

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 414 | JULIO-AGOSTO 2017



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
*Política monetaria emergente y condiciones
macroeconómicas internas*

ECONOMÍA INTERNACIONAL
*Riesgos emergentes: un cóctel de Reserva
Federal, materias primas y política*

UNIÓN EUROPEA
Polarización del empleo en la eurozona

ECONOMÍA ESPAÑOLA
La resolución de Banco Popular

DOSSIER: EN BUSCA DE LA FELICIDAD

¿Es usted feliz? La felicidad y el ser humano

Bienestar, economía y percepciones

¿Cómo comparar el bienestar entre países?

El dinero no da la felicidad, pero ¿ayuda a conseguirla?

INFORME MENSUAL**Julio-Agosto 2017****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

30 de junio de 2017

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

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

Estel Martín

Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Política monetaria emergente y condiciones macroeconómicas internas*10 *Midiendo el riesgo de la deuda soberana en Europa***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Riesgos emergentes: un cóctel de Reserva Federal, materias primas y política*16 *Sudáfrica, en el punto de mira de los mercados***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Polarización del empleo en la eurozona*22 *La corrección de la cuenta corriente de Portugal: ¿temporal o estructural?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La resolución de Banco Popular*28 *El saldo primario: pieza clave para la estabilidad de la deuda pública*29 *Exportaciones españolas al alza: ¿es oro todo lo que reluce?***32 DOSSIER: EN BUSCA DE LA FELICIDAD**32 *¿Es usted feliz? La felicidad y el ser humano*
Javier Garcia-Arenas34 *Bienestar, economía y percepciones*
Adrià Morron Salmeron36 *¿Cómo comparar el bienestar entre países?*
Anna Campos38 *El dinero no da la felicidad, pero ¿ayuda a conseguirla?*
Judith Montoriol Garriga

La economía de la felicidad

El Dossier de este *Informe Mensual* de julio-agosto está dedicado a la felicidad. No es producto de la fiebre del verano o de que la cercanía de las vacaciones nos haya provocado un ataque de frivolidad. Desde hace años, muchos economistas –con la colaboración principalmente de psicólogos– han estado analizando qué nos hace felices con la ayuda de encuestas en las que los entrevistados declaran su nivel de satisfacción con la vida. Son los economistas de la felicidad y, en este número, explicamos algunos de sus principales hallazgos.

Como no podía ser de otra manera, uno de los focos de estas investigaciones ha sido explorar cómo se relacionan el nivel de renta o riqueza y la felicidad. Los resultados son muy interesantes: en un país y momento determinado, las personas con mayores ingresos tienden a reportar mayores niveles de felicidad. La comparativa entre países también revela una relación positiva, pero no muy fuerte, entre renta y felicidad. En cambio, paradójicamente, el nivel de felicidad en un país apenas tiende a variar a largo plazo. Hace 20 años, el 78% de los españoles se declaraban muy o bastante satisfechos con sus vidas y, actualmente, la proporción apenas se sitúa por encima del 80%, aunque el PIB por habitante ha crecido un 25% y la tasa de desempleo ha disminuido ligeramente. Y es que, una vez que las necesidades básicas están cubiertas, lo que parece que nos reporta satisfacción no es el nivel de renta absoluta, sino la relativa.

Y es que la mente humana utiliza la comparación como método de valoración. En el caso de nuestro nivel de vida, comparemos nuestra situación con la de los que nos rodean, con la nuestra propia en el pasado más reciente y con las expectativas o aspiraciones que nos habíamos formado para el presente. Cuando la economía prospera, tanto el listón social como el propio se elevan de modo que una mejora de los ingresos no impacta de forma significativa sobre la felicidad. A lo sumo, tiene un efecto transitorio hasta que las aspiraciones se ajustan a las nuevas circunstancias. En este sentido, varios estudios han demostrado que ganar un gran premio de lotería tiene un impacto efímero sobre la felicidad: al cabo de seis meses o un año, los afortunados vuelven a reportar el mismo nivel de satisfacción con su vida que tenían antes de ganarla. Por la misma razón, no parece una buena idea aceptar un trabajo simplemente porque pagan mejor. Es mucho más importante que ofrezca oportunidades de realizarse como persona y como profesional, que permita conciliar y, por supuesto, que haya un buen jefe.

