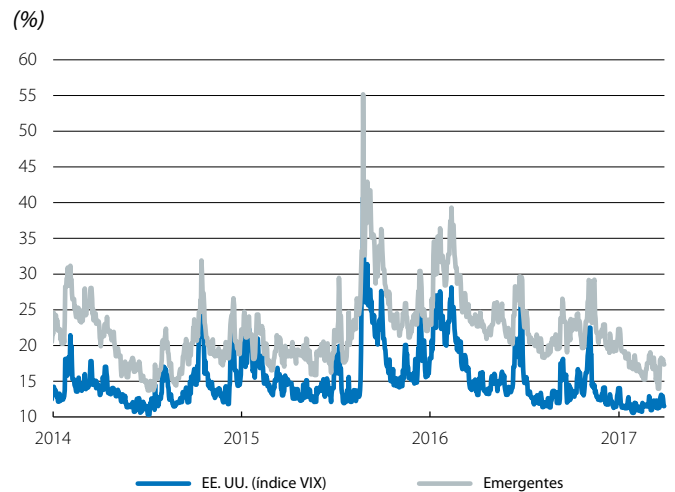
### Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2016)



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

### EE. UU. y emergentes: volatilidad implícita de la bolsa



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

### Expectativas de inflación\*: EE. UU. y eurozona



Nota: \* Swaps de inflación, expectativas a 5 años dentro de 5 años.

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



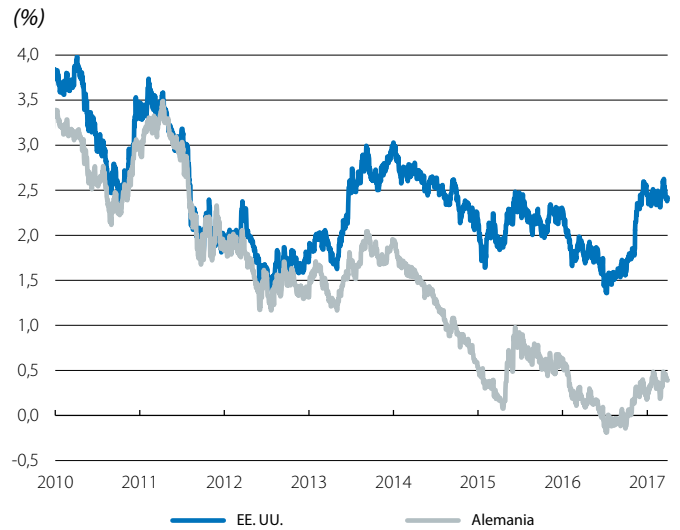
vados en los últimos meses provenían de factores temporales (como el repunte del precio del petróleo) e hizo hincapié de nuevo en la necesidad de ver una recuperación autosostenida de la inflación subyacente para contemplar la posibilidad de una inflexión en el tono acomodaticio de la institución.

**La Fed anuncia una nueva subida del tipo oficial y mantiene su hoja de ruta de subidas graduales.** La Fed aumentó el *fed funds* por segunda vez en tres meses, hasta el intervalo 0,75%-1,00%, tal y como el mercado venía anticipando. Sin embargo, la autoridad monetaria estadounidense adoptó un tono prudente y mantuvo sin cambios su escenario de tipos previsto, con dos subidas adicionales este año y tres más en 2018. Ello obedece a que, en la actualidad, la entidad no percibe una intensificación de los riesgos inflacionistas. En este sentido, Yellen remarcó la disposición del banco central a tolerar desviaciones temporales de la inflación por encima de su objetivo (2%). Por otro lado, en los próximos meses, el debate sobre cuándo la Fed empezará a reducir el balance irá ganando fuerza. En este sentido, contemplamos que la institución monetaria anuncie en el último tramo del año el cese de la reinversión de vencimientos de su cartera de bonos. En este ámbito, una buena comunicación será vital para evitar sobresaltos en los mercados, como los ocurridos, por ejemplo, durante el *taper tantrum* de mayo de 2013.

**La incertidumbre política agita a los mercados de renta fija soberana, tanto en EE. UU. como en Europa.** Las rentabilidades de la deuda pública estadounidense registraron movimientos de ida y vuelta. Los tipos de corto plazo repuntaron, como el del bono a dos años que superó el 1,3% apoyado por la subida de tipos de la Fed, mientras que los de largo plazo fluctuaron en el intervalo prevaleciente desde comienzos de año (2,4%-2,6% para el bono a 10 años). La incertidumbre en torno a la política impositiva y presupuestaria de la Administración Trump y más recientemente los mensajes continuistas de la Fed prolongaron esta pauta. En la eurozona, el calendario electoral siguió marcando el movimiento de los tipos soberanos, si bien los recientes acontecimientos apoyaron una cierta mejora del sentimiento inversor. En particular, la victoria del candidato de centro derecha en las elecciones generales de los Países Bajos del 15 de marzo cerró el primero de los numerosos focos de incertidumbre en la agenda política europea de este año. Asimismo, la consolidación de la candidatura de E. Macron en las elecciones presidenciales francesas contribuyó a reducir las inquietudes generadas por una posible victoria de M. Le Pen, la candidata de extrema derecha. Con todo, la incertidumbre política se mantendrá y no se pueden descartar completamente eventos disruptivos.

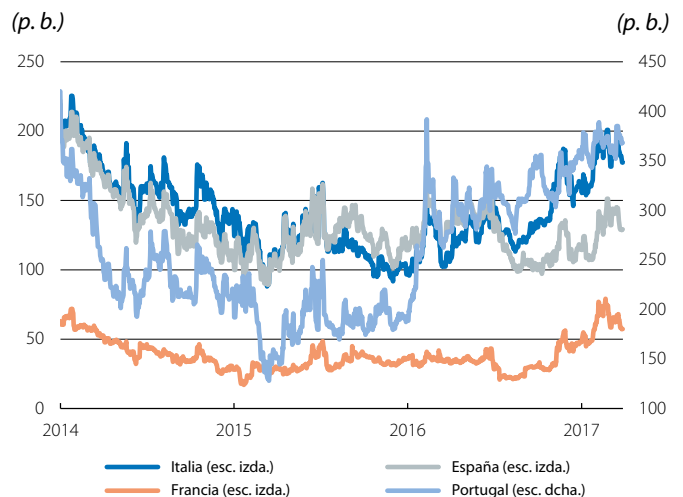
**En el mercado cambiario, el cruce euro-dólar flexiona ligeramente al alza.** Tras acabar el mes de febrero a la baja y apuntando hacia la zona de los 1,05 dólares, el euro aumentó a principios de marzo para terminar el mes en la zona de los 1,08. La principal causa de este movimiento contrario fue el tono menos restrictivo de lo esperado por parte de la Fed y el mensaje más equilibrado del BCE. En los últimos días del mes, el euro alcanzó máximos del año frente al dólar con el fracaso de la ley

**Rentabilidades de la deuda pública a 10 años**



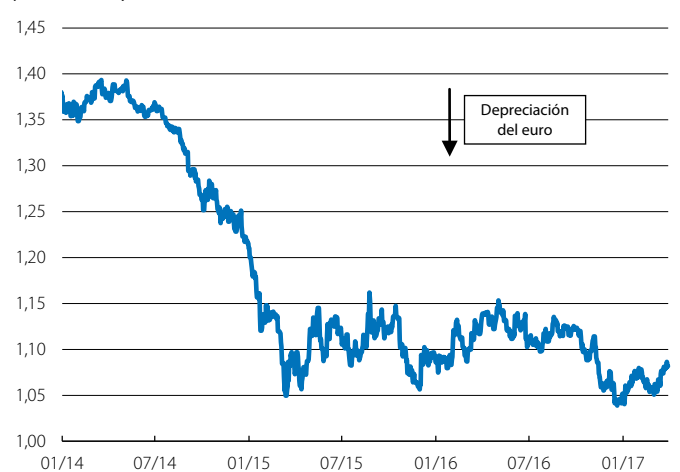
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

**Cotización del euro frente al dólar (Dólar-euro)**



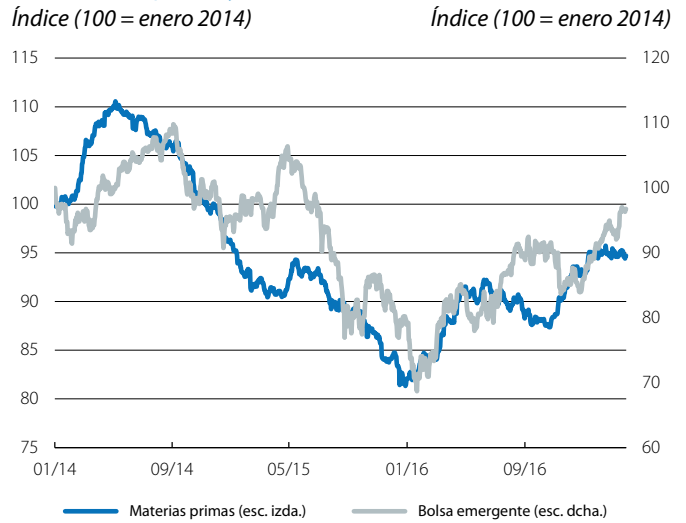
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

sanitaria de Trump, que alimentó las dudas sobre las capacidades reformistas de la nueva Administración americana. Con todo, no introducimos cambios en las previsiones, ya que pensamos que se trata de un movimiento temporal y que las dinámicas divergentes de política monetaria no están totalmente recogidas en los mercados. Se trata, sin embargo, de un escenario con un elevado nivel de incertidumbre, especialmente ante las dudas sobre el impulso fiscal que puede acometer la Administración Trump. En el bloque emergente, las principales divisas recuperaron el tono constructivo que se había observado en los últimos meses tras un periodo de debilidad al inicio de marzo (por los temores de una política más restrictiva en EE. UU.). Así, el índice global de divisas emergentes de J. P. Morgan recuperó el nivel anterior a la victoria de Trump. Esta fuerte recuperación que se observó justo después de la reunión de la Fed es una señal positiva que parece indicar que los mercados financieros emergentes son capaces de soportar una subida gradual del *fed funds*.

**Las bolsas emergentes se mantienen al alza.** Ni la incertidumbre sobre las políticas de Trump ni la renovada debilidad de las materias primas impidieron a la mayoría de las principales bolsas emergentes cerrar el mes de marzo en positivo. Sin embargo, los activos de renta variable emergente se mostraron más sensibles a los cambios de perspectivas de política monetaria en EE. UU., con caídas notables al inicio del mes, alimentadas por las expectativas de una Fed más restrictiva, y una fuerte recuperación después, apoyada por el mensaje cauteloso de la institución. En el bloque desarrollado, las bolsas continuaron con un tono constructivo, aunque a un ritmo más moderado que en los últimos meses. Este mes destacó, especialmente, el buen desempeño de la bolsa española, con el índice Ibex 35 que se ha instalado por encima de los 10.000 puntos gracias, sobre todo, al sector bancario.

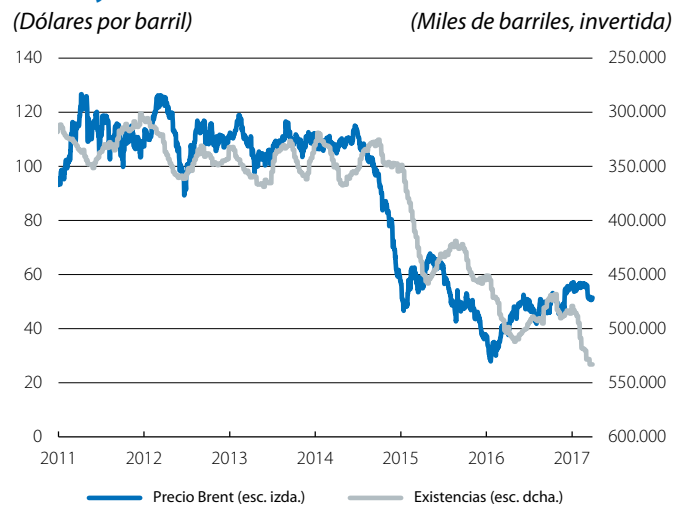
**Precio del petróleo: nuevas caídas y cambio en las previsiones.** Tras un inicio de año relativamente estable, después del fuerte rebote que siguió al acuerdo de la OPEP, el precio del crudo ha vuelto a mostrar señales de debilidad. En marzo, el precio del barril Brent registró nuevas y pronunciadas caídas, y volvió a cotizar justo por encima de los 50 dólares, rompiendo claramente la barrera de los 55 dólares superada con el recorte de producción acordado por la OPEP. La volatilidad del petróleo se mantendrá elevada a medio plazo, pero varios factores llevan a pensar que la tendencia al alza del precio será inferior a la prevista anteriormente. Destaca un repunte de la producción de *shale* en EE. UU. más sólido de lo inicialmente previsto. Ello sugiere que las ganancias de productividad del sector están siendo notables y que es rentable con precios inferiores a 60 dólares. Asimismo, también fue importante el aumento de las existencias en EE. UU., que alcanzaron un nuevo máximo histórico en el inicio del mes de marzo. En este contexto, revisamos a la baja la senda gradual de subida del precio del barril Brent, que debería alcanzar los 58,5 dólares a finales de 2017 (antes 62,6 dólares) y los 64 dólares a finales del 2018 (antes 69 dólares).

**Bolsa emergente y materias primas**



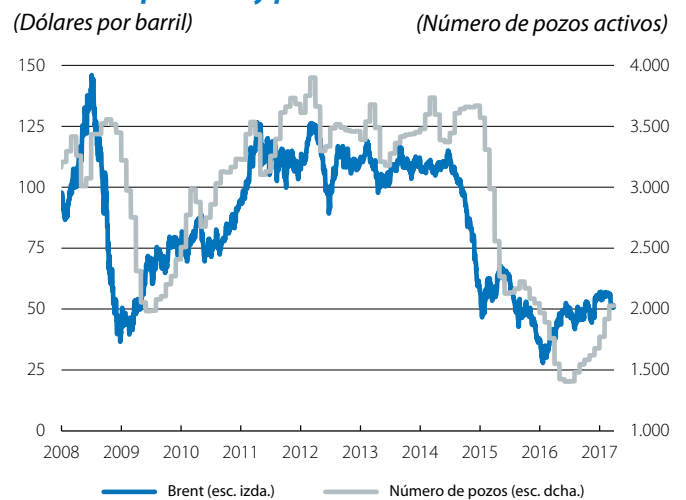
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio y existencias de crudo en EE. UU. \***



Nota: \* Excluyendo las reservas estratégicas. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio del petróleo y pozos activos**



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

## FOCUS · El balance de la Reserva Federal: ¿un arma de doble filo?

Hasta la fecha, la Reserva Federal (Fed) ha llevado a cabo la normalización de las condiciones monetarias a través de la gestión de los tipos de interés oficiales. En consecuencia, el foco de atención principal de la comunidad financiera en relación con la estrategia de política monetaria de la Fed se ha situado sobre la parcela relativa a los tipos. Por el contrario, la gestión del balance, la segunda gran herramienta de política monetaria de la que dispone la entidad, ha permanecido en un discreto segundo plano. Sin embargo, esta circunstancia podría cambiar pronto.

Hasta ahora, las referencias que ha proporcionado el banco central han sido escasas. Por un lado, la autoridad monetaria estableció, en los denominados principios de normalización monetaria de septiembre de 2014, que la reducción del balance se implementaría a través del cese (parcial o total) de la reinversión de vencimientos. Por otro lado, desde diciembre de 2015, los comunicados del FOMC han precisado que ello no se llevaría a cabo «hasta que la normalización del tipo rector (*fed funds*) se sitúe en una fase avanzada». A pesar de la ambigüedad de esta máxima, el consenso de mercado sitúa ese umbral alrededor del 1,50%. Este se alcanzaría en el 1T 2018, según los futuros del *fed funds*, y en el 4T 2017, según CaixaBank Research. Por tanto, no sorprendería que la Fed anunciase en el último tramo del año el fin de la reinversión de vencimientos.

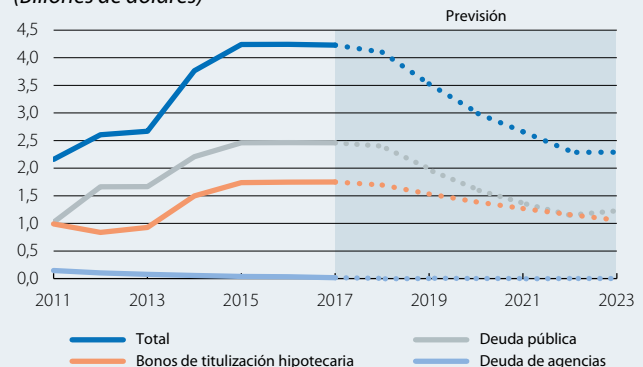
Menos certidumbre hay, si cabe, en torno a la senda de reducción prevista y al nivel de llegada del balance. En este sentido, el ejercicio de proyección realizado por la Fed de Nueva York, una de las pocas referencias oficiales disponibles, pone de relieve dos aspectos relevantes: la gradualidad del proceso de normalización de balance, que finalizaría en 2022, y el tamaño que prevalecería entonces, alrededor de los 2,3 billones de dólares.

A pesar de las múltiples incertidumbres que rodean esta cuestión, hay razones de peso para que la entidad inicie la normalización de su balance. Primero, la constatación de que el crédito fluye con normalidad desde hace años. Ello hace que ya no sea necesaria una intervención tan directa con la compra de títulos de deuda. Segundo, la mejora de las condiciones macroeconómicas, y el aumento de la inflación en particular, hace necesaria una gradual normalización monetaria y esta pasa, en parte, por un aumento de los tipos de interés a largo plazo. En cambio, uno de los elementos que perseguía la implementación del QE era la disminución de estos cuando el *fed funds* alcanzó la *zero lower bound*. En definitiva, la plena normalización monetaria requiere un entorno en el que las fuerzas de mercado vuelvan a tener un papel protagonista en la fijación de los tipos de interés, y la menor presencia de la Fed en los mercados de deuda es clave.

Sin embargo, la gestión del balance también entraña riesgos, no tanto por la complejidad operativa como por su dificultad comunicativa. En efecto, los anuncios relativos a las actuaciones presentes o futuras en materia de balance, bien expansivas o contractivas, pueden originar fluctuaciones bruscas y desestabilizar algunos mercados de activos. En concreto, los agentes del mercado de bonos pueden inferir de forma incorrecta o sesgada cambios en la política de tipos del banco central si la comunicación no es lo suficientemente clara y concisa. Lo sucedido en la primavera de 2013 fue un claro ejemplo del funcionamiento de este mecanismo de transmisión de la política monetaria no convencional, también conocido como *signaling effect*.<sup>1</sup> El preanuncio del *tapering* por parte del entonces presidente de la Fed, B. S. Bernanke, desencadenó intensos repuntes de los tipos a largo estadounidenses y fuertes turbulencias en los mercados emergentes. En esta ocasión, la Fed extremará la cautela para evitar que se repita un episodio de características similares a las de 2013. Para ello, se antoja necesario que la institución dé a conocer de forma precisa los aspectos clave del cese de la reinversión de vencimientos desde el mismo momento de su anuncio. A saber, el alcance de este proceso (parcial o sobre la totalidad de los bonos), su ritmo o gradualidad (cese en una o en más etapas) e, idealmente, el tamaño del balance que el banco central pretende alcanzar.

### EE. UU.: proyecciones de la cartera de activos de la Fed \*

(Billones de dólares)



**Nota:** \* Proyecciones de la Reserva Federal de Nueva York. El ejercicio asume que la reinversión (total o parcial) de vencimientos se prolonga hasta marzo de 2018.

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

1. Para una explicación didáctica sobre los distintos mecanismos de transmisión de la política monetaria no convencional, véase Bernanke, B. S. (2012), «Monetary Policy since the Onset of the Crisis».

## FOCUS · Curva de tipos, expectativas de crecimiento y probabilidad de recesión

Desde la elección de Donald Trump, la incertidumbre sobre el rumbo que tomará la economía norteamericana ha aumentado notablemente. Por un lado, la política fiscal expansiva que ha prometido llevar a cabo el nuevo presidente o la menor regulación de algunos sectores han alimentado una visión más optimista de las perspectivas de crecimiento. Sin embargo, hay varios factores que siguen obligando a mantener, como mínimo, un tono muy cauto. Entre ellos, por ejemplo, una tasa de paro que ya se sitúa cerca del mínimo histórico y que, por tanto, parece que tiene poco recorrido, un aumento del proteccionismo o el delicado proceso de normalización monetaria que se espera que lleve a cabo la Fed en los próximos trimestres.

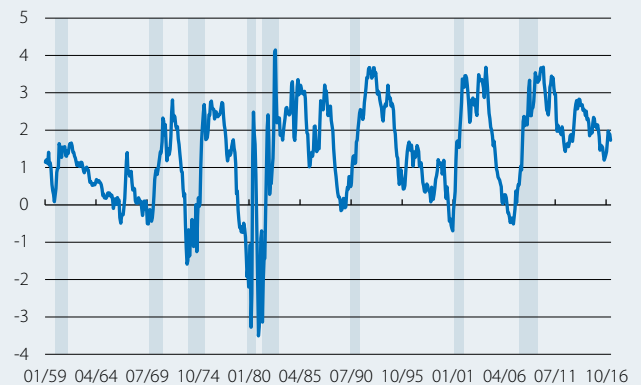
Un indicador que se suele utilizar para valorar la posición cíclica de la economía estadounidense es el que construye la Fed de Nueva York a partir de la pendiente de la curva de tipos de interés de los bonos soberanos estadounidenses. Los tipos de interés a corto plazo están influenciados por la política monetaria que lleva a cabo la Reserva Federal. En cambio, los tipos de interés a largo plazo reflejan principalmente las expectativas sobre la evolución futura de los tipos a corto. Así, cuando la diferencia entre los tipos de interés a largo y los de corto es elevada, suele coincidir con momentos en los que los inversores esperan una aceleración del crecimiento y de la inflación. Lo contrario ocurre cuando la diferencia entre los tipos a largo y los tipos a corto es pequeña o incluso negativa.