Si el dinero no compra la felicidad, entonces ¿qué nos hace felices? Los resultados de muchas investigaciones apuntan a que otros factores son tanto o más importantes que el dinero: destacan las relaciones con la familia, los amigos y la comunidad que nos rodea –al fin y al cabo, somos animales sociales–; un trabajo estable y gratificante; la salud; la libertad individual, y nuestros valores –Aristóteles ya decía que ser feliz consiste en actuar de forma virtuosa–.

Estas lecciones son fundamentales a la hora de diseñar las políticas públicas. De ellas se derivan, por ejemplo, que la educación, la sanidad y la lucha contra el desempleo deben formar parte de los pilares de un estado del bienestar que tiene como objetivo la felicidad de sus ciudadanos. También deben ser importantes políticas que promuevan la conciliación entre trabajo y familia y que fomenten la participación cívica, así como el respeto por las libertades individuales.

Espero que puedan leer el Dossier mientras disfrutan de unas felices vacaciones. Por supuesto, con prudencia y templanza.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de junio de 2017

CRONOLOGÍA

JUNIO 2017

- 8 En el Reino Unido, el partido conservador gana las elecciones, aunque pierde la mayoría absoluta en el Parlamento.
- 14 La Reserva Federal de EE. UU. aumenta el tipo oficial en 25 p. b. para situarlo en el intervalo 1%-1,25%.
- 18 En Francia, el partido del presidente Macron, La República en Marcha (LRM), obtiene mayoría absoluta en la Asamblea Nacional francesa.

MAYO 2017

- 7 Emmanuel Macron es elegido presidente de Francia.
- 24 La agencia de calificación Moody's rebaja el *rating* de China un escalón, desde Aa3 hasta A1.
- 25 La OPEP acuerda prolongar el recorte de producción de petróleo hasta marzo de 2018.

ABRIL 2017

- 16 Turquía ratifica la reforma constitucional en referéndum.
- 19 El parlamento británico aprueba la celebración de elecciones anticipadas para el 8 de junio.

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).

AGENDA

JULIO 2017

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 7 Índice de producción industrial (mayo).
- 14 Cuentas financieras (1T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 20 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 21 Comercio exterior (mayo).
- 26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Encuesta de población activa (2T).
- 28 Avance del IPC (julio).
Avance del PIB (2T).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
PIB de EE. UU. (2T).
- 31 Ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Balanza de pagos (mayo).

AGOSTO 2017

- 1 PIB de la eurozona (2T).
- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 4 Índice de producción industrial (junio).
- 14 PIB de Japón (2T).
- 18 Créditos, depósitos y morosidad (junio).
- 22 Comercio exterior (junio).
- 24 Contabilidad nacional trimestral (2T).
- 30 Avance del IPC (agosto).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (agosto).
- 31 Balanza de pagos (junio).
Ejecución presupuestaria del Estado (julio).

Un buen semestre acaba

La economía mundial acelera. Hace un año se cerraba el semestre en plena oleada de incertidumbre: contra (prácticamente) todo pronóstico, el Reino Unido enfilaba una vía que implicará su salida de la UE. Este año, en cambio, finaliza la primera mitad con el crecimiento mundial en la zona del 3,4%, una aceleración significativa respecto al crecimiento promedio de 2016, que fue del 3,1%, y con una volatilidad financiera muy reducida. Esta expansión se está produciendo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes: en el 1T y en términos interanuales, EE. UU. creció un 2,0%; Japón, un 1,6%; China, un 6,9%, y la India, un 6,1%. Las claves que sustentan esta expansión son conocidas. En primer lugar, una política monetaria todavía acomodaticia en los países avanzados, a pesar del proceso de normalización iniciado por la Fed estadounidense, que en junio volvió a subir el tipo de referencia desde el 1,0% hasta el 1,25%. Un segundo aspecto es la recuperación moderada de las materias primas. Este hecho puede sorprender, ya que, pese al anuncio a finales de mayo de la prórroga del acuerdo de la OPEP del recorte de oferta, el precio del petróleo cayó en junio con fuerza. Sin embargo, conviene recordar que el precio del conjunto de las materias primas está en niveles un 6% superiores a los de hace un año (y que las perspectivas que se manejan reiteran un suave ascenso tanto del oro negro como de muchas otras materias primas). Finalmente, cabe mencionar la salida de la recesión de emergentes clave. El caso paradigmático es Brasil que, tras recorrer una dolorosa crisis económica y todavía inmerso en un marasmo institucional notable, consiguió su primer crecimiento intertrimestral positivo desde 2014.