Utilizando el diferencial de tipos de interés a 10 años respecto al de tres meses, la Fed de Nueva York ha estimado la probabilidad de que se produzca una recesión en EE. UU. en los próximos 12 meses. Como se puede observar en los gráficos adjuntos, las ocho recesiones que se han producido en EE. UU. desde 1960 han ido acompañadas de una reducción del diferencial entre los tipos a largo y los tipos a corto, un patrón que recoge el modelo estimado por la Fed. Sin embargo, también es cierto que en alguna ocasión se ha dado el caso que la pendiente de la curva se ha reducido y, finalmente, no se ha producido una recesión, como en 1967 y en 1999, aunque en este último caso la recesión acabó sucediendo en 2001.

Aplicado a la situación actual, las perspectivas que ofrece la pendiente de la curva de tipos de interés y el modelo de la Fed de Nueva York son relativamente optimistas. El diferencial de tipos de interés se sitúa alrededor de los 1,70 p. p. actualmente, 0,3 p. p. por encima del promedio histórico. En este contexto, no sorprende que la probabilidad de recesión que ofrece el modelo de la Fed de Nueva York sea relativamente bajo, del 5,2%, concretamente.

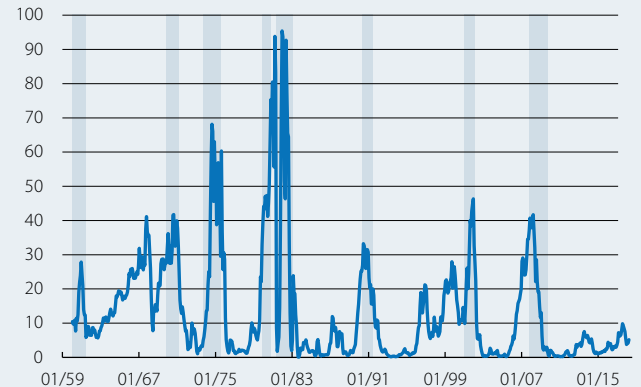
Sin embargo, el indicador de la Fed de Nueva York deberá seguirse de cerca en los próximos trimestres. Los miembros del FOMC tienen previsto continuar con el proceso de normalización monetaria, según sus previsiones, con un aumento de 1,25 p. p. del *fed funds* hasta diciembre de 2018. Por tanto, previsiblemente, el tramo corto de la curva irá al alza. En este escenario, la respuesta de los tipos a largo nos dará información valiosa sobre las condiciones de fondo de la economía estadounidense.

**EE. UU.: diferencial de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años y a 3 meses (%)**



*Nota:* Las áreas sombreadas denotan las recesiones.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

**EE. UU.: probabilidad de recesión predicha por el diferencial de tipos de interés (%)**



*Nota:* Las áreas sombreadas denotan las recesiones.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,33	0	-1,0	-8,7
Euríbor 12 meses	-0,11	-0,11	0	-2,8	-10,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,72	-0,88	16	8,1	-24,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,74	-0,90	16	2,6	-24,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,33	0,21	12	12,2	19,3
Deuda pública a 10 años (España)	1,67	1,66	1	28,6	22,9
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) <sup>1</sup>	134	145	-11	16,3	3,6
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	1,00	0,75	25	25,0	50,0
Líbor 3 meses	1,15	1,06	9	15,2	51,9
Líbor 12 meses	1,80	1,76	4	11,4	56,1
Deuda pública a 1 año	1,02	0,82	20	20,9	44,0
Deuda pública a 2 años	1,25	1,26	-1	6,2	46,6
Deuda pública a 10 años	2,39	2,39	0	-5,4	58,7

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

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	73	1	1,7	-2,0
Itraxx Financiero Sénior	89	92	-3	-4,7	-6,2
Itraxx Financiero Subordinado	193	211	-19	-28,7	-17,1

### Tipos de cambio

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,065	1,058	0,7	1,3	-5,7
¥/€	118,670	119,270	-0,5	-3,5	-6,7
£/€	0,849	0,854	-0,7	-0,6	8,1
¥/\$	111,390	112,770	-1,2	-4,8	-1,2

### Materias primas

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	431,0	432,6	-0,4	1,9	7,2
Brent (\$/barril)	52,8	55,6	-5,0	-7,0	35,0
Oro (\$/onza)	1.249,4	1.248,3	0,1	8,4	0,6

### Renta variable

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.362,7	2.363,6	0,0	5,5	15,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.500,9	3.319,6	5,5	6,4	16,5
Ibex 35 (España)	10.462,9	9.555,5	9,5	11,9	18,8
Nikkei 225 (Japón)	18.909,3	19.119,0	-1,1	-0,7	10,6
MSCI emergentes	958,4	936,4	2,3	11,1	17,6
Nasdaq (EE. UU.)	5.911,7	5.825,4	1,5	9,8	22,0

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

## COYUNTURA · La actividad económica mejorará en 2017

**La economía mundial acelerará el ritmo de avance en 2017.** El crecimiento del PIB se situará en el 3,4% en 2017, levemente por encima del 3,1% de 2016, por la mejora tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. Distintos elementos apoyan esta dinámica. Entre ellos, destaca una política monetaria todavía acomodaticia en los países avanzados, a pesar del proceso de normalización iniciado por la Fed estadounidense y que se saldó con una nueva subida de tipos en la pasada reunión de marzo. La recuperación moderada del precio del petróleo es otro factor que se añade al optimismo de cara a 2017, pues dicha recuperación favorecerá a los países exportadores sin perjudicar excesivamente a los importadores, por tratarse de un aumento muy gradual. Con todo, la debilidad mostrada por la cotización del crudo las últimas semanas, ante el dinamismo de la producción no convencional (*shale*), sugiere riesgos a la baja sobre este escenario.

**La incertidumbre sigue siendo elevada.** Destacan los riesgos de carácter político a uno y otro lado del Atlántico. En este sentido, en los Países Bajos, la victoria del actual primer ministro, Mark Rutte, frente al candidato populista de extrema derecha, Geert Wilders, ayudó a moderar la incertidumbre en Europa. En EE. UU., la Administración Trump tuvo que retirar su propuesta para derogar parte del Obamacare, por falta de apoyos en sus propias filas. A nivel más global, el G-20 no fue capaz de alcanzar una declaración consensuada a favor del libre comercio y en contra del proteccionismo.

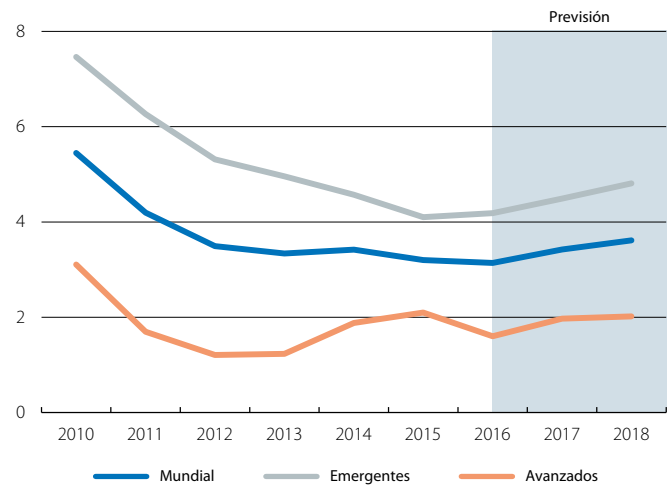
### ESTADOS UNIDOS

**Los indicadores de sentimiento y de actividad económica siguen mostrando avances considerables,** aunque los primeros más que los segundos. En marzo, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board aumentó hasta los 125,6 puntos, alcanzando el máximo de los últimos 16 años. Asimismo, el índice de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas alcanzó los 57,7 puntos (máximo de los últimos dos años), y su homólogo de servicios se situó en los 57,6 puntos, en una cómoda zona expansiva (por encima del límite de los 50 puntos). Por su parte, los indicadores de actividad también continuaron exhibiendo avances, en general, significativos, aunque menos dinámicos que los de sentimiento. Así, en febrero, las ventas minoristas y el gasto en consumo de los hogares (en términos reales) crecieron, pero menos que en los meses previos. Por su parte, el índice de producción industrial se mantuvo plano con respecto al mes anterior.

**La Fed aumenta el tipo de interés avalada por la tendencia al alza de la inflación y un mercado laboral que muestra la madurez del ciclo económico.** En su reunión de marzo, la Fed decidió incrementar el tipo de interés de referencia en 25 p. b., hasta el intervalo 0,75%-1,00% ante la confianza que la propia institución tiene en la economía de EE. UU. En el ámbito laboral, en febrero, se crearon 235.000 puestos de trabajo, un registro sustancial dada la cercanía de la economía estadounidense al pleno empleo. La tasa de paro se mantuvo prácticamente esta-

### PIB mundial

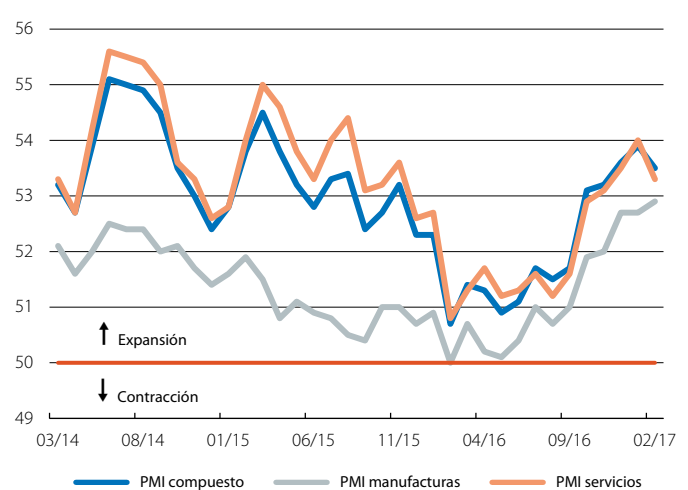
Variación anual (%)



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

### Indicadores de actividad mundial

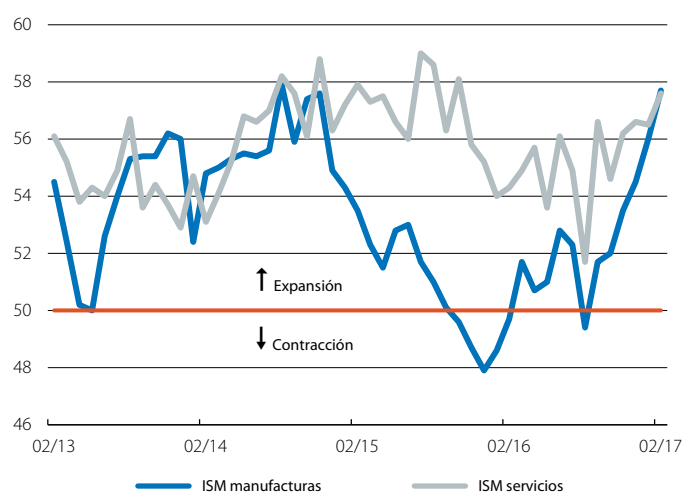
Nivel



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

### EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



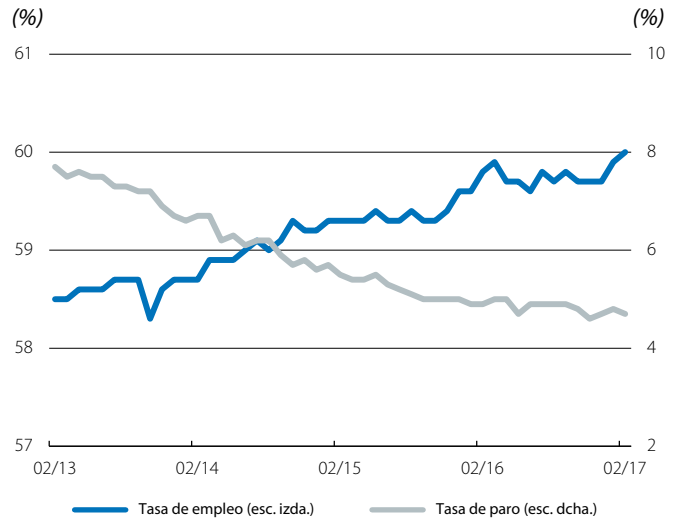
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

ble, en el 4,7%, y los salarios avanzaron un significativo 2,8% interanual. Por su parte, la inflación siguió subiendo hasta situarse en el 2,7%, 2 décimas por encima del registro de enero. La inflación subyacente (sin alimentos ni energía) se emplazó en el 2,2%, 1 décima menos que en enero. En la misma línea, la variación interanual del índice de precios subyacente del gasto en consumo personal, que es el índice de precios de referencia de la Fed, se situó en el 1,7% en enero, igualando el registro del mes anterior. Sin duda, el aumento continuado de la inflación general y la estabilización de la subyacente, en torno al 2%, respaldan la nueva subida de tipos. Una subida, sin embargo, que no marca ningún cambio de tono en el discurso de la Fed, que sigue contemplando dos subidas adicionales este 2017 y tres en 2018 (tal y como ya preveía a finales de 2016 y en línea con el escenario de CaixaBank Research). Un escenario de normalización muy gradual, toda vez que en los últimos cuatro ciclos de subidas el tipo oficial experimentó, en promedio, aumentos cercanos a 1,7 p. p. al año (véase el Focus «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente», en el IM12/2015).

**Elevada incertidumbre en torno al PIB del 1T 2017.** Tras seis años de expansión, la economía estadounidense presenta unas tasas de crecimiento significativas, alrededor del 2%, que se apoyan en la solidez del consumo privado, la buena marcha del sector inmobiliario y la mejora de la inversión empresarial. Asimismo, el escenario de CaixaBank Research prevé que la política fiscal será otro elemento que apoyará el crecimiento económico en el tramo final de 2017 y a lo largo de 2018. Sin embargo, a corto plazo, no se puede descartar que el PIB del 1T sea algo inferior a lo previsto. Aunque el *momentum* que muestran los indicadores de sentimiento y actividad económicos es bueno, hay que recordar que el BEA (la oficina estadística estadounidense que elabora los datos de contabilidad del país) tiende a subestimar el avance del PIB del 1T y a sobreestimar el del resto de trimestres al corregir por los efectos estacionales. Se trata de un problema consabido, pero el propio BEA no logró corregirlo en la revisión anual de la serie histórica que realizó el pasado verano, por lo que no sería extraño un avance del PIB entre 1 p. p. y 1,5 p. p. por debajo de lo previsto (en términos intertrimestrales anualizados). En este sentido, el modelo de previsión de la Reserva Federal de Atlanta, el GDPNow, que se ha caracterizado por anticipar estas súbitas ralentizaciones, estima un crecimiento del 1,0% intertrimestral anualizado, muy por debajo del 2,8% promedio del 3T-4T 2016, y del 2,1% previsto por CaixaBank Research para el 1T 2017.

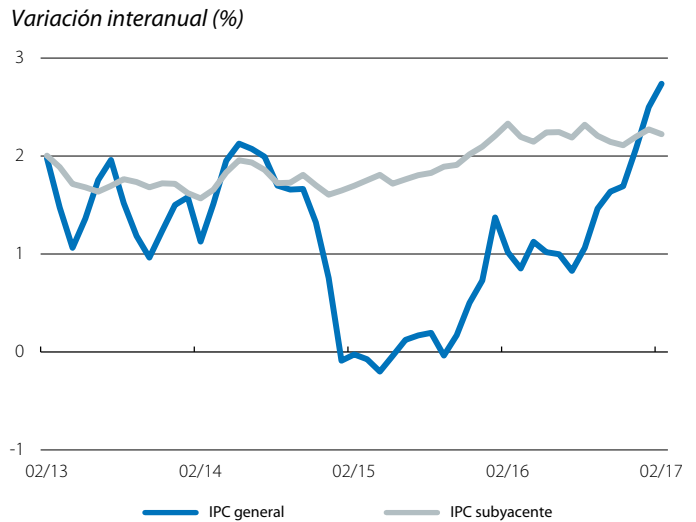
**Los riesgos en el cuadro macroeconómico siguen elevados.** A medio plazo, la incertidumbre sobre las políticas de la Administración Trump y el grado de apoyo que pueden recibir del Congreso es un riesgo sobre las perspectivas económicas de EE. UU. Un riesgo que puede ser bajista o alcista, pues la agenda del nuevo presidente incorpora elementos tanto positivos como negativos para el crecimiento estadounidense. En negativo, encontraríamos una deriva proteccionista o la deportación masiva de inmigrantes. En positivo, tenemos la promesa de un impulso fiscal importante que, además de rebajar los tipos impositivos, podría incluir un importante aumento del gasto en infraestructuras (véase el dossier «EE. UU.: invertir o no invertir, esa es la cuestión» en el IM03/2017). Con todo, en el ámbito fiscal, la primera propuesta presupuestaria para el año fiscal 2018 presenta-

**EE. UU.: mercado laboral**



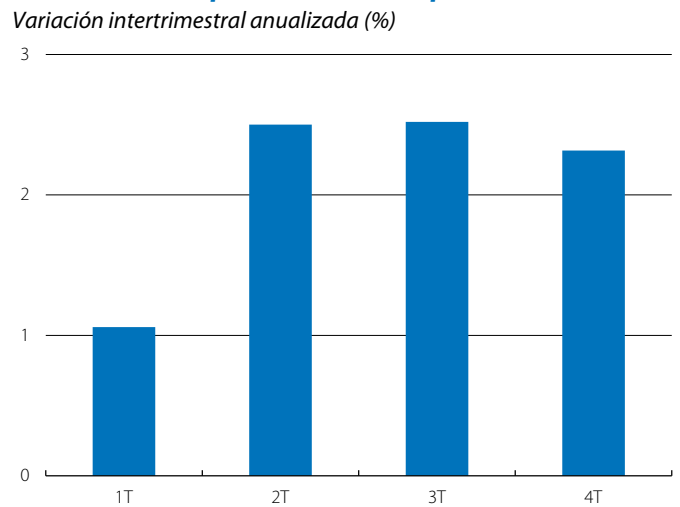
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

**EE. UU.: IPC**



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

**EE. UU.: avance promedio del PIB por trimestres**



Nota: Crecimiento intertrimestral promedio del 1T, 2T, 3T y 4T para el periodo 1T 2010-4T 2016. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA.

da por la nueva Administración ha sido poco ambiciosa y muy incompleta, por lo que existen riesgos a la baja sobre el soporte fiscal previsto para finales de 2017 y a lo largo de 2018.

**EMERGENTES**

**En el plano emergente, la actividad sigue sólida al inicio de 2017.** Así lo muestra el indicador de actividad agregado para el conjunto de las economías emergentes elaborado por el IIF, que en febrero siguió aumentando desde niveles ya elevados. Este aumento se apoyó en la mejora generalizada de la producción industrial, así como en una recuperación del comercio internacional de manufacturas en estas economías. En este contexto se mantuvieron las entradas de capitales extranjeros después del fuerte episodio de salidas que siguió a la victoria de Trump. En particular, según las estimaciones diarias de flujos de cartera del IIF, durante la semana que siguió a la nueva subida de tipos de la Fed, los emergentes recibieron el mayor flujo de entradas de capitales desde septiembre de 2013. Sin duda, la reiteración por parte de la Fed de que el proceso de subidas será muy gradual supuso un alivio para dichos flujos.

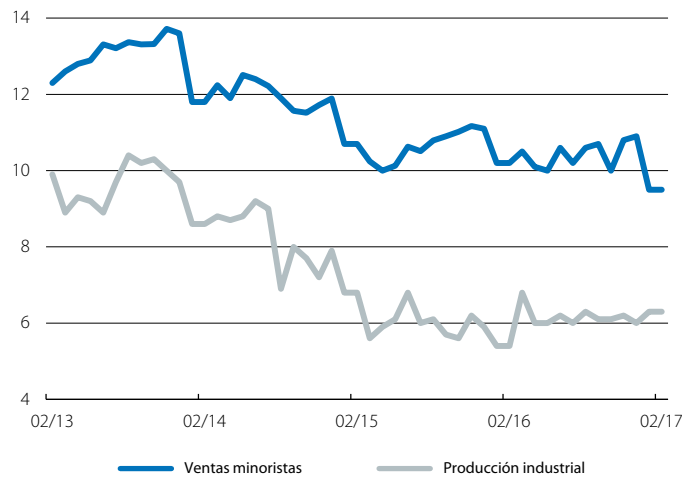
**China fija en el 6,5% su objetivo de crecimiento, refrendando el escenario de soft landing.** El Ejecutivo del primer emergente mundial anunció en la Asamblea Nacional Popular de marzo un objetivo de crecimiento del 6,5% para este 2017, ligeramente por debajo del 6,7% de 2016, y en línea con un escenario de «aterrizaje suave». Cabe recordar que el gigante asiático se encuentra inmerso en un cambio de modelo productivo, que promueve el consumo doméstico y los servicios frente a los componentes inversor-exportador y las manufacturas. Un cambio que comporta una nueva trayectoria de crecimiento más lenta, pero más equilibrada. Y, aunque la transición de un paradigma a otro se prevé suave, se está desarrollando en un entorno con importantes desequilibrios (elevado nivel de deuda, sobrecapacidad en algunos sectores y alto grado de intervención pública), por lo que los riesgos se mantienen muy elevados.

**En Brasil, la salida de la recesión se demora.** En el 4T 2016, el PIB sorprendió con un descenso del 0,9% intertrimestral (-2,5% interanual), mayor de lo previsto. El dato reiteró las dificultades del país para superar la recesión, en particular debido a la persistente debilidad del consumo privado, que suma ocho trimestres con una tasa de variación intertrimestral negativa. En el cómputo anual de 2016, el PIB cayó un 3,6%. Ante la debilidad de la economía, la previsión de crecimiento del PIB de 2017 elaborada por CaixaBank Research se rebaja del 0,9% al 0,7%. En positivo, la inflación descendió considerablemente ante el efecto antiinflacionista de la apreciación del real.

**Turquía acaba con un crecimiento sorprendentemente robusto.** En el 4T 2016 el PIB avanzó un 3,5% interanual, muy por encima de lo previsto. La aceleración de la demanda interna explica la inesperada recuperación de la economía turca (en el 3T el PIB había caído un 1,3% interanual). A pesar de este buen final de 2016, cuyo crecimiento anual fue del 2,9%, se espera que la actividad pierda cierto impulso en 2017 debido a la incertidumbre política (el 16 de abril se celebra el referéndum para validar la nueva constitución que modificará notablemente el marco institucional turco), las vulnerabilidades exteriores del país y la elevada inflación.

**China: indicadores de actividad**

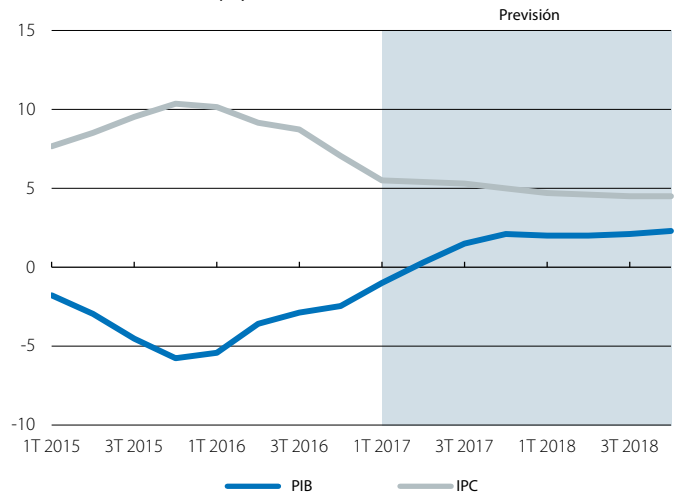
Variación interanual (%)



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

**Brasil: PIB e IPC**

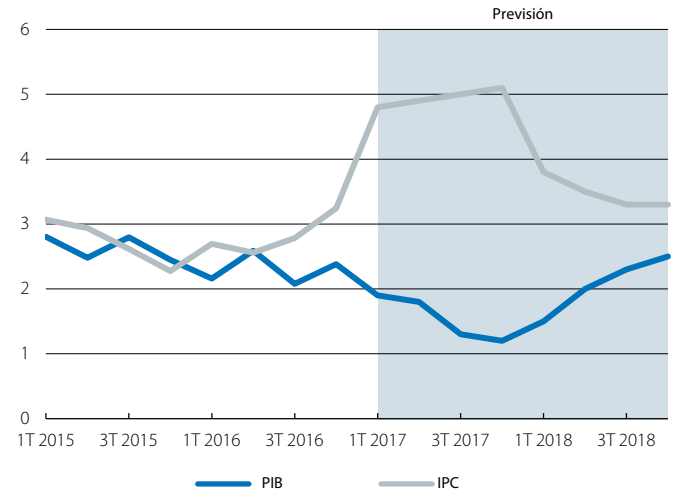
Variación interanual (%)



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

**México: PIB e IPC**

Variación interanual (%)



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



## FOCUS · ¿Quo vadis, Turquía?

Turquía parece estar perdiendo el favor de los inversores. Desde el intento de golpe de Estado de julio de 2016, la lira se ha depreciado un 21% respecto al dólar. Esta es, de lejos, la peor evolución entre las divisas emergentes. También siguió a la fracasada intentona golpista una revisión a la baja de la calificación crediticia turca y, en enero, perdió el grado de inversión por parte de la única agencia, Fitch, que todavía no lo consideraba «inversión especulativa». En este contexto, la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano turco a 10 años y la de su equivalente estadounidense (la prima de riesgo) alcanzó, en julio pasado, la zona de los 800 p. b., donde se ha mantenido desde entonces.

Las dudas sobre la deriva política reciente de Turquía parecen ser el detonante de todas estas dinámicas. El país, hasta la fecha, dispone de un marco institucional mejor que el de muchos emergentes, pero los últimos acontecimientos están sembrando dudas de si ello continuará siendo así. En este contexto, cobra especial importancia el resultado del referéndum del 16 de abril, en el que se pide a la ciudadanía que refrende un importante cambio en la Constitución. Si, como se prevé, el electorado lo ratifica, Turquía dispondrá de un régimen institucional en el que los poderes ejecutivos del presidente se verán notablemente reforzados, lo que abre interrogantes sobre hasta qué punto se deteriorarán los equilibrios, hasta la fecha bien afinados, entre los poderes ejecutivo, legislativo y judicial.

Sin embargo, no solo la dimensión política genera interrogantes. Turquía ha experimentado una etapa de fuerte crecimiento desde la salida de la Gran Recesión. Así, entre 2010 y 2016, el crecimiento anual promedio se situó en el 6,7%. Pero este dinamismo ha venido acompañado de dos desequilibrios importantes: una elevada inflación (8,0% en 2010-2016) y un amplio déficit por cuenta corriente (-6,3% del PIB, en ese mismo periodo), que, a su vez, ha generado un aumento preocupante de la deuda externa (aumento de 12 p. p. de PIB entre 2010 y 2016, hasta el 48,5%). Las empresas turcas han aprovechado las favorables condiciones financieras internacionales en los últimos años, de manera que la deuda corporativa (excluyendo la banca) en divisas extranjeras escaló hasta el 32,3% del PIB en el 3T 2016 (dos terceras partes en dólares y el resto en euros), el doble que hace 10 años. Ello representa un flanco débil si el dólar y el euro, como se espera, siguen apreciándose frente a la lira. Y no cabe esperar una excesiva combatividad por parte del Banco Central de Turquía para defender su divisa, ya que sus reservas internacionales son limitadas (no llegan a cubrir la deuda externa a corto plazo).

Se trata de un patrón históricamente habitual en el país que, a medida que acelera su ritmo de actividad, intensifica su dependencia de la financiación exterior y acumula tensiones inflacionistas. Además, en los últimos años, ello

se ha visto favorecido por una política monetaria excesivamente laxa: Turquía no ha tenido un tipo de referencia real positivo desde 2009. Demasiada cuerda monetaria para una economía que, como decíamos, ha crecido holgadamente hasta 2016. En este contexto, cabe remarcar que las cuentas públicas han sido, quizás, de los pocos ámbitos que han destacado positivamente.

Turquía, por tanto, presenta múltiples frentes abiertos. Un aspecto que condicionará la evolución macroeconómica prevista es la inflación, que seguirá siendo elevada (7,9%) debido al efecto combinado de la fuerte depreciación de la lira y del alza de los precios de las materias primas. En este contexto, se espera que el banco central se muestre más beligerante que en años precedentes: según el consenso de los analistas de Bloomberg, el tipo de referencia podría situarse a finales de año en el 8,75%, 75 p. b. por encima del nivel actual. Con todo, vista la laxitud monetaria de años anteriores, estas predicciones deben tomarse con cautela. La erosión de la capacidad de gasto que se deriva de la alta inflación lastrará el consumo privado, lo que, junto con la previsible atonía de la inversión, impedirá un crecimiento elevado en 2017 (2,7%, algo menos que el 2,9% de 2016). Finalmente, el déficit corriente seguirá, también, en niveles elevados (5,6% del PIB). En este contexto, el IIF estima que las necesidades de financiación brutas de Turquía alcanzarán el 28% del PIB este año (en 2016 fueron del 22%). Un reto exigente en un contexto financiero internacional más restrictivo que en el pasado. Todo ello, probablemente, mantendrá a Turquía como uno de los «emergentes frágiles».

### Turquía: principales indicadores macroeconómicos

	2009-2013	2014	2015	2016 (e)	2017 (p)	2018 (p)
Crecimiento del PIB real (%)	5,6	5,2	6,1	2,9	2,7	3,0
Inflación IPC (%)	7,5	8,9	7,7	7,8	7,9	6,8
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	-6,3	-5,5	-4,5	-4,4	-5,6	-5,6
Saldo fiscal (% del PIB)	-2,0	0,1	1,3	-0,9	-1,7	-1,4
Deuda pública (% del PIB)	36,9	28,6	27,5	26,4	26,0	25,8

*Nota:* (e) Estimación; (p) Previsiones.

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

## FOCUS · ¿Comercio internacional y cadenas de valor global a la baja?

La ralentización del comercio mundial de los últimos años es un fenómeno que hemos ido tratando recurrentemente en estas páginas. Hemos analizado, por ejemplo, la pobre evolución de la inversión en los países avanzados, el cambio de patrón de China, el freno en el proceso liberalizador del comercio y el aumento del proteccionismo como elementos importantes en la desaceleración del comercio mundial.<sup>1</sup> En el presente Focus centramos la atención en la propia ralentización de la formación de las cadenas de valor globales (CVG) como un suceso destacado en el cambio de patrón del comercio.<sup>2</sup>

Entre finales de los años ochenta y principios de los 2000, tres factores empujaron la proliferación de las CVG. En primer lugar, la disminución de los costes de transporte, sobre todo el aéreo, como consecuencia de los avances tecnológicos del sector. En segundo lugar, el fuerte movimiento liberalizador que facilitó, entre otras cosas, importantes rebajas en los aranceles (de valores por encima del 30% a niveles por debajo del 3% para el promedio mundial). Por último, también fueron clave los avances en la tecnología de la información y la comunicación, pues comportaron una drástica disminución de los costes de coordinación de las múltiples fases del proceso de producción en los distintos países.

El auge de las CVG comportó un fuerte aumento de los flujos comerciales, que mantuvieron un ritmo de crecimiento muy superior al del PIB (véase el gráfico). El motivo es que los bienes y servicios pasaron a cruzar las fronteras en numerosas ocasiones durante el proceso de producción (véase la figura).

Sin embargo, en los últimos años se ha producido una desaceleración en el ritmo de creación de cadenas globales (algunos analistas hablan incluso de reversión), y su efecto sobre la ralentización del comercio global se estima significativo. En particular, distintos estudios le atribuyen entre un 25% y un 50% de la desaceleración del comercio.<sup>3</sup> El caso de China lo ejemplifica muy bien: el país asiático sigue siendo el primer exportador de manufacturas mundial, pero sus exportaciones han pasado de emplear un 60% de *inputs* importados a mediados de los noventa a un 35% en la actualidad. Los bienes chinos exportados, por tanto, están ahora algo menos integrados en las CVG.

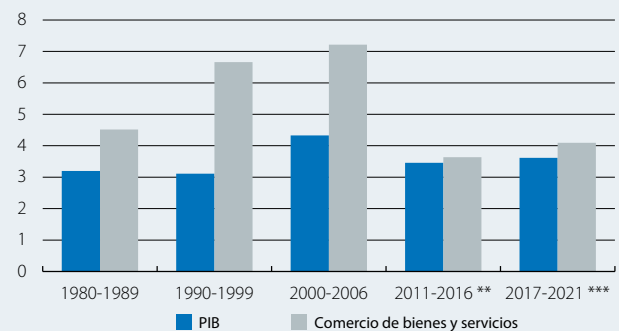
Este menor ritmo de creación de CVG es consecuencia, sobre todo, de un menor ritmo en la disminución de los costes comerciales (como resultado de una moderación en el proceso de liberalización comercial, por ejemplo), de una simple maduración del proceso de formación de las CVG, así como de un cambio de composición en la actividad económica mundial.

En cuanto al efecto composición, es destacable la relevancia ascendente de los servicios en la actividad económica mundial. A modo ilustrativo, en los BRICS han pasado de representar un promedio del 40% del PIB en 1990 a un 60%. Los servicios suelen ser menos comercializables, y los que lo son tienen una fragmentación de la cadena de producción mucho menor que la de las manufacturas. Así, fuertes tasas de avance en estos sectores comportan menores ritmos de crecimiento en los flujos comerciales y en la formación de CVG.

En definitiva, en la medida en que las CVG han agotado su fuerte recorrido al alza, la recuperación del comercio internacional se verá limitada. En este sentido, algunos expertos argumentan que, de hecho, las tasas de avance de los flujos comerciales de antaño (del 7%) forman parte de un periodo excepcional y que el entorno actual es simplemente el de una vuelta a los tiempos «normales».

### PIB mundial y comercio internacional \*

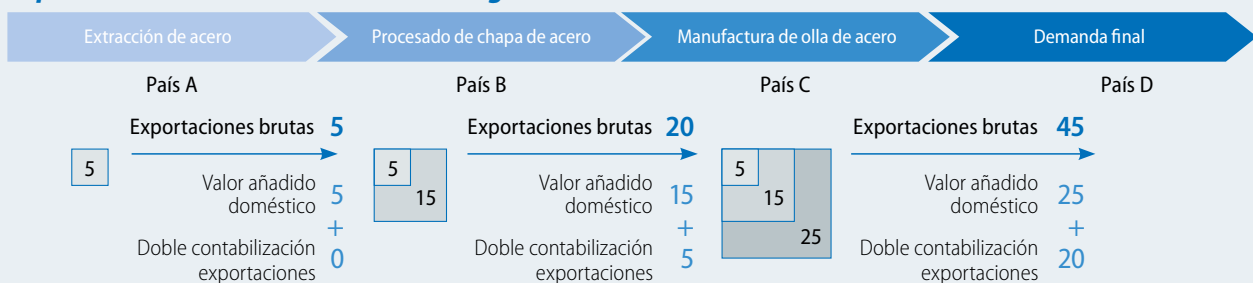
Variación anual promedio (%)



**Nota:** \* PIB en términos reales y en paridad del poder adquisitivo. Volumen de comercio de bienes y servicios; no se incluyen los años 2007-2010 por el efecto de la crisis. \*\* Estimación para 2016. \*\*\* Previsiones para 2017-2021.

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

### Exportaciones en una cadena de valor global



**Fuente:** CaixaBank Research.

1. Véanse los Focus «Ralentización del comercio mundial e inversión» y «Ralentización del comercio mundial: el papel del proteccionismo», en el IM12/2016 y el IM02/2017, respectivamente.  
 2. El término cadena de valor global se refiere a la división de la producción de un bien o servicio en distintas fases de producción localizadas en diferentes países.  
 3. Véanse Al-Haschimi, A., Gächter, M., Lodge, D. y Steingress, W. (2016), «The great normalisation of Global Trade», VoxEU, octubre; Constantinescu, C., Mattoo, A., Ruta, M., (2017), «Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade», Global Trade Watch, World Bank, Washington, D. C., IMF (2016), «Global Trade: What's behind the Slowdown?», WEO, octubre, capítulo 2.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,4	2,6	1,6	1,3	1,7	2,0	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	3,9	4,4	3,6	3,8	5,0	4,4	...
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,0	94,8	100,7	107,8	111,6	116,1	125,6
Producción industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,1	–1,0	–0,1	0,2	0,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,4	50,0	51,5	51,1	53,3	56,0	57,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.151	1.159	1.145	1.248	1.251	1.288	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	186	188	188	192	195	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,8	4,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,4	59,8	59,7	59,8	59,7	59,9	60,0	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	1,6	0,1	1,1	1,0	1,1	1,8	2,5	2,7	...
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	...

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

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

### JAPÓN

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
<b>Actividad</b>								
PIB real	0,2	1,2	0,4	0,9	1,1	1,6	–	...
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	41,4	41,2	42,1	42,1	43,2	43,1
Producción industrial	2,1	–1,2	–3,2	–1,7	0,5	2,6	1,9	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	6,0	6,0	6,0	10,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,2	3,2	3,0	3,1	3,0	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,5	–0,5	–0,2	0,1	0,5	0,7	0,9	1,0
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,8	0,8	0,0	–0,3	–0,5	0,3	0,5	0,2
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,6	0,6	0,2	0,1	0,1	–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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
<b>Actividad</b>								
PIB real	7,3	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	–	...
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,3	10,2	10,5	10,6	9,5	9,5
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	6,1	6,1	6,1	6,3	6,3
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,5	50,1	50,2	51,4	51,3	51,6
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	383	608	588	576	554	513	508	470
Exportaciones	6,0	–2,3	–14,3	–7,5	–7,0	–5,2	8,0	–1,5
Importaciones	0,4	–14,2	–14,1	–7,1	–4,7	2,1	16,7	38,0
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,0	1,4	2,1	2,1	1,7	2,2	2,5	0,8
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (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	6,5	6,5	6,7	6,8	6,9	6,9

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 economía de la eurozona gana firmeza en un entorno de incertidumbre

**Perspectivas de aceleración del crecimiento ante el inicio del calendario electoral.** A nivel europeo, marzo vino marcado por tres acontecimientos importantes que ponen de manifiesto cómo una actividad económica más sólida convive con un entorno de elevada incertidumbre política. En primer lugar, el BCE mejoró el mapa de riesgos ante la mayor firmeza de la recuperación y revisó ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de la eurozona hasta el 1,8% en 2017 y el 1,7% en 2018, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research del 1,7% tanto para 2017 como para 2018. En segundo lugar, en el plano político, las elecciones parlamentarias holandesas del 15 de marzo dieron el pistoletazo de salida al calendario electoral europeo, con unos resultados favorables a la formación de un gobierno continuista. La próxima cita electoral serán las elecciones presidenciales francesas de finales de abril, que suponen uno de los principales focos de incertidumbre para la economía de la eurozona y en las que están puestas todas las miradas. Por último, el 29 de marzo, el Reino Unido activó formalmente el proceso de separación con la UE. De este modo, se inicia un plazo de dos años de negociaciones en las que, dados los importantes vínculos entre las partes, el Reino Unido y la UE deben fijar las bases de una nueva relación tan poco disruptiva como sea posible. Sin embargo, el proceso será complejo y la incertidumbre a su alrededor es elevada.

**La demanda interna impulsa el crecimiento de la eurozona.** El avance del 0,4% intertrimestral del PIB de la eurozona en el 4T 2016 fue fruto de la contribución positiva de la demanda interna, de 0,5 p. p., y de una demanda externa que restó ligeramente al crecimiento (-0,1 p. p.). Más allá del buen tono que mantuvo el consumo privado, con un crecimiento del 0,4% intertrimestral, destacó el importante avance de la inversión, del 0,6% intertrimestral. Esta fortaleza de la demanda interna también se reflejó en un aumento de las importaciones del 2,0% intertrimestral, que explica la contribución negativa del sector exterior pese al buen desempeño de las exportaciones (1,5%). El dato del 4T muestra un patrón de crecimiento similar al del conjunto del año 2016: el PIB creció un 1,7%, con una aportación de 1,9 p. p. por parte de la demanda interna y una demanda externa que restó 0,2 p. p. al crecimiento anual del PIB.

**Los indicadores de actividad apoyan una mayor solidez del crecimiento en el 1T.** En marzo, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para la eurozona alcanzó su nivel máximo desde abril de 2011, y llegó a los 56,7 puntos (en zona claramente expansiva, por encima de los 50 puntos). En la misma línea, el índice de sentimiento económico (ESI) de marzo también se mantuvo en máximos desde 2011 con un registro de 107,9 puntos. Además, la aceleración de los indicadores de actividad fue generalizada en todos los países. En Alemania, el índice compuesto PMI subió hasta los 57,0 puntos (56,1 en febrero) y el ESI avanzó hasta los 109,2 puntos. Más destacable es el buen desempeño de los indicadores franceses, el PMI compuesto alcanzó los 57,9 puntos (55,9 en febrero) y el ESI se

### Eurozona: previsiones del BCE

Variación anual (%)

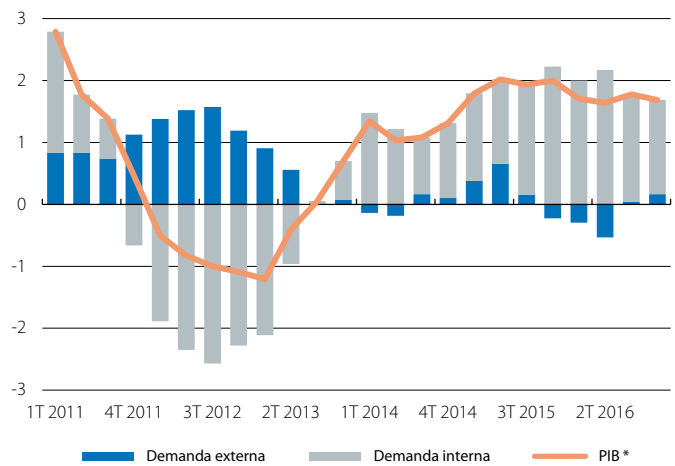
	Previsión			Variación respecto a la previsión diciembre 2016 (p. p.)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
PIB	1,8	1,7	1,6	▲ 0,1	▲ 0,1	=
IPCA *	1,7	1,6	1,7	▲ 0,4	▲ 0,1	=
IPCA sin energía ni alimentos	1,1	1,5	1,8	=	▲ 0,1	▲ 0,1

Nota: \* Índice de precios al consumo armonizado.