La bonanza macroeconómica se ha visto acompañada por la prolongación del clima de cierta placidez en los mercados financieros. Las bolsas han mostrado en lo que va de año una evolución positiva, y las volatilidades de los activos financieros, como decíamos, se mantienen muy bajas. Se trata de una evolución que refleja, por un lado, la mencionada aceleración económica global y, por otro, una cierta disminución del balance de riesgos a la baja a corto plazo. Durante el primer semestre del año, la incertidumbre que rodeaba los resultados electorales en distintos países europeos y la orientación que finalmente adoptaría la nueva Administración estadounidense, junto con la existencia de diferentes fuentes de riesgo geopolítico, dominaron gran parte de la discusión pública. Los resultados electorales en los Países Bajos y Francia, e incluso las primeras actuaciones de la Administración norteamericana, se alejaron de los escenarios más extremos. Aunque de este curso de los acontecimientos no cabe derivar que no persistan

fuentes de riesgo globales de naturaleza política a medio plazo (proteccionismo, populismo, *brexit*...), lo cierto es que la presión a corto plazo se ha reducido.

Europa crece, y lo hace de forma más generalizada que en el pasado. En este contexto menos comprometido en términos de riesgos a corto plazo, en el primer semestre se confirmó que la eurozona continúa fortaleciendo su crecimiento. En el 1T, el PIB de la eurozona avanzó un 1,7% interanual, un buen tono que fue generalizado por países, con datos especialmente destacables en España (3,0%) y Portugal (2,8%), pero también en países del centro, como Alemania (1,7%). Los indicadores disponibles apuntan a que este buen ritmo de actividad se mantuvo en el 2T. Pero quizás uno de los elementos más novedosos del actual momento europeo lo proporciona la vía por la que se ha optado en el proceso de liquidación de dos bancos medianos italianos: al considerarse que dicha liquidación no tendrá un impacto significativo en la estabilidad financiera, se ha evitado la aplicación del Mecanismo Único de Resolución y se ha aplicado la ley de insolvencias italianas. Además, se ha autorizado al Gobierno italiano a utilizar ayudas públicas para facilitar el proceso. La construcción de la Unión Bancaria Europea sigue en marcha, y esta decisión sirve para ir marcando sus límites. Continuando en clave de construcción europea, cabe mencionar que el resultado de las elecciones británicas ha aumentado la probabilidad de un *brexit* «suave», que facilite que el Reino Unido mantenga un acceso razonable al mercado único europeo.

La economía española capitaliza la mejora del entorno externo. Tras un dato robusto de crecimiento en el 1T (0,8% intertrimestral), los datos del 2T apuntan a que el ritmo de actividad se ha mantenido fuerte. Así lo atestigua, por ejemplo, el indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research, que predice un avance intertrimestral muy similar al del registro del 1T. El buen ritmo de crecimiento de este año se explica, fundamentalmente, por la mejora del entorno exterior. Recordemos tres aspectos fundamentales, antes comentados: menor incertidumbre política tras las fundamentales elecciones de Francia y los Países Bajos; refuerzo del mandato británico hacia un *brexit* «suave» y, ya en clave económica, la expectativa de que el aumento del precio del petróleo sea más moderado de lo previsto anteriormente, una tesitura que beneficia fuertemente a la economía española, altamente dependiente de las importaciones de crudo. Se trata, por lo tanto, de un contexto en el que sería deseable seguir impulsando una agenda de reformas estructurales ambiciosa que apuntale la capacidad de resistencia de la economía española para cuando vengan días de tormenta.