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

### Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

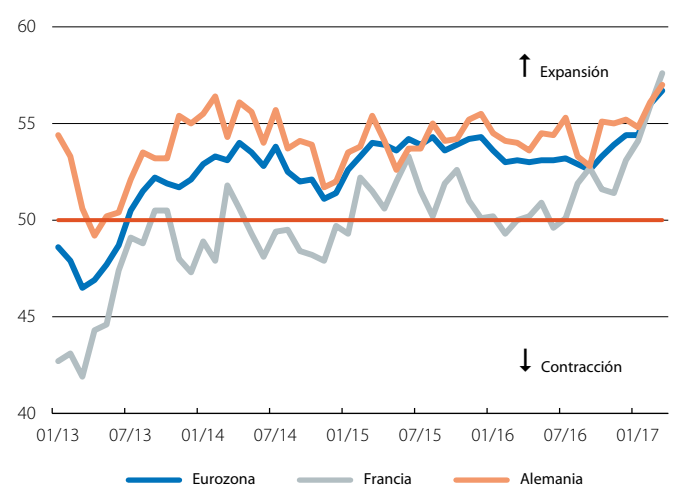


Nota: \* Variación interanual (%).

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.

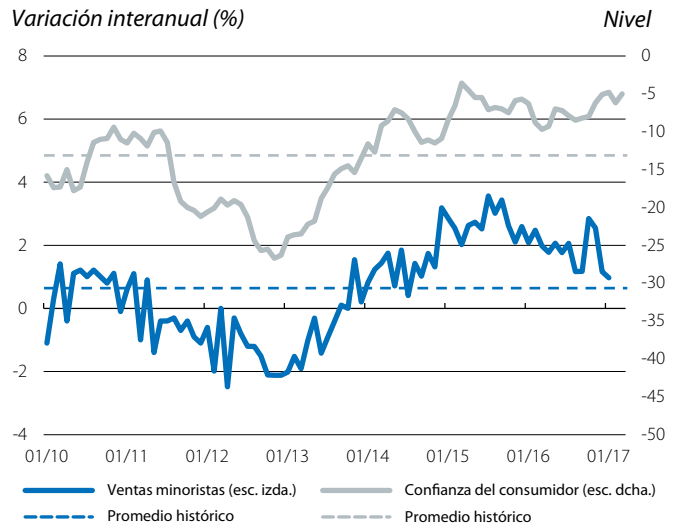
situó en los 104,9 puntos, registros que apuntan a una cierta aceleración de la actividad. Sin embargo, las elecciones presidenciales francesas de mayo son un foco de riesgo no despreciable y que se suma a unas perspectivas de crecimiento a medio plazo poco halagüeñas, por lo que la ambición reformista del presidente galo que salga elegido será fundamental.

**Los indicadores de consumo reflejan el buen tono de la demanda interna.** Concretamente, las ventas minoristas aumentaron un 1,0% interanual en enero, una cifra que, pese a estar ligeramente por debajo del registro de diciembre (1,2%), se mantiene por encima del promedio de los últimos años. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona se situó en los -5,0 puntos en marzo y mantiene la senda alcista que viene mostrando desde el 2T 2016. Esta buena dinámica del consumo de los hogares continuará en los próximos meses respaldada por la mejora del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias.

**El avance de la actividad se proyecta en la creación de empleo.** En el 4T 2016, el empleo aumentó un 0,3% intertrimestral en el conjunto de la eurozona (0,2% en el 3T) para cerrar el año 2016 en los 153,9 millones de empleados (el nivel más elevado desde el 3T 2008). El crecimiento del empleo fue generalizado por países, entre los que destacaron España y Portugal, ambos con un avance del 0,4%, y también Italia, con un aumento de la ocupación del 0,3% tras el bache del trimestre anterior (-0,1% en el 3T 2016). En Francia y Alemania, el aumento del empleo fue algo más moderado (del 0,2% y el 0,1%, respectivamente), aunque cabe recordar que la economía germana se encuentra cerca del pleno empleo. La mejora de la ocupación se refleja paulatinamente en el aumento de los salarios, que en el conjunto de la eurozona aumentaron un 1,6% interanual en el 4T, algo por encima del crecimiento promedio del 1T-3T. Sin embargo, las diferencias entre países son importantes y reflejan una situación muy dispar en los distintos mercados laborales. Así, los costes salariales avanzaron a mayor ritmo en Alemania (2,9% interanual) y en Francia (1,5% interanual), mientras que en Italia registraron un crecimiento débil tras varios trimestres en negativo.

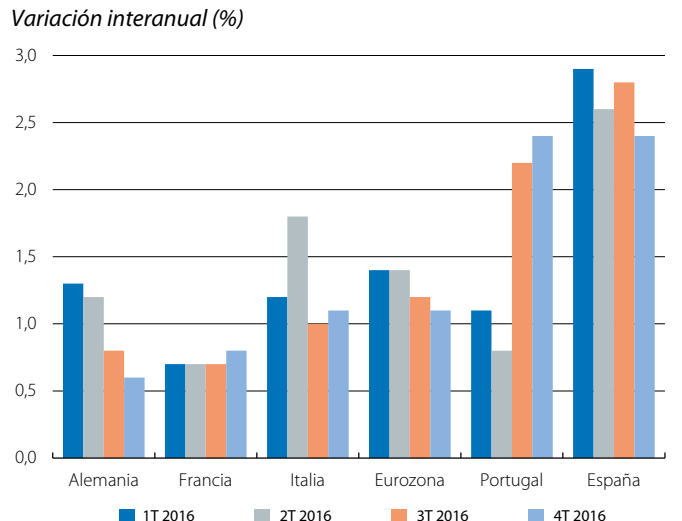
**La inflación prosigue con una dinámica de normalización.** La inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,5% en marzo. Esta cifra se sitúa 5 décimas por debajo del 2,0% registrado en febrero debido, en primer lugar, a la menor contribución de los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados). Del mismo modo que, en los últimos meses, el efecto base de las caídas del precio del petróleo de finales de 2015 se había traducido en fuertes contribuciones positivas de los precios energéticos, este efecto empieza a deshacerse con la estabilización del petróleo en la horquilla de los 50-55 dólares por barril. Además, la inflación subyacente, indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, se situó en el 0,7% en marzo, 2 décimas por debajo del dato de febrero. Este pequeño bache de la inflación subyacente responde a una menor contribución de los precios de los servicios, influenciados por un efecto de calendario de la Semana Santa, que este año recae íntegramente en abril, mientras que en 2016 fue en el mes de marzo. Más allá de este factor puntual, en los próximos meses esperamos una recuperación paulatina de la inflación subyacente de la mano del crecimiento de la actividad y la mejora del mercado laboral.

**Eurozona: indicadores de consumo**



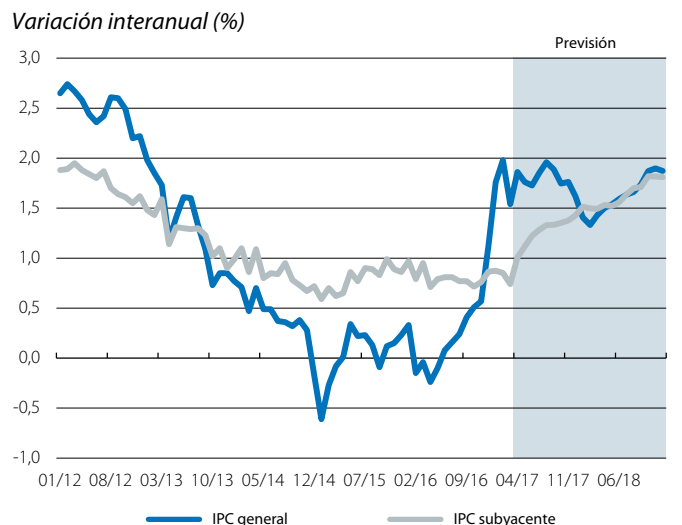
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

**Eurozona: empleo**



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

**Eurozona: IPC armonizado**



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

## PORTUGAL

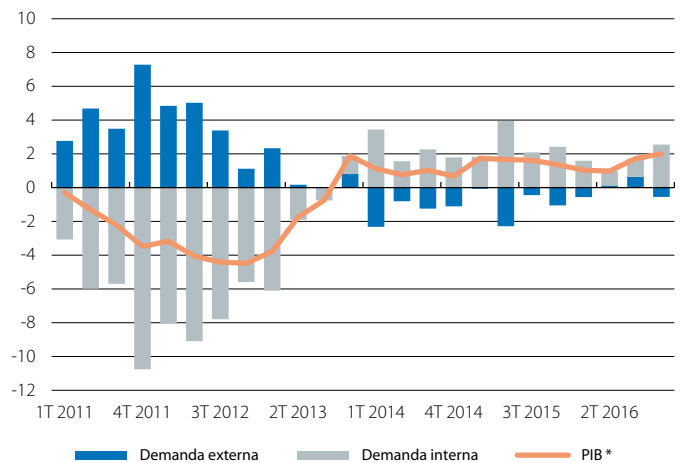
**El crecimiento de la economía portuguesa gana solidez a la vez que se siguen corrigiendo los desequilibrios macroeconómicos.** El PIB de Portugal creció un 2,0% interanual en el 4T 2016, el mayor ritmo de avance desde 2010. En el 4T, destacaron en positivo el avance del consumo privado, del 1,1% intertrimestral (0,4% en el 3T), y de la inversión, del 4,6% intertrimestral (0,2% en el 3T). En cambio, el consumo público tuvo un avance mucho más contenido, del 0,3% intertrimestral. El fuerte crecimiento de la demanda interna se tradujo en un importante avance de las importaciones (4,5% intertrimestral), razón por la que el sector exterior tuvo una contribución negativa al avance intertrimestral del PIB (-1,0 p. p.) a pesar de que las exportaciones avanzaron a buen ritmo (2,5% intertrimestral). Estos datos corroboran que la economía lusa está creciendo de un modo más equilibrado en la actual etapa expansiva iniciada en 2014, con la demanda interna como principal motor de crecimiento y un buen desempeño del sector exportador. En el conjunto del año 2016, el PIB creció un 1,4% y, de cara a 2017, se espera que el ritmo de crecimiento se mantenga en una cota similar. En concreto, el escenario de CaixaBank Research contempla un avance del PIB del 1,5% para este año.

**El déficit público disminuye, pero el nivel de deuda pública se mantiene elevado todavía.** El saldo público de Portugal cerró el año 2016 en el -2,1% del PIB, por debajo del objetivo de estabilidad marcado por la Comisión Europea (-2,5% del PIB). Esta cifra supone una mejora de 2,3 p. p. respecto al déficit de 2015 (-4,4%), fruto de un aumento de los ingresos del 0,9% y una disminución de los gastos del 3,8%. Los ingresos aumentaron tanto por la recuperación de la economía como por la toma de medidas extraordinarias, como el plan de pago de la deuda tributaria pendiente (PERES), mientras que la reducción del gasto se concentró en la inversión pública, las prestaciones sociales por desempleo y los intereses de la deuda. Tras esta mejora del saldo público, el Gobierno portugués ha pedido salir del procedimiento de déficit excesivo que tiene abierto con la Comisión Europea. Sin embargo, cabe remarcar que, con una deuda pública del 130,4% del PIB, será necesario seguir con la consolidación fiscal en los próximos ejercicios.

**El superávit por cuenta corriente de Portugal prosigue con un aumento gradual y se situó en el 1,0% del PIB en enero (acumulado de 12 meses).** Entre los años 2000 y 2008, el sector exterior de Portugal se caracterizaba por un persistente déficit por cuenta corriente, que llegó a alcanzar el -12,1% del PIB en 2008, fruto de un patrón de fuerte consumo interno, bajo ahorro y baja competitividad exportadora. Desde entonces, primero la corrección de las importaciones por el impacto de la recesión económica y más recientemente un conjunto de ajustes estructurales (consolidación fiscal, desendeudamiento privado y mejor especialización exportadora, tanto en productos como en destinos) han permitido corregir la dinámica negativa hasta alcanzar un superávit por cuenta corriente moderado. En términos de composición, este proceso se ha caracterizado, principalmente, por un aumento sostenido del superávit de la balanza de servicios y una corrección del déficit de la balanza de bienes. Así, en enero, la balanza de servicios registró un superávit del 7,1% del PIB y la balanza de bienes, un déficit del 5,0% del PIB.

### Portugal: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



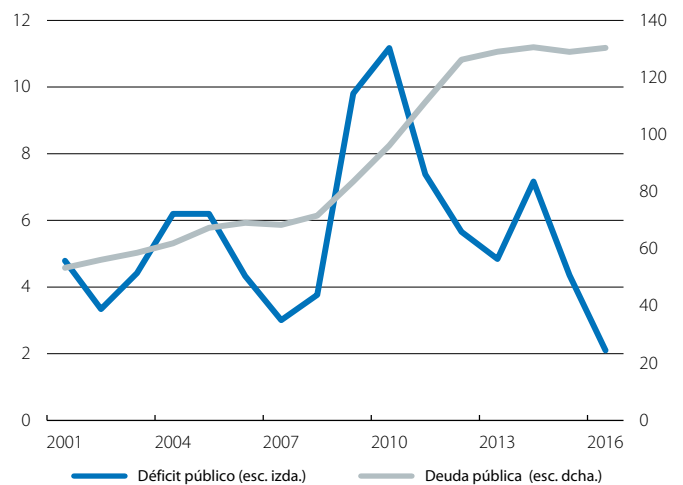
Nota: \* Variación interanual (%).

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

### Portugal: déficit y deuda pública

(% del PIB)

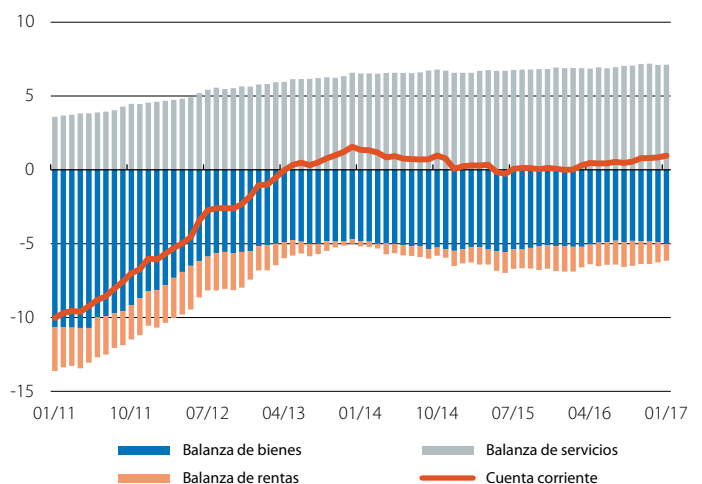
(% del PIB)



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

### Portugal: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (% del PIB)



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

## FOCUS · ¿Hacia dónde irán los tipos? El BCE y los fundamentos macroeconómicos

La evolución del tipo de interés de la deuda pública depende, en gran medida, de los fundamentos macroeconómicos globales y del país en cuestión. Por ejemplo, la capacidad de pago de un Estado depende del nivel actual de endeudamiento, de las expectativas sobre el superávit o déficit público y del crecimiento futuro de la economía. Asimismo, la salud de la economía europea determina el tipo de interés de referencia que fija el Banco Central Europeo (BCE), mediante el cual influencia la constelación de tipos de interés. Además, también son importantes los factores globales (como los tipos de interés de otras economías, en tanto que ofrecen oportunidades de inversión alternativas) y el apetito por el riesgo de los inversores. Con todos estos ingredientes, y a partir de las relaciones históricas entre ellos, estimamos el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años coherente con los fundamentos macroeconómicos, el llamado tipo macro.<sup>1</sup>

Como se puede observar en el primer gráfico, los fundamentos macroeconómicos suelen ser buenos indicadores del tipo observado en el mercado. En este sentido, un análisis por componentes muestra que los principales determinantes del tipo macro son el nivel de deuda pública, las condiciones financieras globales (tipo de interés de la deuda estadounidense y volatilidad financiera) y el tipo de interés de referencia del BCE. Así, en los últimos años, mientras que el nivel de deuda ha generado presiones al alza sobre los tipos, la mayor laxitud de las condiciones financieras globales (principalmente, por la política monetaria acomodaticia en EE. UU.) y la disminución del tipo de referencia del BCE han sido los factores dominantes que han provocado la disminución del tipo macro. Sin embargo, desde mediados de 2014, la implementación no convencional de la política monetaria del BCE ha llevado los tipos soberanos observados a niveles significativamente por debajo de lo que sugerirían los fundamentos macroeconómicos, principalmente en los países del núcleo de la eurozona.

Por ello, cabe esperar que la eventual retirada de la política monetaria no convencional del BCE conlleve una convergencia al alza de los tipos de interés observados hacia los tipos macro. No solo eso, sino que unas condiciones financieras menos laxas en EE. UU. y la normalización de los tipos de interés del BCE se traducirán también en un aumento de los tipos macro. ¿Qué pasará con las primas de riesgo a lo largo de este proceso? El segundo gráfico muestra que, después de la crisis financiera y de la deuda soberana, los fundamentos macroeconómicos justifican unas mayores primas de riesgo que en el periodo 2000-2007 (principalmente, por el elevado endeudamiento público y un menor dinamismo de la actividad). En los países del núcleo, la valoración del riesgo observada en los mer-

1. Se estima a partir de una regresión de panel entre 2000 y 2014 para Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Países Bajos, Irlanda, Italia y Portugal, con las siguientes variables explicativas: expectativas sobre el euríbor a tres meses y el crecimiento del PIB real, la ratio de deuda sobre el PIB, un indicador de volatilidad bursátil y el tipo soberano estadounidense a 10 años.

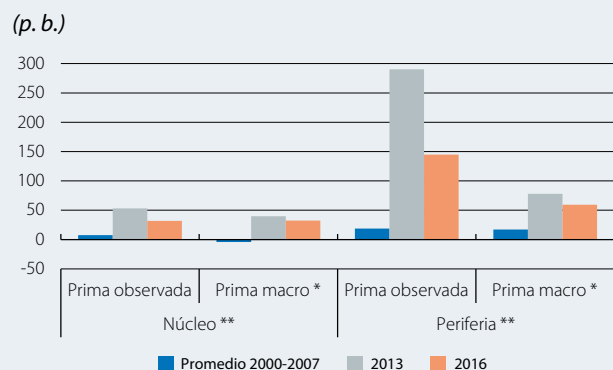
cados refleja estas diferencias en los fundamentos: las primas observadas hoy en día son coherentes con los fundamentos macroeconómicos. En cambio, en la periferia, los diferenciales observados se encuentran por encima de las primas de riesgo predichas por los fundamentos económicos. Esta discrepancia refleja un sentimiento inversor que aún penaliza a los países de la periferia<sup>2</sup> y que fue especialmente acusado durante la crisis de la deuda soberana. En este sentido, aunque en el Focus «La política monetaria del BCE y las primas de riesgo soberanas» del IM03/2017 observamos que, a corto plazo, la retirada del BCE podría provocar repuntes en las primas de riesgo, los fundamentos macroeconómicos apuntarían a que, a medio plazo, estas podrían volver a descender.

### Tipo de interés de la deuda soberana europea a 10 años \*



Notas: \* Promedio ponderado de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal. \*\* Tipo de interés predicho por los fundamentos macroeconómicos (condiciones financieras globales, política monetaria del BCE, deuda pública y expectativas de crecimiento). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters, Eurostat y Consensus Economics.

### Primas de riesgo soberanas para la deuda a 10 años



Notas: \* Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (condiciones financieras globales, política monetaria del BCE, deuda pública y expectativas de crecimiento). \*\* Núcleo: promedio ponderado de Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos. Periferia: promedio ponderado de España, Italia y Portugal. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters, Eurostat y Consensus Economics.

2. También podría reflejar un cambio estructural en la valoración de los fundamentos y su relación con el tipo de interés soberano.

## FOCUS · Reloj de la deuda pública en la eurozona

Desde 2015, el programa de compras de activos (QE) y la política de tipos bajos del BCE han rebajado sustancialmente los costes de financiación de los países de la eurozona. No obstante, los niveles de deuda pública siguen siendo muy elevados, por encima del 90% del PIB en el conjunto de la eurozona, y cuando se retiren los estímulos monetarios y los tipos de interés aumenten, la presión sobre las finanzas públicas empezará a crecer.

Ante este escenario, la corrección de la deuda hacia niveles más sostenibles resulta primordial. Los acuerdos alcanzados con la UE establecen que la deuda pública debe ser inferior al 60% del PIB, y que los países con un nivel superior deben situarlo por debajo de este umbral en un plazo máximo de 20 años. Con el fin de analizar el esfuerzo fiscal que ello puede suponer, estimamos el saldo público primario<sup>1</sup> necesario para que la deuda pública converja al objetivo establecido por la UE. Este ejercicio lo realizamos para el año 2020, momento en el que presumiblemente la normalización monetaria del BCE habrá empezado. Para ello, utilizamos las previsiones de crecimiento y deuda del FMI para 2020 y los tipos de interés que cabe esperar dados los fundamentos macroeconómicos de cada país y la política monetaria que se espera que lleve a cabo el BCE (véase el Focus «¿Hacia dónde irán los tipos? El BCE y los fundamentos macroeconómicos» de este Informe Mensual para una explicación detallada de la metodología).

Por un lado, países como Alemania y los Países Bajos muy probablemente presentarán una deuda pública inferior al 60% del PIB en 2020 y, por tanto, podrán mantener una política fiscal relativamente acomodaticia.

Otros países, en cambio, deberían sostener un importante esfuerzo fiscal si quieren reducir la deuda pública a la velocidad establecida por las reglas fiscales de la UE. Por ejemplo, países como Bélgica y España deberían mantener un superávit primario de alrededor del 1,5% del PIB y Francia, del 0,7%. Dado que estos países a día de hoy todavía presentan déficits primarios, una mejora de las cuentas públicas mientras los vientos soplan a favor puede ser de gran ayuda para el futuro.

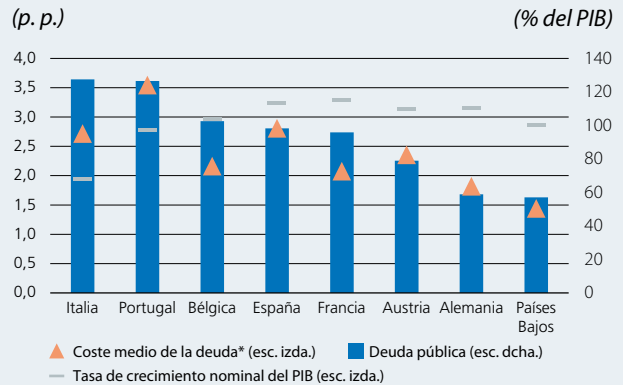
En Italia y Portugal el esfuerzo debería ser aún más elevado, ya que parten de un nivel de deuda pública relativamente alto y, especialmente en el caso italiano, las perspectivas de crecimiento no son muy halagüeñas. Para Portugal, el FMI también parece relativamente conservador en sus previsiones de crecimiento. Concretamente, una de las variables que determina la evolución de la deuda pública es la diferencia entre el tipo de interés y el crecimiento del PIB nominal, el llamado efecto bola de nieve. Intuitivamente, cuanto más elevado es el tipo de interés, mayor es el crecimiento nominal necesario para conseguir reducir la deuda

1. Saldo público antes del pago de intereses.

pública en porcentaje del PIB. Como se puede observar en el segundo gráfico, el efecto bola de nieve para Italia y Portugal presionaría al alza la deuda pública en 2020. No obstante, estos países podrán compensar el aumento de los costes de financiación y continuar con una reducción gradual de la ratio de deuda (aunque no al ritmo acordado) si mantienen el superávit primario actual.

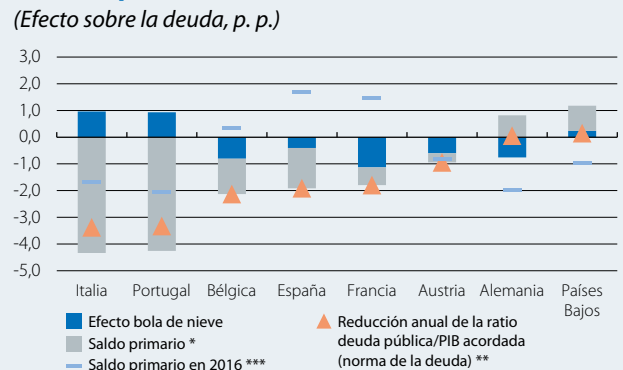
En definitiva, este sencillo análisis muestra que devolver la deuda pública a los niveles previos a la crisis es una tarea que requiere perseverancia y esfuerzo, y que se va haciendo todavía más ardua cuando la política monetaria empieza a normalizarse. Todo ello pone de manifiesto la importancia de tomar medidas para aumentar el crecimiento potencial en varios países europeos. La reducción de la deuda pública será mucho más llevadera si el crecimiento acaba siendo mayor del que actualmente barajan las principales instituciones internacionales.

### Previsiones de crecimiento, deuda pública y coste medio de la deuda para 2020



**Nota:** \*Coste medio de la deuda esperado con base en la metodología utilizada en el Focus «¿Hacia dónde irán los tipos? El BCE y los fundamentos macroeconómicos» de este Informe Mensual. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

### Análisis de la sostenibilidad de la deuda a medio plazo (2020)



**Notas:** \* El saldo primario se refiere al balance que satisface la norma de reducción de la deuda dado el efecto bola de nieve previsto en 2020. Los saldos primarios negativos corresponden a superávits. \*\* La norma de la deuda se refiere al ritmo anual al que debería reducirse la deuda pública para situarla en el 60% del PIB en un plazo de 20 años. \*\*\* Los saldos primarios positivos/negativos corresponden a déficits/superávits. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO y el FMI.



## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	2,7	1,9	2,2	1,8	1,4	2,3	1,2	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	2,1	1,4	1,4	1,0	1,1	2,3	0,6	...	...
Confianza del consumidor	-6,2	-7,7	-8,3	-7,8	-8,2	-6,4	-4,8	-6,2	-5,0
Sentimiento económico	104,2	104,8	103,9	104,2	104,2	106,9	107,9	108,0	107,9
PMI manufacturas	52,2	52,5	51,7	52,0	52,1	54,0	55,2	55,4	56,2
PMI servicios	54,0	53,1	53,3	53,1	52,6	53,4	53,7	55,6	56,5
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	1,0	1,3	1,4	1,4	1,2	1,2	-	...	-
<b>Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)</b>	10,9	10,0	10,3	10,1	9,9	9,7	9,6	...	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	4,3	4,2	4,1	3,9	3,8	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,0	10,2	9,9	10,1	10,0	10,0	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,6	11,6	11,6	11,8	11,9	...	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	20,5	20,1	19,3	18,7	18,2	...	...

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
<b>Saldo corriente: eurozona</b>	3,2	3,6	3,2	3,5	3,4	3,6	3,5	...
Alemania	8,6	8,4	8,7	8,9	8,6	8,4	8,3	...
Francia	-0,2	-1,1	-0,8	-0,8	-1,1	-1,1	-1,4	...
Italia	1,6	2,8	1,9	2,3	2,6	2,8	2,7	...
España	1,4	2,0	1,4	1,7	1,8	2,0	2,0	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	92,3	94,7	94,1	94,8	95,1	94,8	94,3	93,8

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-0,4	1,8	1,2	1,7	2,1	2,2	2,3	2,0	
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	0,7	1,7	1,5	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	2,1	1,9	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	11,1	10,0	11,2	10,1	9,5	9,3	9,3	9,2	
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,9	-2,4	-1,8	-1,2	-2,0	-2,2	-2,1	
Instrumentos negociables	2,6	2,9	-1,0	2,3	5,7	4,7	7,3	3,5	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,8	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	

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

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

## COYUNTURA · Sin síntomas de desaceleración

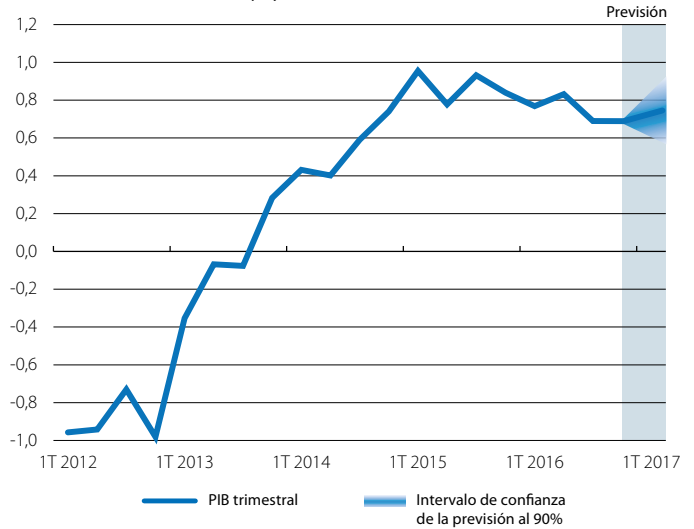
**El avance de la actividad prosigue a buen ritmo.** La economía española siguió evolucionando muy positivamente en los tres primeros meses del año y la anunciada desaceleración no parece vislumbrarse por el momento. En concreto, los indicadores de actividad correspondientes a los meses de enero y febrero fueron en general algo más positivos que los registrados en el trimestre precedente. Destacaron positivamente los indicadores relacionados con el consumo privado y, sobre todo, con la inversión en bienes de capital, lo que hace prever que estos componentes fueron los principales impulsores de la demanda interna en el 1T 2017. Por el lado de la oferta, el buen tono de los indicadores de sentimiento empresarial también ha ido acompañado de buenas cifras de negocio en el sector industrial y en el de los servicios en los primeros compases del año. En este contexto, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research estima un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el 1T, un ritmo de avance ligeramente superior al registrado en el 4T 2016 (0,7% intertrimestral).

**Perspectivas de crecimiento al alza.** Los buenos indicadores de actividad y de confianza, junto con una previsión de que el aumento del precio del petróleo será más moderado respecto a lo que preveíamos anteriormente, nos llevan a mejorar la previsión del crecimiento del PIB en 2 décimas, tanto en 2017 como en 2018, hasta el 2,8% y el 2,4%, respectivamente. También las previsiones del resto de analistas, recogidas en el Panel de Funcas y en Consensus Economics, y de otras instituciones como la OCDE, el FMI y el Banco de España, han sido revisadas al alza recientemente. De este modo, y en ausencia de *shocks* que interrumpan la senda expansiva de la economía española, este será el tercer año consecutivo en el que se batirán las previsiones de crecimiento efectuadas un año atrás. Sirva de ejemplo que en el IM04/2016, CaixaBank Research preveía un crecimiento del 2,1% para 2017, 7 décimas por debajo de la previsión actual. Sin embargo, cabe remarcar que los riesgos que rodean este escenario de previsiones se mantienen altos, sobre todo debido a la elevada incertidumbre política a nivel europeo, por el cargado calendario electoral y por el inicio de las negociaciones del *brexit*.

**El mayor crecimiento del PIB se traslada al mercado laboral.** En consonancia con los buenos datos de actividad, la información referente al mercado laboral también ha sido muy positiva. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 46.079 personas en febrero en términos desestacionalizados, un registro similar al de los dos años anteriores. Con este dato, el ritmo de creación de empleo se aceleró hasta el 3,4% interanual. Asimismo, también es destacable que la mejora fue generalizada en la mayoría de sectores de actividad. El paro registrado, por su parte, se redujo en 32.711 personas, también en términos desestacionalizados. El ritmo de descenso del paro registrado aumentó en 3 décimas, hasta el -9,7% interanual. La buena marcha del mercado laboral en los dos pri-

### PIB

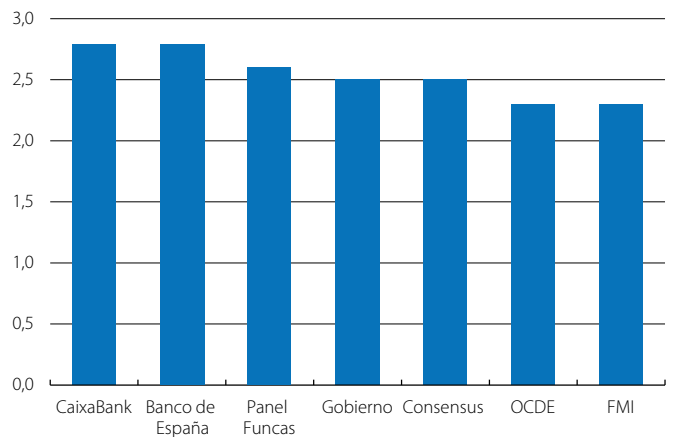
Variación intertrimestral (%)



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

### Previsiones de crecimiento del PIB en 2017

Variación anual (%)

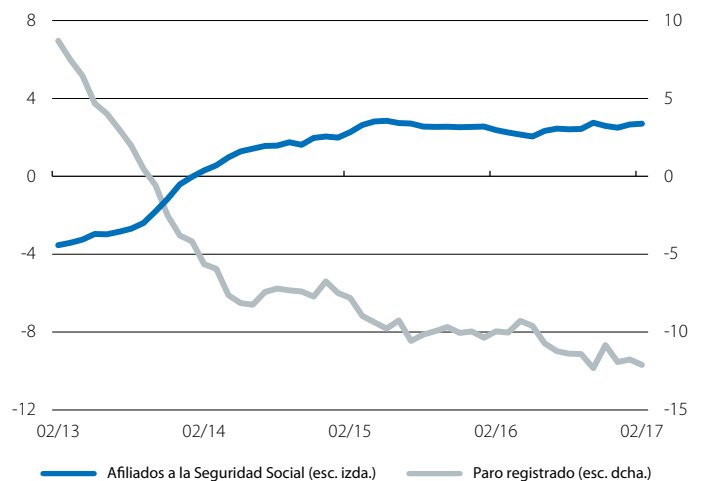


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España, Ministerio de Economía, Consensus Economics, Funcas, OCDE y FMI.

### Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado

Variación interanual (%)

Variación interanual (%)



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

meros meses del año y la mejora de las perspectivas de crecimiento del PIB nos llevan a mejorar también las previsiones de crecimiento del empleo en 2017 al 2,2%, lo que corresponde a una creación de más de 400.000 nuevos empleos en promedio.

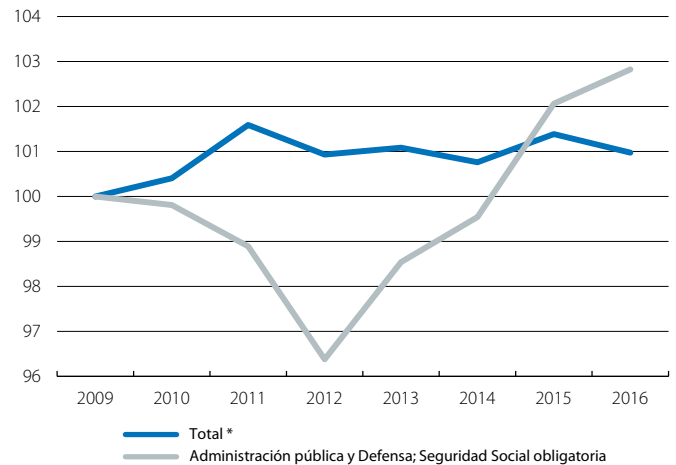
**Continúa la moderación salarial.** El fuerte crecimiento de la ocupación se produce en un contexto en el que los incrementos salariales siguen siendo moderados, del 1,2% en promedio en los convenios colectivos firmados en el mes de febrero. Asimismo, según la encuesta trimestral del coste laboral, los costes laborales retrocedieron un 0,8% interanual en el 4T 2016, lo que los situó en 2.650 euros por trabajador y mes. Su evolución, sin embargo, es diferente entre los sectores de actividad. En concreto, es remarcable el perfil diferenciado que exhibe el sector público debido a que, en diciembre de 2012, se retiró la paga extra a los trabajadores públicos y que, posteriormente, esta fue gradualmente restituida. Así, si tomamos como referencia el año 2009, los costes laborales en la Administración pública y Defensa se mantuvieron por debajo del total de los sectores de actividad, pero esta tendencia se revirtió en 2015 y en 2016 a raíz de la devolución del 50% de la paga extra suspendida en cada uno de estos dos años.

**Los precios poco a poco irán reflejando la mejora económica.** A medida que se afiance la senda expansiva de la economía española, la inflación se irá moviendo paulatinamente hacia un nivel cercano al 2% que tiene como objetivo del BCE. Por el momento, el IPC subyacente, que excluye los productos energéticos y los alimentos frescos, registró un moderado aumento del 1,0% interanual en febrero, todavía lejos de dicho objetivo. En claro contraste, la inflación general se moderó hasta el 2,3% en el mes de marzo, después de registrar un 3,0% tanto en enero como en febrero. Este repunte de la inflación en el inicio del año, sin embargo, es temporal y se explica por la evolución del precio de la electricidad y de los carburantes. De cara a los próximos meses, el precio del petróleo seguirá una senda ascendente hasta situarse en los 58,6 dólares por barril en diciembre de este año. Este valor es inferior al que preveíamos anteriormente debido al aumento sostenido de la producción de petróleo no convencional en EE. UU., lo que limita el efecto del acuerdo de la OPEP del pasado mes de noviembre sobre el aumento del crudo (véase la Coyuntura de Mercados Financieros en este mismo Informe Mensual). Ello nos ha llevado a revisar a la baja la inflación anual promedio al 2,2%. En definitiva, la inflación general irá descendiendo a medida que se diluya el efecto del aumento de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se moverá en sentido opuesto, siguiendo una suave tendencia creciente impulsada por el dinamismo del consumo privado.

**El aumento más moderado del precio del petróleo apoyará la cuenta corriente.** En 2016, el saldo por cuenta corriente fue de 21.786 millones de euros (2,0% del PIB), superior a los 14.725 millones de 2015 gracias a la reducción del déficit de rentas y, sobre todo, por la disminución del déficit de bienes. La mejora del saldo energético a raíz del menor precio del petróleo jugó un papel primordial: el ahorro energético fue de 6.882 millones de euros, equivalente al 0,7% del PIB. De cara a 2017, el aumen-

**Coste laboral por trabajador**

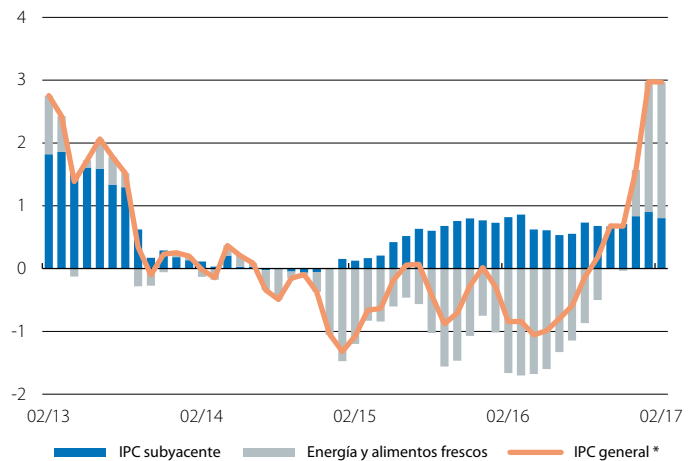
Índice (100 = 2009)



Nota: \* Secciones CNAE-9 de la B a la S.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ETCL).

**IPC**

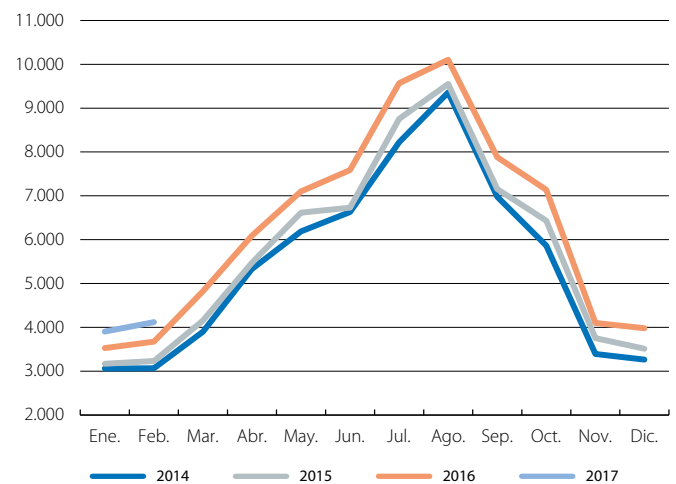
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Entrada de turistas extranjeros**

(Miles)



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

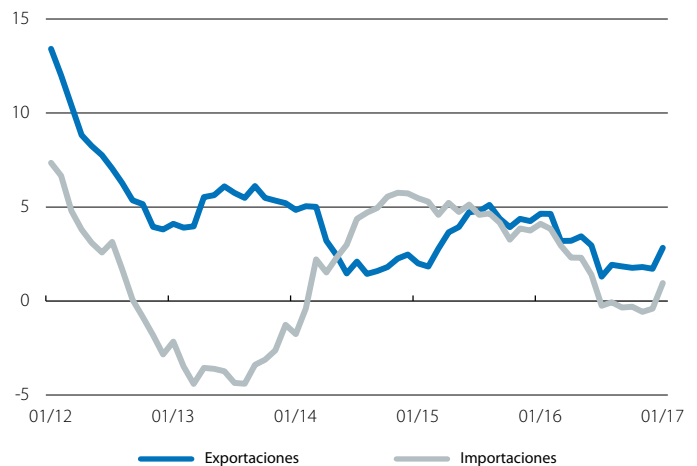
to del precio del petróleo hará aumentar el déficit energético hasta los 26.500 millones de euros (2,3% del PIB). Así pues, el precio del petróleo ya no jugará a favor, de modo que, para conseguir el superávit corriente previsto, del 1,8% del PIB, será crucial que las exportaciones de bienes y servicios conserven el dinamismo de los últimos años. Por el momento, los datos de aduanas de enero confirman que las exportaciones de bienes siguen avanzando a buen ritmo (2,8% interanual en el acumulado de 12 meses). Asimismo, la llegada de turistas internacionales sigue mejorando los registros récord de 2016, con un crecimiento del 11,9% interanual en febrero.

**El contexto económico favorable ayudó a la consecución del objetivo de déficit público en 2016.** El déficit público con el que se cerró 2016 fue inferior al que se había acordado con Bruselas como objetivo (4,6% del PIB). Concretamente, el déficit se situó en el 4,3% del PIB si se excluyen las ayudas a la banca, que ascienden a 0,2 p. p. Sin lugar a dudas, el hecho de que el crecimiento económico en 2016 fuera claramente superior al previsto cuando se aprobaron los presupuestos ha sido un factor de apoyo fundamental. De hecho, el fuerte crecimiento de la actividad económica de 2016 hubiera permitido reducir el déficit público en más de 1 p. p. si la política fiscal hubiera sido neutra, por lo que se puede considerar que el pasado año la política fiscal fue expansiva. De cara a 2017, el mejor punto de partida, debido a un cierre de 2016 más favorable, hace que el ajuste a realizar este año para alcanzar el objetivo de déficit del 3,1% del PIB sea inferior al planeado inicialmente. Además, la mejora de las perspectivas económicas para este año también facilitará la consecución del objetivo. Por el momento, la ejecución presupuestaria del Estado hasta febrero sitúa el déficit en el -0,9% del PIB, 3 décimas por debajo del registro de febrero de 2016.

**La mejora del ciclo económico también tiene su reflejo en la evolución del crédito.** En particular, la mejora de la actividad económica y los bajos tipos de interés apoyados en la política monetaria expansiva del BCE favorecen la recuperación de los flujos de crédito. En febrero, la nueva concesión de crédito a los hogares para el consumo y para la compra de vivienda siguió avanzando a tasas muy elevadas (18% y 21% interanual en el acumulado del año, respectivamente). Por otra parte, se observa también un incremento de la nueva concesión de crédito a pymes (7% interanual). A pesar del dinamismo en la concesión de crédito nuevo, el saldo vivo de crédito al sector privado residente se contrajo un 3,0% interanual en febrero, debido al proceso de desapalancamiento que todavía se está llevando a cabo. Sin embargo, el desglose del crédito por segmentos del 4T 2016 muestra una evolución dispar según la finalidad del crédito. En concreto, el crédito promotor aceleró su ritmo de caída hasta el 10,6% interanual, mientras que el crédito a empresas no promotoras suavizó su velocidad de retroceso. Una muestra muy positiva de que el crédito destinado a actividades productivas poco a poco se va recuperando.

**Comercio exterior de bienes \***

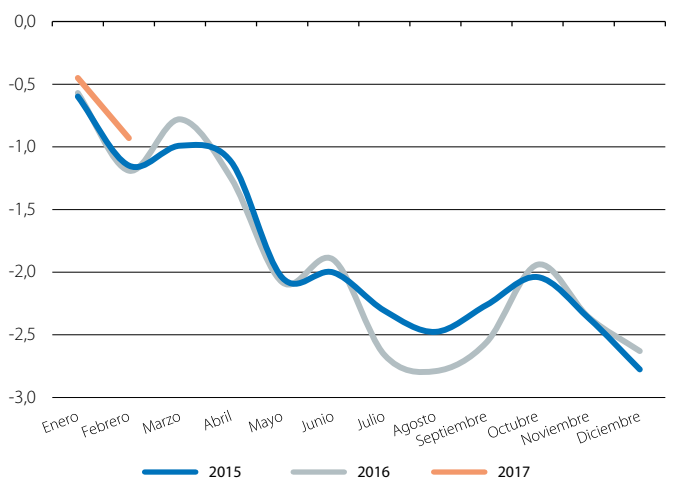
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



*Nota:* \* Datos nominales.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

**Saldo del Estado**

(% del PIB)



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

**Crédito y morosidad en el 4T 2016**

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Hogares (vivienda)	535	-3,0	4,7
Hogares (consumo)	117	5,3	8,9
Actividades productivas	605	-6,1	13,1
Construcción	40	-9,2	29,1
Promotor	121	-10,6	25,5
Servicios	317	-5,7	8,0
Industria	108	-2,4	8,9
Agricultura	19	4,8	9,1
<b>Total *</b>	<b>1.257</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,1</b>

*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 · Tecnología y empleo de calidad: ¿una relación cambiante?

El cambio tecnológico conlleva una transformación de la mayoría de los puestos de trabajo y, potencialmente, de la calidad del empleo. En esencia, la irrupción de una nueva tecnología implica una nueva manera de producir las cosas, con la desaparición de algunas tareas y la aparición de otras. Asimismo, también cambian las habilidades y los conocimientos que se requieren por parte de los trabajadores. Esta transformación de los puestos de trabajo puede afectar de forma distinta a diferentes colectivos de trabajadores. Así, por un lado, la tecnología puede mejorar la calidad del empleo si esta complementa la labor del trabajador y aumenta su productividad.<sup>1</sup> En otros casos, la tecnología puede ser disruptiva y hacer desaparecer algunas profesiones, lo que hace imprescindible disponer de unas políticas activas de empleo eficaces.

El mercado laboral español no es ajeno al impacto de la transformación tecnológica. Concretamente, en este artículo analizamos la relación entre la calidad del empleo y la intensidad tecnológica de cada sector. Para detallar esta cuestión, dividimos los sectores de actividad en tres grupos según su intensidad tecnológica. En concreto, usamos datos de EU KLEMS, que permiten medir el stock de capital tecnológico de los sectores de actividad, definido este como la suma del capital en equipo de computación y de comunicación, *software*, bases de datos y en I+D. A continuación, a partir de datos de la EPA del 4T 2016, se analiza el tipo de contrato (temporal o indefinido) del trabajador, un aspecto de la relación laboral que refleja la calidad del empleo.<sup>2</sup> Los resultados son concluyentes a favor de la tecnología: la tasa de temporalidad es de un 37% en los sectores de menor intensidad tecnológica, muy superior a la tasa del 23% de los sectores de alta intensidad. Esta diferencia es especialmente elevada para los trabajadores con educación primaria (diferencia en temporalidad de 32 p. p.), mientras que es menos relevante para los trabajadores con estudios superiores (véase el primer gráfico).<sup>3</sup>

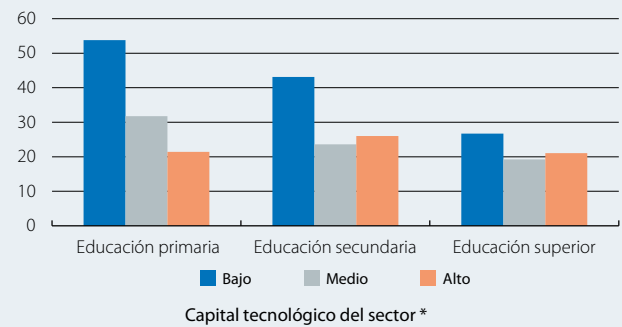
En los últimos años, la velocidad de la innovación se ha acelerado y, en este sentido, resulta conveniente centrarse en aquellos empleados que llevan menos tiempo trabajando en una empresa, ya que los trabajadores más estables pueden disponer de contratos indefinidos por razones no relacionadas con la adopción de estas tecnologías. En el segundo gráfico, se observa que los trabajadores que llevan como máximo seis meses en la empresa

tienen tasas de temporalidad muy elevadas (del 87% en promedio). Sin embargo, es destacable que la tasa de temporalidad desciende a medida que aumenta la intensidad tecnológica del sector. Esta relación decreciente es todavía más acusada para los trabajadores que llevan entre 6 y 12 meses en la empresa, con una diferencia de 11 p. p. en la tasa de temporalidad (véase el segundo gráfico).<sup>4</sup>

En definitiva, los resultados presentados dan soporte a la hipótesis de que los sectores más intensivos en capital tecnológico generalmente van asociados a relaciones laborales más estables, y que, en ellos, los trabajadores más beneficiados tienen un menor nivel educativo.

### Tasa de temporalidad en función del capital tecnológico del sector y el nivel educativo del trabajador (4T 2016)

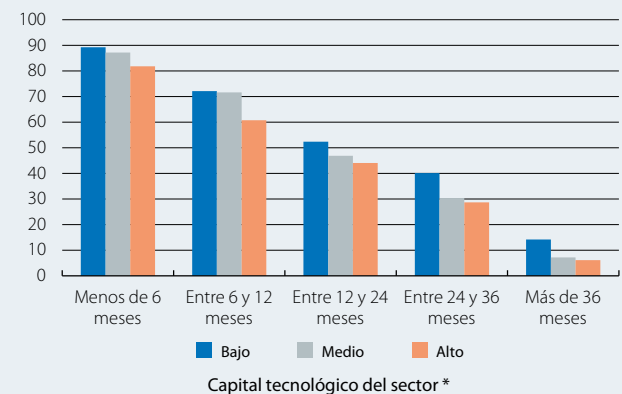
(% del total de empleo)



**Nota:** \* El capital tecnológico incluye equipo de computación, de comunicación, software, bases de datos e I+D, medido en porcentaje del valor añadido bruto del sector. Datos de 2014. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE y EU KLEMS.

### Tasa de temporalidad en función del capital tecnológico del sector y el número de meses que lleva el trabajador en la empresa (4T 2016)

(% del total de empleo)



**Nota:** \* El capital tecnológico incluye equipo de computación, de comunicación, software, bases de datos e I+D, medido en porcentaje del valor añadido bruto del sector. Datos de 2014. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE y EU KLEMS.

1. Generalmente, una mayor productividad del trabajador va asociada a un salario más alto y a mejores condiciones laborales.
2. La calidad del empleo es un concepto multifacético y se refiere a otros aspectos de la relación laboral además del tipo de contrato. Sin embargo, la temporalidad es una buena proxy para medir la calidad, ya que se encuentra muy correlacionada con otras variables como el empleo parcial involuntario o la sobrecualificación de los trabajadores.
3. Estos resultados descriptivos se corroboran en un modelo de regresión probit sobre la probabilidad de tener un contrato temporal en el que se incluyen variables de control de las características del trabajador.

4. La diferencia en la tasa de temporalidad se eleva a 17 p. p. si restringimos a los trabajadores con nivel de educación primaria y que llevan entre 6 y 12 meses en la empresa. De nuevo, los resultados presentados son coherentes con los de un modelo probit en el que se incluyen controles como el nivel educativo y la edad del trabajador.

## FOCUS · El paro estructural en España

El fuerte crecimiento de la economía española en los últimos dos años ha impulsado la creación de empleo. En concreto, en el bienio 2015-2016, el número de ocupados ha aumentado en 939.000 personas. No obstante, la tasa de paro sigue situándose en cotas muy elevadas (18,6% en el 4T 2016) y no está claro qué parte de este desempleo se ha vuelto estructural.

Formalmente, la tasa de paro estructural (TPE) es la tasa de desempleo compatible con una inflación cercana al objetivo del banco central, y por ello también se denomina tasa de paro no aceleradora de los precios (NAIRU, por sus siglas en inglés) o de los salarios (NAWRU). La TPE no es directamente observable, sino que se estima a partir de la relación que se observa a lo largo del ciclo económico entre el paro y la inflación, una relación que también se conoce como la curva de Phillips. A corto plazo, cuando la tasa de paro se sitúa por debajo de su nivel estructural, las presiones al alza sobre los precios y los salarios aumentan, y viceversa. La dificultad de estimar la TPE radica en que esta puede variar a lo largo del tiempo, en función de cambios en factores institucionales y económicos. Por ejemplo, una flexibilización de la regulación laboral puede reducir la TPE, mientras que un *shock* permanente en un sector de actividad, como la construcción, puede aumentarla.

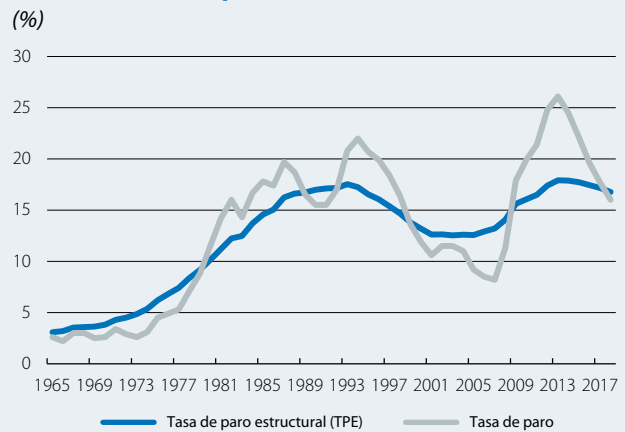
El primer gráfico muestra la evolución de la tasa de paro española junto con la estimación de la TPE más reciente realizada por la Comisión Europea en febrero de 2017. Como se puede observar, en periodos de crisis, la tasa de paro aumenta más rápido que la TPE, lo que indica que el desempleo sube, principalmente, por factores cíclicos. Sin embargo, parte de este aumento también puede ser estructural, especialmente si va acompañado de un aumento del paro de larga duración, ya que ello puede conllevar una depreciación de capital humano. Según la Comisión Europea, la TPE se sitúa actualmente en el 17,2% y, el próximo año, y en ausencia de reformas, descenderá levemente hasta el 16,8%. Esta cifra, de hecho, es superior a la tasa de paro prevista para 2018 (del 16,0%), lo que indicaría que las presiones salariales podrían ir al alza en los próximos trimestres.

De todas formas, esta estimación debe interpretarse con cautela. En primer lugar, las condiciones actuales de la economía española, y del mercado laboral en particular, sugieren que la Comisión puede estar sobreestimando la TPE. En concreto, no se observan presiones significativas ni en precios ni en salarios, tal y como evidencia que la inflación subyacente todavía se encuentra en niveles cercanos al 1% y que el incremento salarial de los convenios pactados en febrero fue de un moderado 1,2%. Además, como es bien sabido, la incertidumbre en torno a la estimación de la TPE es muy elevada, y particularmente cuando se aplican medidas regulatorias específicas en el mercado laboral, puesto que es difícil estimar en tiempo real el impacto que tendrán sobre la TPE. Esta incertidumbre es fácilmente constatable observando los cambios en la estimación de la

TPE año tras año. Precisamente, tal y como se ilustra en el segundo gráfico, las estimaciones de la propia Comisión han sido revisadas a la baja sucesivamente a medida que se incorporaban nuevos datos. Asimismo, la OCDE, usando una metodología ligeramente distinta, estima que la TPE es del 15,7% en 2016,<sup>1</sup> significativamente inferior a la estimada por la Comisión Europea.

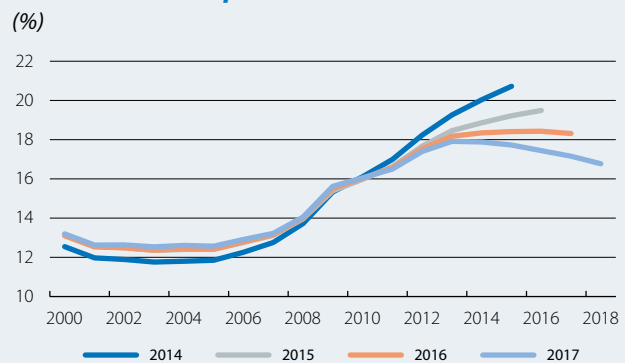
De todos modos, independientemente de la metodología usada, la comparativa internacional muestra que la TPE española es la más elevada entre los países europeos, e incluso supera a Grecia (16,0%) o Portugal (10,3%) en 2016. Ello subraya la necesidad de seguir explorando qué medidas pueden ayudar a reducir aún más la TPE en España. Potenciar las políticas activas de empleo y fomentar la educación por competencias y la formación de los trabajadores son ejemplos de medidas que, sin duda, contribuirían a ello y que contarían con un amplio respaldo político.

### Tasa de paro y tasa de paro estructural según la Comisión Europea



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (febrero de 2017).

### Evolución de las estimaciones de la tasa de paro estructural efectuadas por la Comisión Europea \*



Nota: \* Estimaciones de la NAWRU realizadas por la Comisión Europea en primavera de cada año.

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

1. OCDE, 2016, *Economic Outlook* No 100, noviembre.

## FOCUS · La inflación española y la subida del petróleo: ¿esta vez será diferente?

La inflación española ha repuntado con fuerza en los últimos meses. En agosto de 2016, cuando todavía estaba en terreno negativo (-0,1%), inició una fuerte tendencia alcista y, en febrero de 2017, alcanzó el 3,0%. Este repunte se explica enteramente por la subida del precio del petróleo y de la electricidad. Pero, de cara a los próximos meses, hay dos cuestiones que preocupan. Por un lado, cómo impactará este repunte, hasta ahora circunscrito a los componentes energéticos del IPC, en el precio del resto de bienes. Y, por otro, si el impacto en la inflación española será superior al de la eurozona, puesto que ello podría erosionar las ganancias de competitividad de los últimos años.

La subida del precio del petróleo afecta a la inflación por tres vías distintas. En primer lugar, tiene un impacto directo en el precio de los carburantes. Este efecto es más acusado en España que en la eurozona porque los carburantes pesan un 7,7% en el IPC español, mientras que solo pesan un 4,2% en la eurozona, y porque los impuestos de suma fija son inferiores en España, con lo que el precio del carburante fluctúa más en línea con el del petróleo. En segundo lugar, están los efectos indirectos sobre otros componentes, por el incremento de los costes de producción que están intrínsecamente ligados al petróleo, por ejemplo, los precios del transporte. Además, en tercer lugar, hay que sumar los llamados efectos de segunda ronda, que se producen como consecuencia de los cambios en las expectativas de inflación de los agentes económicos y que, por ejemplo, pueden afectar a las negociaciones salariales.

Una manera de medir estos tres efectos, tanto para España como para la eurozona, es a partir del desglose del IPC en 94 componentes. Para cada componente, se calcula la correlación con el precio del petróleo<sup>1</sup> y se clasifican los componentes en dos grupos, según si tienen o no una correlación significativa. A continuación, se construye un índice de precios sintético usando solamente los componentes no correlacionados con el precio del petróleo. Así, la diferencia entre la inflación observada y la sintética ilustra la influencia del precio del petróleo sobre el precio del resto de bienes.

El primer resultado que se extrae de este ejercicio es que, en los últimos 15 años, los componentes correlacionados con el petróleo en el IPC español pesan más que en el IPC de la eurozona. En concreto, en España, los componentes correlacionados (que se excluyen del índice sintético) tienen una ponderación conjunta del 59,1%. Esto queda muy por encima de la eurozona, donde los componentes excluidos pesan un 36,7%. Las mayores diferencias entre España y la eurozona se dan en restaurantes y en servicios de alojamiento, con un peso combinado del 13,8% en el IPC español. En ambos casos, la correlación con el precio del petróleo es alta en España, mientras que en la eurozona es casi nula.

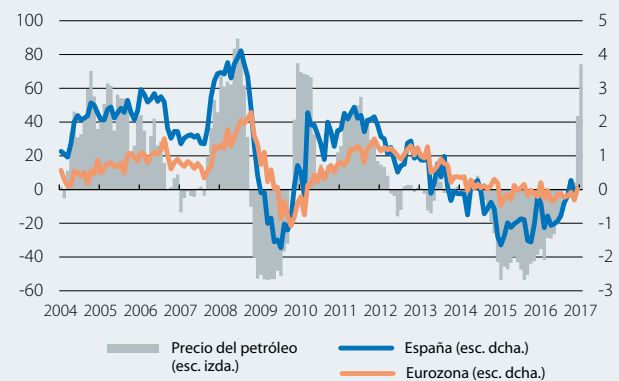
1. En concreto, para cada componente *i* se estima el modelo  $\pi^{comp}_i = \alpha + \beta_j \pi^{comp}_{i,j} + \mu_j \pi^{petróleo}_{i,j}$ , donde *j* = 0, 1, 2 o 3 y  $\pi$  indica la variación interanual del índice de precios.

El mayor peso de los componentes correlacionados con el petróleo, en el caso español, contribuye a que la inflación en España aumente más que la de la eurozona ante un episodio de encarecimiento del crudo. Así, en la escalada de precios del petróleo entre 2007 y 2008, el efecto de dicho aumento sobre la inflación española fue de 4,1 p. p. (diferencia entre la inflación observada y la sintética en agosto de 2008) mientras que en la eurozona llegó hasta los 2,3 p. p. en noviembre.

En enero y febrero, ya hemos asistido a los efectos directos y quizás en parte a los indirectos de la subida del petróleo. ¿Hemos de esperar lo mismo que en el pasado con los efectos de segunda ronda? Hay razones para pensar que las reformas estructurales de los últimos años, y la desindexación de la inflación que han traído (costes laborales, pensiones y tasas públicas), podrían hacer que esta vez la historia se escribiese de forma diferente.

### Influencia del precio del petróleo en la inflación \*

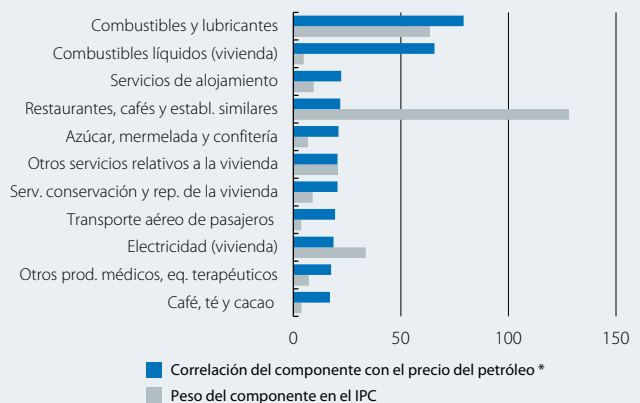
Variación interanual (%) Variación interanual (%)



**Nota:** \* Diferencia entre la inflación observada y la inflación de un índice sintético que excluye a los componentes con más correlación con el precio del petróleo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de Eurostat.

### Componentes del IPC español más correlacionados con el precio del petróleo

Peso en el IPC (%) y correlación (%)



**Nota:** \* Se calcula la correlación de la variación interanual contemporánea y con retrasos de uno hasta cuatro meses y se grafica la correlación máxima (la correlación toma valores de -100 a 100, donde 100 implica una sincronización perfecta).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### Indicadores de actividad

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad	1,7	0,1	-0,8	0,8	0,3	-0,1	5,0	1,2	...
Índice de producción industrial	3,3	1,9	2,6	1,4	1,9	1,8	2,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	-1,9	-2,8	-3,8	-0,6	0,1	1,7	-0,9
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	54,3	52,5	51,4	54,4	55,6	54,8	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	45,2	48,1	44,8	36,9	27,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	12,9	10,7	14,1	13,3	13,6	15,5	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	2,4	2,0	1,6	1,5	-	...	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	5,9	7,5	9,3	10,1	10,3	10,2	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	54,7	55,5	54,9	54,9	54,2	57,7	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,8	3,8	3,8	3,0	-1,1	0,4	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	8,0	17,8	11,0	8,9	10,6	0,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-2,5	-3,2	-6,1	-3,2	-2,5	-3,8	-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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	2,9
Construcción	4,7	2,6	2,6	2,1	2,7	3,3	4,7	5,0
Servicios	3,5	3,2	3,1	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,4	3,1	3,5	3,8	3,9	3,9
No asalariados	1,9	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	-	...
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	12,3	14,2	8,3	17,4	17,9	13,3	19,5	8,4
Temporales	11,2	7,2	6,2	9,1	7,1	6,6	16,7	5,1
<b>TOTAL</b>	<b>11,3</b>	<b>7,8</b>	<b>6,4</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>16,9</b>	<b>5,4</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-10,9	-12,0	-14,4	-13,2	-12,3	-14,0
Resto de edades	-7,2	-8,2	-7,8	-7,5	-8,6	-9,0	-9,2	-9,3
<b>TOTAL</b>	<b>-7,5</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-9,4</b>	<b>-9,4</b>	<b>-9,7</b>

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

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

### Precios

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
<b>General</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>
Subyacente	0,6	0,8	1,0	0,7	0,8	0,9	1,1	1,0	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,1	2,7	3,5	1,0	2,7	5,4	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	-13,1	-13,6	-8,6	1,6	17,5	16,8	...

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



## Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17
<b>Comercio de bienes</b>							
Exportaciones (variación interanual)	4,3	1,7	0,2	4,3	-1,1	3,2	17,4
Importaciones (variación interanual)	3,7	-0,4	-0,7	-0,3	-3,7	3,0	19,0
<b>Saldo corriente</b>	<b>14,7</b>	<b>21,8</b>	<b>15,4</b>	<b>18,9</b>	<b>20,7</b>	<b>21,8</b>	<b>22,6</b>
Bienes y servicios	26,2	32,9	26,1	29,3	31,2	32,9	32,8
Rentas primarias y secundarias	-11,5	-11,1	-10,6	-10,3	-10,6	-11,1	-10,2
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>21,7</b>	<b>23,6</b>	<b>22,2</b>	<b>25,4</b>	<b>26,2</b>	<b>23,6</b>	<b>25,1</b>

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

## Sector público

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación<sup>1</sup></b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-</b>
Administración central	-2,6	-2,7	-0,8	-1,9	-2,6	-2,7	-0,5
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,1	-0,6	-0,1	-0,8	-0,1
Corporaciones locales	0,5	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	-
Seguridad Social	-1,2	-1,6	0,2	-0,6	-0,6	-1,6	0,1
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>99,8</b>	<b>99,4</b>	<b>101,1</b>	<b>101,0</b>	<b>100,3</b>	<b>99,4</b>	<b>-</b>

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

## Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	Saldo 01/17 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>								
Sector privado	-3,9	-2,6	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-1,7	1.634,9
Empresas no financieras	-4,0	-2,8	-3,4	-3,2	-2,2	-2,2	-1,7	914,2
Hogares <sup>3</sup>	-3,6	-2,3	-3,0	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7	720,7
Administraciones públicas <sup>4</sup>	4,0	3,9	3,5	4,2	4,6	3,1	3,9	1.098,6
<b>TOTAL</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2.733,5</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>								
Total depósitos	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-1,0	1.152,3
A la vista	18,5	16,6	16,2	16,0	16,4	17,8	17,3	444,6
De ahorro	12,9	12,4	13,4	12,1	11,5	12,5	13,9	279,6
A plazo	-15,3	-17,2	-15,4	-16,4	-17,4	-19,7	-23,0	406,8
En moneda extranjera	5,6	-1,1	-4,0	1,6	-1,9	0,1	-1,5	21,3
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-13,0	-15,7	-16,7	-16,3	-11,3	-18,6	-18,9	84,0
<b>TOTAL</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>1.236,3</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>10,1</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>-</b>
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>58,9</b>	<b>58,9</b>	<b>59,0</b>	<b>58,7</b>	<b>59,3</b>	<b>58,9</b>	<b>58,9</b>	<b>-</b>

Notas: 1. Miles de millones de euros. 2. Residentes en España. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP. 5. Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. 6. Dato fin de periodo.

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

PENSIONES: UN DEBATE NECESARIO

## La reforma del sistema de pensiones: un debate ineludible

En 2011 se aprobó la última reforma del sistema de pensiones en España. Era la quinta reforma del sistema en la etapa democrática y, probablemente, fue una de las más ambiciosas. La ley preveía una revisión del sistema al cabo de cinco años, de manera que en noviembre de 2016 se constituyó una ponencia parlamentaria con dicha misión. Como destacó su presidenta, Celia Villalobos, «las pensiones de ahora están garantizadas; la reforma que queremos hacer trata de asegurar las pensiones del futuro». En este contexto, cabe plantearse cuáles son los factores que, a largo plazo, afectarán al sistema de pensiones y, una vez fijado este marco de referencia, ver qué grandes decisiones se pueden tomar para reformarlo.

Un primer aspecto esencial, ampliamente mencionado en el debate público, son las consecuencias demográficas sobre el sistema de pensiones. La combinación de un aumento de la longevidad y el progresivo envejecimiento de la población, que a su vez se deriva en no poca medida del descenso de la tasa de natalidad ocurrida en los últimos decenios y que continuará en el futuro, se da en toda Europa, pero en España cobra especial intensidad. Así, según el INE, la tasa de natalidad, que en 2015 fue de nueve nacimientos por cada 1.000 habitantes, caerá al 6,6 por mil en 2030 y al 5,6 por mil en 2060. Ciertamente, el descenso de la natalidad de los últimos años se ha visto intensificado por el fuerte retroceso cíclico de la economía española (la doble recesión de 2008-2009 y 2011-2013), pero incluso cuando se recupere de la mano del avance del crecimiento, la tendencia de fondo que pronostica el INE es la de una reducción del número de nacimientos. Por lo que se refiere a la esperanza de vida, se prevé que se alargue en ocho años respecto a la actual en 2060. Como consecuencia, si en la actualidad un 16% de la población española es mayor de 67 años, a partir de la década de 2040 la proporción será del 30%.

Una segunda vía de presión sobre el sistema deriva de la evolución de las rentas del trabajo. De acuerdo con la evidencia empírica disponible, se constata que el peso de las rentas del trabajo en la renta total ha disminuido a nivel global durante las últimas décadas, y España, en esto, tampoco es una excepción: en 1999 dichas ganancias representaban un 62% de la renta mientras que en 2016 su peso era del 56%.<sup>1</sup> Como sucede con la tasa de natalidad, las causas de esta dinámica combinan factores estructurales y cíclicos. Entre los primeros cabe destacar los avances tecnológicos y la globalización, dos fenómenos que tienden a aumentar el retorno relativo del factor capital respecto al del factor trabajo. Pero, además, estas tendencias de fondo se han visto intensificadas durante la inflexión cíclica antes comentada, ya que la mayor parte del ajuste se ha producido a través del factor trabajo.

Este es un ámbito en el que, a veces, es fácil caer en el simplismo. A modo de ejemplo, una de las propuestas que ha recibido mayor atención mediática reciente es la necesidad de imponer un impuesto a los robots, quizás como fuente de financiación de las pensiones. Más allá de las dificultades de definir la, llamémosla así, base imponible (al final, ¿qué es un robot? ¿un algoritmo más una máquina o solo el algoritmo?), parece contraproducente interferir en el proceso de acumulación de los bienes de capital, ya que es una vía directa para ralentizar la difusión de la innovación y acabar obturando una fuente vital de prosperidad futura (y, por tanto, de financiación futura de las pensiones).

En este contexto de presiones demográficas y cambios en el mercado laboral, una pregunta central para el debate es determinar cuál sería la evolución esperada del gasto público en pensiones respecto al PIB.<sup>2</sup> Un primer factor que la explica deriva, en gran medida, de la propia evolución demográfica: a medida que una sociedad envejece, aumenta el número de pensionistas respecto a la población en edad de trabajar (lo que se conoce como tasa de dependencia o factor demográfico) por lo que, si se mantienen los otros parámetros del sistema sin cambios, el gasto en pensiones será mayor. Un segundo factor es la relación entre la prestación recibida y la base que lo financia, es decir, entre pensión media y salario medio (relación que se conoce como tasa de sustitución o de reemplazo): a mayor pensión respecto al salario, mayor gasto en pensiones. Un tercer elemento deriva de la situación del mercado laboral. Si la tasa de empleo (proporción de número de ocupados en relación con la población) disminuye, el gasto en pensiones (en porcentaje del PIB) será mayor. Aunque se trata de un resultado en apariencia paradójico, se entiende mejor cuando se toma en consideración que cuanto menor sea la proporción de población en edad de trabajar que tiene un empleo, menor será el PIB y, en consecuencia, mayor el gasto en pensiones expresado como porcentaje del PIB.

En este contexto, ¿cuál es el margen de maniobra directo del que se dispone? La demografía condiciona fuertemente la tasa de dependencia y la dinámica laboral, la tasa de empleo y la participación de la renta salarial en el PIB. En consecuencia, la elección, en los extremos, será entre un mayor gasto de pensiones que permita una tasa de reemplazo más elevada o un gasto de pensio-

1. Para una visión más detallada de la cuestión, véanse el Dossier «Las rentas del trabajo en perspectiva» publicado en el IM02/2014 y el artículo «Sobre la distribución de la renta empresarial» del Dossier publicado en el IM02/2017.

2. Se realiza la siguiente descomposición: Gasto pensiones/PIB = (número de pensiones/población en edad de trabajar) x (pensión media/salario medio) x (población en edad de trabajar/número de ocupados) x (masa salarial total/PIB).

## Gasto en pensiones en distintos escenarios

	Gasto en pensiones (% del PIB)	Tasa de dependencia * (%)	Tasa de sustitución ** (%)	Tasa de empleo (%)	Masa salarial *** (% del PIB)
<b>Situación actual</b>	10,7	31,0	43,9	55,8	43,9
<b>Simulaciones en 2050</b>					
<b>Tasa de sustitución actual</b>					
Empleo desfavorable	22,6	64,3	43,9	60,0	48,0
y menor tasa de dependencia	18,4	52,3	43,9	60,0	48,0
Empleo muy favorable	19,4	64,3	43,9	70,0	48,0
y menor tasa de dependencia	15,8	52,3	43,9	70,0	48,0
<b>Gasto en pensiones fijo en el 12% del PIB</b>					
Empleo desfavorable	12,0	64,3	23,3	60,0	48,0
Empleo muy favorable	12,0	64,3	27,2	70,0	48,0

**Notas:** \* Ratio entre el número de pensiones y población en edad de trabajar. \*\* Ratio entre la pensión media y el salario medio. \*\*\* Participación de los salarios en el PIB.

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

nes menor a cambio de una tasa de sustitución más baja. Precisamente, esta es la cuestión que trata de concretar el Banco de España en un ejercicio de simulación reciente.<sup>3</sup> Aunque el organismo elabora numerosos escenarios (véase la tabla adjunta para una selección de los mismos), basta con retener los más ilustrativos de ellos: si se eleva ligeramente el gasto en pensiones como porcentaje del PIB (12% del PIB en 2050, por encima del 10,7% actual), la tasa de sustitución oscilaría entre el 23,3% y el 27,2% (actualmente es del 43,9%) en función de la tasa de empleo que se alcance. Si se mantiene la tasa de sustitución actual, el gasto en pensiones sobre el PIB, en 2050, se situaría entre el 15,8% y el 22,6%.

Así concretada, la elección a la que se enfrenta la sociedad se expresa de forma muy cruda. Y, ciertamente, esta es la evolución tendencial del sistema de pensiones. Pero tendencial no quiere decir, en absoluto, inevitable. A fin de disponer de alternativas que alejen el futuro de escenarios extremos no deseables, probablemente habrá que afrontar el debate sobre la reforma de las pensiones desde dos tipos de medidas, las que, en principio, generan consenso y las que, en cambio, están más abiertas a discusión.

Las primeras son actuaciones indirectas, es decir, que pueden tener un efecto positivo sobre diferentes parámetros de la sostenibilidad del sistema. Dos líneas de actuación, en particular, parecen centrales. La primera es reducir la economía sumergida y mejorar así la recaudación pública. Una segunda vía que suscita consenso es todo el bloque de medidas estructurales destinadas a mejorar el crecimiento potencial, en particular las que permitirían disponer de un mercado laboral más eficiente y un capital humano más ajustado a las demandas futuras, dos aspectos que, en última instancia, deberían facilitar una tasa de empleo más alta (uno de los factores que antes veíamos como directamente vinculado con el gasto en pensiones).

Junto a las anteriores, decíamos que existe otro bloque de medidas de carácter más directo, ya que actúan sobre parámetros del sistema de pensiones. Se trata de cuestiones que, de una forma u otra, han integrado muchas de las reformas de los países avanzados desde 2007 e incluyen decisiones para facilitar el retraso de la edad efectiva de jubilación o la introducción de mecanismos de ajuste automáticos para mejorar la sostenibilidad financiera del sistema. Sin negar que todos ellos son temas relevantes, y que probablemente estarán sobre la mesa, no agotan, a nuestro juicio, los aspectos sobre los que reflexionar. En particular, tres áreas deberían también ser objeto de atención, y por ello se les dedicarán los artículos que siguen en el Dossier: la necesaria flexibilización de la noción de vida laboral tras la jubilación, la discusión sobre las fuentes de financiación del sistema y el recurso imprescindible a instrumentos de ahorro a largo plazo privados.

Decía Woody Allen que a todos nos interesa el futuro, ya que ahí vamos a vivir el resto de nuestras vidas. Como casi siempre, envuelto en una forma desenfadada se encuentra un fondo profundo y relevante. Como se ha tratado de argumentar, debatir sobre las pensiones no deja de ser plantearse cómo deseamos vivir, trabajar, producir y consumir en un futuro que, aunque se perciba como lejano, no deja de estar a la vuelta de la esquina en términos históricos y generacionales. Los artículos que siguen, como este mismo, tratan de hacer visibles aspectos de ese futuro que confluirán en el devenir de las pensiones. Confiamos que, de una forma u otra, sean contribuciones que ayuden a encarrilar en las coordenadas correctas un debate ineludible.

Àlex Ruiz

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

3. Hernández de Cos, P. et al. (2017), «El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma», Documentos Ocasionales, n.º 1701, Banco de España.

## Vidas más longevas, jubilaciones más activas

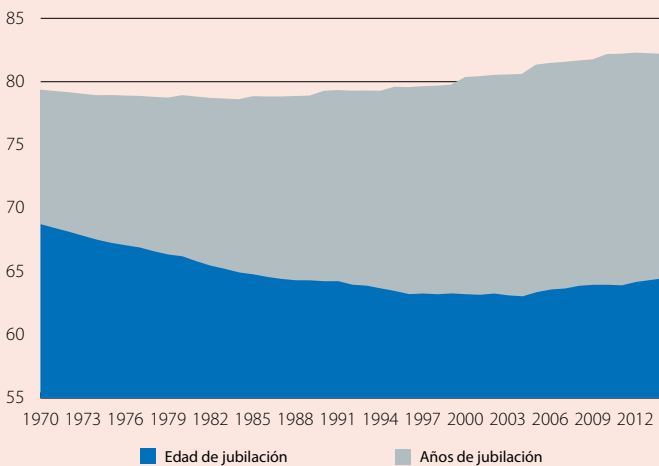
¿Siente que le falta tiempo en su día a día para hacer todo lo que desea? No se preocupe, aunque le sorprenda, la esperanza de vida crece cada día en unas cuatro horas.<sup>1</sup> El aumento de la longevidad ha sido y continuará siendo de tal magnitud que merece una reflexión especial en el contexto de las pensiones y la organización de la vida laboral.

El aumento de la esperanza de vida desde la implementación del primer sistema público de pensiones en España, el Retiro Obrero Obligatorio en 1919, ha sido muy significativo. En aquel entonces la esperanza de vida al nacer era de 42 años para las mujeres y de 40 años para los hombres, y apenas un tercio de cada generación llegaba a los 65 años, la edad a la que se estableció la jubilación. En 2015, la esperanza de vida en España alcanzó los 85 años para las mujeres y los 80 años para los hombres. Además, más del 90% de cada generación vive más de 65 años.

La esperanza de vida está previsto que continúe aumentando en los próximos años de manera sustancial. Aunque existe una gran incertidumbre sobre el aumento de la longevidad que se acabará produciendo, dado que dependerá, por ejemplo, de los futuros avances médicos, estudios recientes apuntan a la posibilidad de que la esperanza de vida femenina en los países avanzados pueda sobrepasar los 90 años en 2030, una mejora que se consideraba difícilmente alcanzable hace pocos años.<sup>2</sup> Para el caso particular de España, se prevé que la esperanza de vida alcance los 87,4 años para las mujeres y los 82,3 años para los hombres en 2030. La mayor parte del aumento de la longevidad se producirá gracias a la mortalidad más tardía de individuos mayores de 65 años.

### Edad de jubilación y años de jubilación promedio en la OCDE

(Años)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de OECD, (2015), «Pensions at a Glance».

Además, el aumento de la esperanza de vida viene acompañado por un aumento de los «años de vida saludable». Según la OCDE, alrededor de la mitad de la esperanza de vida a partir de los 65 años será con buena salud.<sup>3</sup> Esta mejora de la esperanza de vida y de la calidad de vida no significa que no haya importantes diferencias a nivel individual, resultado de factores como los distintos hábitos de vida o la distinta exposición a factores de riesgo para la salud. Un ejemplo de estas disparidades es la diferencia en esperanza de vida entre individuos con distintos niveles educativos. Por ejemplo, los hombres de 65 años con un nivel de educación superior tienen una esperanza de vida de 3,5 años más que los hombres con un nivel educativo inferior a la secundaria obligatoria.<sup>4</sup>

Los cambios sustanciales en la longevidad no han ido acompañados de cambios equivalentes en la edad de jubilación. De hecho, entre 1970 y mediados de los años 2000, la edad media de jubilación disminuyó, en parte, debido al uso generalizado de prejubilaciones, y solo se ha revertido la tendencia en la última década. Como consecuencia, el número de años que una persona está jubilada ha aumentado: en los países de la OCDE, los hombres han pasado de estar jubilados 11 años de media en 1970 a estarlo 18 años en 2013 (véase el primer gráfico). Solo en algunos países, como Dinamarca, se ha establecido que la edad de jubilación vaya aumentando de forma automática con los avances en la esperanza de vida.

El aumento de la longevidad, acompañado en muchos casos por un buen estado de salud, ha ampliado las actividades que pueden llevar a cabo los individuos de edades avanzadas. Una de ellas es poder trabajar con un buen estado de salud más tiempo. En parte ya está ocurriendo, puesto que la participación laboral de los individuos de edades más avanzadas ha aumentado y está previsto que lo siga haciendo (véase el Focus «Los mercados de trabajo de la eurozona después de la crisis: *reality check*» en el

1. El aumento diario de la esperanza de vida al nacer previsto, según Eurostat, en España entre 2015 y 2030 es de 4,2 horas para los hombres y de 3,4 horas para las mujeres.

2. Kontis *et al.* (2017), «Future life expectancy in 35 industrialised countries: projections with a Bayesian model ensemble», *The Lancet*.

3. OECD (2015), «Health at a glance».

4. Murtin, F. *et al.* (2017), «Inequalities in longevity by education in OECD countries: Insights from new OECD estimates», *OECD Statistics Working Papers*.

IM11/2016). Sin embargo, este aumento es inferior al que la mejora de las condiciones de salud permitiría. Por ejemplo, Wise y sus coautores han estimado que si los trabajadores entre 55 y 69 años trabajaran en 2010 igual que como lo hacían en 1995 aquellos trabajadores con el mismo nivel de salud, podrían trabajar unos 1,7 años más de media en los 12 países avanzados analizados.<sup>5</sup>

Otro factor que facilita el alargamiento de la vida laboral es el cambio tecnológico que se está produciendo, ya que reduce la penalidad y el esfuerzo físico requerido en muchos trabajos. Por un lado, las innovaciones tecnológicas permiten reducir las limitaciones físicas que pueden poner fin a la vida laboral. Por otro lado, las nuevas tecnologías como la robotización conllevan un aumento de la productividad del empleo. Aquellos trabajadores de edades avanzadas que se benefician de ello (en general, los de mayor nivel educativo) podrán aumentar su productividad y alargar su participación laboral.

Sin embargo, la tecnología y los cambios demográficos, entre otros factores, no han afectado por igual a la población de edad avanzada que puede trabajar. Una muestra del aumento de esta heterogeneidad es el cambio en la tasa de empleo por nivel de educación de la población de edades avanzadas entre 2000 y 2015 (véase el segundo gráfico). La probabilidad de que algunos trabajadores continúen trabajando más allá de una cierta edad es distinta en función de su nivel educativo o de su ocupación, pero las diferencias han ido en aumento. Mientras que un profesor universitario puede continuar dando clases más allá de cierta edad y su mayor experiencia puede ser beneficiosa, para otras profesiones que requieran un esfuerzo físico, prolongar la vida laboral es menos factible. Sin embargo, el sistema de pensiones está diseñado de manera casi binaria, pasando del trabajo a tiempo completo a la jubilación a tiempo completo para todos los trabajadores, reflejo de una situación pasada en la que el retiro era más impuesto por restricciones físicas que por resultado de una decisión individual.

En este sentido, sería deseable que se flexibilizara la división entre vida activa y jubilación, para que aquellos individuos que lo deseen lo puedan compaginar. Por ejemplo, los sistemas de pensiones pueden tener una mayor flexibilidad que permita trabajar a la vez que estar jubilado sin penalización económica. La evidencia empírica muestra que si se disponen de incentivos económicos para continuar trabajando más allá de la jubilación, muchos trabajadores lo hacen.<sup>6</sup>

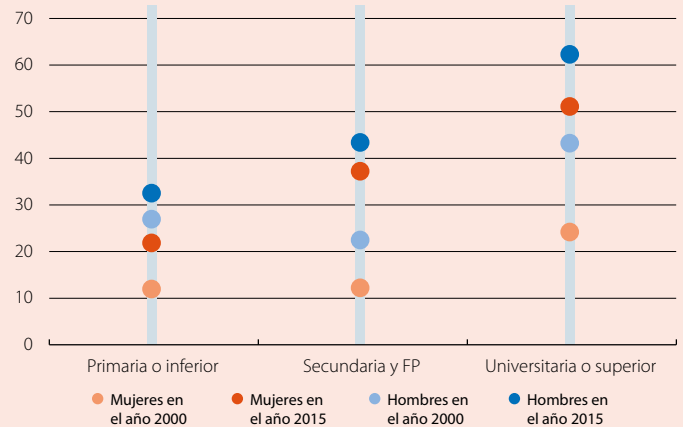
Por otro lado, para que la participación laboral de la población de más edad aumente, deben reducirse también las barreras al empleo, reconociendo la capacidad de las personas mayores a contribuir a la sociedad como trabajadores y dándoles la flexibilidad necesaria para que lo puedan hacer. Finalmente, también es importante mejorar la empleabilidad de los trabajadores de edad avanzada. En este sentido, será imprescindible fomentar la formación continua de los trabajadores, en particular en un contexto de cambio tecnológico.

El aumento de la longevidad conlleva importantes retos para los países avanzados, como la financiación del sistema de pensiones (véase el artículo «Vías de financiación de las pensiones» en este mismo Dossier) o el ahorro a largo plazo (véase el artículo «Ahorro privado para la jubilación: un complemento para las pensiones públicas» de este mismo Dossier). Pero, como hemos visto, también aumenta su capacidad de respuesta. La generación que nazca mañana dispondrá de cuatro horas más de vida, el desafío como sociedad es proponerles soluciones para que las puedan vivir mejor.

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

### Tasa de empleo de las personas entre 60 y 64 años por nivel educativo

(% de la población en edad laboral)



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

5. Wise, D., Coile, C. y Milligan, K. (2016), «Social Security and Retirement Programs around the World: the Capacity to Work at Older Ages», NBER Working Papers n. 21939.

6. Gruber, J. y Wise, D. (2004), «Social Security and Retirement Programs around the World: Micro Estimation», University of Chicago Press.

## Vías de financiación de las pensiones

El aumento significativo de la longevidad y, consecuentemente, de la proporción de la población en edad de jubilación plantea retos para el sistema público de pensiones. En este artículo analizamos cómo se financia el sistema de la Seguridad Social y planteamos posibles mejoras en el ámbito de ingresos encaminadas a apuntalar el sistema de pensiones en España.

En la actualidad, el Sistema de la Seguridad Social se financia principalmente a través de cotizaciones sociales, las cuales representan un 85% del total de los ingresos del sistema. El resto de ingresos provienen de los presupuestos generales y van destinados a sufragar el gasto de las denominadas pensiones no contributivas,<sup>1</sup> por lo que su incidencia en la cuenta de resultados de la Seguridad Social es nula.

La financiación de las pensiones mediante cotizaciones sociales es común en los países europeos, y es la característica principal de los sistemas de pensiones contributivos. En España, las cotizaciones sociales representan un 11,4% del PIB, un nivel algo inferior a los de Francia (16,9%), Italia (13,1%) y Alemania (14%). Cabe destacar que, en estos países, el gasto público en pensiones es algo superior al de España, como también lo es la presión fiscal en su conjunto.

Dado el carácter contributivo del sistema de pensiones en España y la apuesta firme del Pacto de Toledo en que esto se mantenga, ¿qué opciones existen para obtener ingresos adicionales que permitan contener la reducción de la tasa de sustitución de las pensiones?<sup>2</sup>

Una primera opción pasa por plantear un incremento de los ingresos por cotizaciones sociales. Este aumento se puede llevar a cabo de las siguientes formas: aumentando el número de personas que contribuyen al sistema, aumentando la cotización efectiva por trabajador o una combinación de ambas.

El aumento del número de personas que contribuyen al sistema se puede lograr centrandose en crear mayor crecimiento y empleo, y en incentivar la participación laboral. En 2016, la tasa de paro se situó en el 19,6%, una cifra muy superior al promedio de la UE-28 (8,5%). En este sentido, una tasa de paro cercana al nivel promedio de la UE-28 permitiría reducir el déficit actual de la Seguridad Social hasta cerca del equilibrio presupuestario. Sin embargo, a medio plazo, si se quiere minimizar la reducción de la tasa de sustitución, se deben buscar medidas que vayan más allá de la mejora en el mercado laboral, dado que el envejecimiento previsto de la población comportará que el número de pensionistas sea cada vez mayor en relación con el número de ocupados, tal y como se expone en el artículo «La reforma del sistema de pensiones: un debate ineludible» de este mismo Dossier.<sup>3</sup>

En este sentido, es útil explorar la otra vía que permite incrementar los ingresos: un aumento en la contribución por trabajador. Existen diferentes fórmulas que permiten alcanzar ese objetivo: aumentar el tipo impositivo, suprimir los topes salariales de cotización o limitar el uso de bonificaciones y exenciones a colectivos específicos que cuenten con problemas de empleabilidad. Ninguna de ellas, sin embargo, está libre de controversia. El principal inconveniente, y que aplica a todas ellas, es el hecho de que un aumento en los ingresos por cotizaciones sociales incrementa los costes laborales, lo que haría menos competitivas a las empresas españolas y podría tener consecuencias negativas sobre el empleo.

Visto el margen de actuación limitado sobre los ingresos por cotizaciones sociales y los problemas asociados a ello, existe un debate de hasta qué punto se podría financiar parte de las pensiones vía impuestos. En la medida en que determinadas pensio-

### Sistema tributario en Europa (% del PIB)

	Ingresos fiscales	De los que: cotizaciones sociales
Austria	43,5	14,8
Bélgica	44,8	14,3
Finlandia	44,0	12,7
Francia	45,5	16,9
Alemania	36,9	14,0
Grecia	36,8	10,7
Italia	43,3	13,1
Noruega	38,1	10,4
Portugal	34,5	9,0
España	33,8	11,4
Suecia	43,3	9,8

*Nota:* Datos de 2015.

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

1. Las pensiones no contributivas de invalidez y jubilación se reconocen a aquellas personas que, encontrándose en una situación de necesidad concreta, carecen de recursos suficientes para su subsistencia, y son independientes de las cotizaciones sociales.

2. La tasa de sustitución se define como el porcentaje de ingresos en la jubilación respecto a los ingresos previos como trabajadores en activo.

3. Véase también el Dossier «El reto demográfico», en el IM10/2015.

nes que se financian ahora a través de cotizaciones sociales tienen más bien un carácter asistencial, sería razonable pensar que estas últimas podrían financiarse a través de los presupuestos generales, y formar parte de las denominadas pensiones no contributivas. En este sentido, sería posible restringir el concepto de pensión contributiva a las pensiones de jubilación, que en la actualidad representan el 71% del total del gasto en pensiones contributivas, y financiar el resto de pensiones (viudedad y orfandad, esencialmente) a cargo de los presupuestos generales del Estado. Eso permitiría disminuir la carga actual de gasto del Sistema de Seguridad Social en aproximadamente 20.000 millones de euros.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que una simple transferencia de compromisos de gasto de un presupuesto a otro no resolvería el problema de fondo. Para poder financiar estas pensiones, sería necesario aumentar la presión fiscal o reducir otros gastos en los presupuestos generales.

En este sentido, existen diferentes líneas de actuación. Una de las posibles alternativas es una reforma tributaria que amplíe las bases imponibles a través de la eliminación de desgravaciones y exenciones fiscales. Paralelamente, la recaudación podría aumentar redoblando los esfuerzos en minimizar la economía sumergida, que en España se estima alrededor del 18,5% del PIB,<sup>4</sup> muy por encima de Alemania (13,3%), Francia (10,8%) o Reino Unido (9,6%). En consecuencia, una reducción de la economía sumergida en España hasta los niveles de Alemania permitiría aflorar una recaudación de entre 17.000 y 20.000 millones de euros, cifra similar al déficit actual de la Seguridad Social.

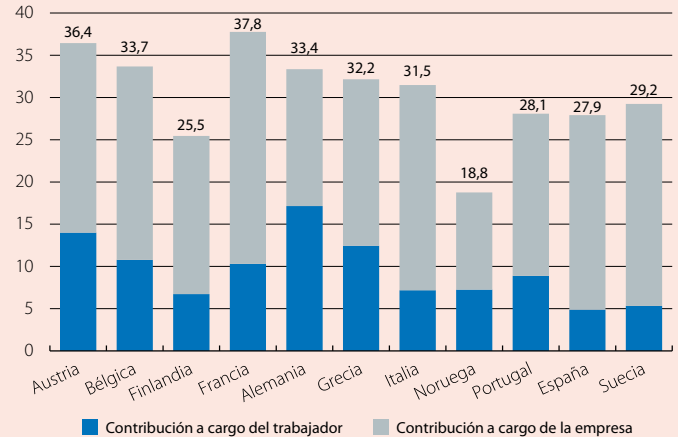
En definitiva, aunque no existen soluciones mágicas para mejorar el sistema de financiación de las pensiones, se dispone de un margen de actuación considerable. La evaluación de las distintas opciones es imprescindible para poder escoger el mejor camino.

Anna Campos

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

### Contribuciones a la Seguridad Social

(% de los costes laborales)



Nota: Datos de 2015.

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

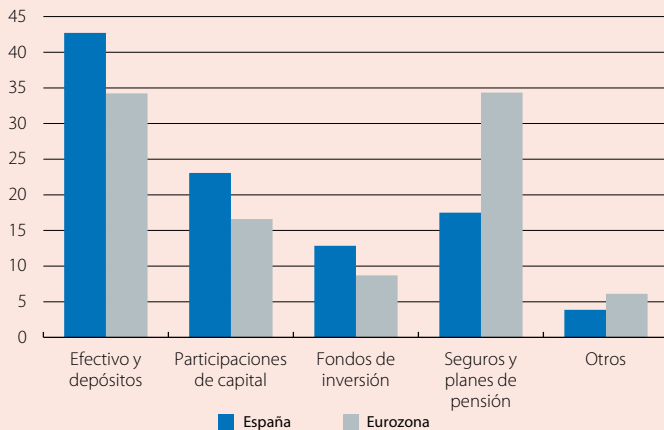
4. Datos de 2014. Véase Schneider, F., Raczkowski, K. y Mróz, B. (2015), «Shadow economy and tax evasion in the EU», Journal of Money Laundering Control.

## Ahorro privado para la jubilación: un complemento para las pensiones públicas

La reforma de los sistemas públicos de pensiones es uno de los temas que actualmente suscita más debate en los países desarrollados. En este contexto, una financiación complementaria de la jubilación mediante el ahorro privado siempre aparece como una de las vías para reducir la presión sobre los sistemas públicos de pensiones. De hecho, los planes de pensiones privados ya cumplen un papel importante de canalización del ahorro para la jubilación en muchos países.

### Estructura del ahorro financiero de los hogares

(% de los activos financieros)



Nota: Datos del 3T 2016.

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

Su peso en España, sin embargo, todavía está por debajo de otros países de nuestro entorno. Las cuentas financieras correspondientes al 3T 2016 indican que los planes de pensiones y seguros de ahorro –instrumentos específicos de ahorro para la jubilación– representaban el 18% del total de los activos financieros de las familias, comparado con un 34% para el conjunto de la eurozona. El peso de los fondos de inversión y las acciones, sin embargo, era 10 p. p. superior en España (36% vs. 26%). El vehículo preferido de ahorro financiero continúan siendo, de todas formas, los depósitos, tanto en España como en la eurozona (véase el gráfico).

En los activos de las familias españolas también destaca la preponderancia de la vivienda y los inmuebles en general. Así, la proporción de hogares que poseen su vivienda principal en régimen de propiedad alcanza el 83% en España, un porcentaje notablemente superior al 61% observado en la eurozona y casi el doble del 44% de Alemania. Si añadimos

los otros bienes inmuebles en propiedad, como la segunda residencia, por ejemplo, la proporción de hogares españoles propietarios de un inmueble supera el 87%.<sup>1</sup>

Un resultado que puede parecer sorprendente es que el porcentaje de hogares españoles con planes de pensiones o seguros de ahorro prácticamente no cambió entre 2005 y 2014. De hecho, se redujo ligeramente desde el 29% al 26%. Seguramente, ello se debe al efecto de la crisis económica (por ejemplo, destaca la reducción del porcentaje de hogares con planes de pensiones en los que el cabeza de familia es autónomo) y, por tanto, es probable que en los últimos dos años, en un contexto de recuperación económica y bajos tipos de interés, esta tendencia se haya invertido.

Como en otros países, la suscripción a planes de pensiones privados tiende a crecer con la edad. En España, el 31% de los hogares con un cabeza de familia entre 35 y 44 años cuenta con un plan o un seguro de ahorro y el porcentaje aumenta hasta casi el 40% a partir de esa edad y hasta los 65 años. En general, se suele empezar tarde y se tiende a ahorrar poco, lo que limita la aportación complementaria que puede ofrecer el ahorro privado durante la jubilación. Concretamente, demorar el inicio del ahorro para la jubilación tiene un importante coste, ya que se pierde el efecto multiplicador que aporta el interés compuesto. Ello queda ilustrado con un sencillo ejemplo. Aportaciones de 3.000 euros anuales (con un incremento del 2% por año, que ajustaría aproximativamente por la inflación) durante 40 años y con un rendimiento medio del 5% anual (alcanzable si una parte de la cartera de ahorro está invertida en renta variable) nos reportarían un capital de cara a la jubilación de 507.355 euros. En cambio, si se decidiera comenzar a realizar aportaciones más tarde pero de mayor importe, el resultado final sería claramente inferior: aportaciones equivalentes a 6.000 euros anuales a día de hoy (también con incrementos anuales del 2%), comenzando dentro de 20 años y durante 20 años, se convertirían en 364.270 euros.

Planificar la jubilación con suficiente antelación es especialmente importante en un contexto como el actual de bajos tipos de interés. Un horizonte prolongado para la planificación permite dedicar una proporción más elevada del ahorro a activos que ofrecen una mejor combinación, a largo plazo, de rentabilidad esperada y riesgo, como la renta variable.

1. Banco Central Europeo (2016), «Eurosystem Household Finance and Consumption Survey».



La parcela de la ciencia económica que se centra en el estudio del comportamiento de las personas, conocida como *behavioral economics*,<sup>2</sup> identifica tres conductas que influyen en la toma de decisiones de los individuos y que pueden explicar la falta de disciplina ahorradora. Primero, los individuos solemos demorar las decisiones que no conllevan un beneficio a corto plazo y que, en cambio, son difíciles de tomar. Esta conducta se conoce como procrastinación. También se ha demostrado que en muchos casos subestimamos la importancia de una buena planificación del futuro, lo que se conoce por tener una actitud miope. Finalmente, la literatura académica ha demostrado que solemos tomar muchas decisiones de forma inercial y que, a menudo, nos cuesta modificar nuestro patrón de conducta. La procrastinación, la miopía y la inercia son tres rasgos de la conducta humana que, aplicados al caso del ahorro a largo plazo, ayudan a entender por qué en muchos casos tardamos demasiado en empezar a ahorrar para nuestra pensión y que, cuando lo hacemos, no destinamos suficientes recursos.

Para incentivar la adhesión a planes privados, la mayoría de países ofrecen incentivos fiscales que permiten, por ejemplo, descontar las aportaciones de la base imponible del impuesto sobre la renta –hasta un límite– y difieren la tributación sobre esta porción de renta y sus rendimientos hasta el momento de su cobro durante la jubilación. Algunos países, sin embargo, han ido más allá y han optado por la implementación de un sistema de pensión privado obligatorio o casi obligatorio, que impone un nivel de aportación mínimo obligado. Una alternativa más flexible que permite aumentar la disciplina ahorradora sin forzar el ahorro son los planes de pensiones automáticos (*automatic enrolment*). En estos sistemas, las empresas tienen la obligación de inscribir a sus empleados en un fondo de pensión cuyo nivel de aportaciones pueden modificar los trabajadores o incluso darse de baja. Estos planes automáticos fueron implementados, por ejemplo, en EE. UU., Reino Unido, Italia o Nueva Zelanda con un impacto globalmente positivo sobre la tasa de ahorro de los hogares. Otra ventaja de la inscripción automática es que se trata de una reforma políticamente más atractiva que imponer la obligatoriedad de aportaciones.

Otra herramienta a la que cada vez se le otorga más importancia para que los ciudadanos planifiquen adecuadamente la jubilación son los programas de educación financiera. En los últimos años, las principales organizaciones internacionales, como el FMI, la OCDE o el G-20, han destacado su importancia, a la vez que han alertado sobre el bajo nivel de formación de amplios segmentos de la población de los países avanzados. En este sentido, destaca el Plan de Educación Financiera que, bajo el liderazgo de la CNMV y el Banco de España, se puso en marcha en 2008 en España para mejorar la cultura financiera de los ciudadanos, y que tiene como objetivo dotarlos de los conocimientos básicos y las herramientas necesarias para que gestionen sus finanzas de forma responsable e informada.

En definitiva, en un contexto de presiones sobre los sistemas públicos de pensiones, es previsible que los planes privados ganen importancia como fuente complementaria de ingresos durante la jubilación. En este sentido, medidas como los incentivos fiscales, la creación automática de planes privados personales o la educación financiera pueden ayudar a concienciar a los hogares de la necesidad de planificar adecuadamente la jubilación de acuerdo a sus prioridades y sus necesidades.

*Mathieu Fort*

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

2. Véase Benartzi, S. y Thaler, R. H. (2013), «Behavioral Economics and the Retirement Savings Crisis», Science Magazine, Vol. 339.

## CaixaBank Research

### PUBLICACIONES

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

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

##### ¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?

Enric Fernández, Gerard Arqué y Cristina Plata, 02/2017

##### 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

Àlex Ruiz, 02/2013

##### Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

##### Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

##### Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

##### ¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

#### DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

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

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

##### ¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

##### La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

##### Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

##### Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

##### Perspectivas de desapalancamiento en España

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

##### Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

##### Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

#### CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

##### Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

##### European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

##### Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

##### Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

#### IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

#### PULSO ECONÓMICO

#### ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

#### COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

#### CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

##### El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

##### El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

**GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES**

31 de diciembre de 2016

MILLONES €

Recursos de clientes	303.895
Crédito a la clientela, bruto	204.857
Resultado atribuido al Grupo	1.047
Capitalización bursátil	18.768
Cientes (millones)	13,8
Empleados del Grupo CaixaBank	32.403
Oficinas en España	5.027
Terminales de autoservicio	9.479

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":  
PRESUPUESTO 2017**

MILLONES €

Social	304,2
Investigación y formación de excelencia	79,6
Divulgación, cultura y conocimiento	126,2
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>510</b>

**CaixaBank Research** en Twitter

@CABK\_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

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

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

© CaixaBank, S.A., 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](http://www.cegeglobal.com)

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