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
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,5	3,6	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Países desarrollados	2,1	1,7	2,0	2,0	1,7	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,4	1,7	2,0	2,1	2,4	2,2	2,3
Eurozona	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9
Alemania	1,5	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,9	1,9
Francia	1,0	1,1	1,4	1,6	0,9	1,2	1,1	1,5	1,7	1,5
Italia	0,7	1,0	1,2	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2	1,0
Portugal	1,6	1,4	2,5	1,8	1,7	2,0	2,8	2,7	2,2	2,2
España	3,2	3,2	3,1	2,5	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Japón	1,1	1,0	1,4	0,9	1,0	1,6	1,3	1,4	1,5	1,4
Reino Unido	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,0	1,8	1,6	1,2
Países emergentes	4,2	4,1	4,5	4,8	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,6
China	6,9	6,7	6,6	6,1	6,7	6,8	6,9	6,6	6,5	6,4
India	7,5	7,9	7,0	7,6	7,5	7,0	6,1	7,1	7,3	7,6
Indonesia	4,9	5,0	5,3	5,5	5,0	4,9	5,0	5,2	5,4	5,5
Brasil	-3,8	-3,6	0,7	2,1	-2,9	-2,5	-0,4	0,3	1,0	2,0
México	2,7	2,3	1,8	2,1	2,0	2,3	2,8	2,2	1,2	1,0
Chile	2,3	1,6	1,9	2,6	1,8	0,5	1,5	1,9	2,1	2,2
Rusia	-2,8	-0,2	1,3	1,6	-0,4	0,3	0,5	1,0	1,6	1,9
Turquía	6,0	2,9	3,5	3,2	-1,3	3,5	5,0	3,2	3,0	2,9
Polonia	3,9	2,7	3,5	3,1	2,2	2,9	4,1	3,4	3,4	3,1
Sudáfrica	1,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,5	0,7	0,2	0,5	0,9
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,3	3,4	2,7	2,9	3,2	3,2	3,3	3,5
Países desarrollados	0,3	0,8	1,7	1,8	0,7	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6
Estados Unidos	0,1	1,3	2,1	2,2	1,1	1,8	2,5	2,0	2,0	1,8
Eurozona	0,0	0,2	1,5	1,4	0,3	0,7	1,8	1,5	1,4	1,4
Alemania	0,1	0,4	1,7	1,5	0,4	1,0	1,9	1,6	1,6	1,5
Francia	0,1	0,3	1,3	1,4	0,4	0,7	1,5	1,0	1,4	1,3
Italia	0,1	0,0	1,4	1,2	-0,1	0,2	1,4	1,6	1,3	1,2
Portugal	0,5	0,6	1,6	1,4	0,7	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4
España	-0,5	-0,2	1,8	1,4	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,6	1,1
Japón	0,8	-0,1	0,6	1,0	-0,5	0,3	0,3	0,5	1,0	0,7
Reino Unido	0,0	0,7	2,6	2,4	0,7	1,2	2,1	2,8	2,6	2,7
Países emergentes	4,7	4,4	4,4	4,5	4,3	4,1	4,2	4,3	4,4	4,9
China	1,4	2,0	2,1	2,3	1,7	2,2	1,4	2,0	2,1	3,0
India	4,9	4,9	4,0	5,1	5,2	3,7	3,6	2,6	4,1	5,7
Indonesia	6,4	3,5	4,0	4,5	3,0	3,3	3,6	4,2	3,9	4,1
Brasil	9,0	8,8	4,2	4,3	8,7	7,1	4,9	3,7	3,6	4,5
México	2,7	2,8	5,3	3,6	2,8	3,2	5,0	5,8	5,4	5,0
Chile	4,3	3,8	2,9	3,1	3,5	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Rusia	15,5	7,1	4,3	4,6	6,8	5,7	4,6	4,1	4,2	4,1
Turquía	7,7	7,8	10,0	7,9	8,0	7,6	10,2	11,1	10,0	8,8
Polonia	-0,7	-0,2	2,0	2,3	-0,4	0,4	1,7	2,0	2,1	2,1
Sudáfrica	4,6	6,3	5,7	5,4	6,0	6,6	6,3	5,4	5,4	5,7

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,26	0,51	1,12	1,94	0,50	0,55	0,79	1,08	1,25	1,33
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,30	1,99	0,79	0,92	1,07	1,20	1,37	1,55
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,87	2,43	1,46	1,62	1,75	1,75	1,91	2,07
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,47	2,50	0,72	1,00	1,23	1,29	1,55	1,80
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,50	3,31	1,56	2,13	2,44	2,26	2,54	2,77
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,02	-0,26	-0,32	-0,21	-0,30	-0,31	-0,33	-0,33	-0,31	-0,30
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,11	0,05	-0,05	-0,07	-0,10	-0,13	-0,13	-0,08
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,69	-0,29	-0,64	-0,71	-0,78	-0,74	-0,67	-0,58
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,41	0,85	-0,12	0,11	0,34	0,31	0,40	0,59
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,10	1,12	1,12	1,08	1,07	1,10	1,11	1,11
¥/€	134,33	120,30	124,17	123,42	114,26	117,96	121,05	122,22	125,17	128,25
£/€	0,73	0,82	0,87	0,85	0,85	0,87	0,86	0,86	0,89	0,89
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,64	45,04	52,77	59,21	46,98	51,13	54,68	51,40	51,00	54,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	48,17	52,82	42,09	47,46	51,35	46,95	45,88	48,48

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

Previsiones

COYUNTURA · Los mercados financieros moderan ligeramente su avance

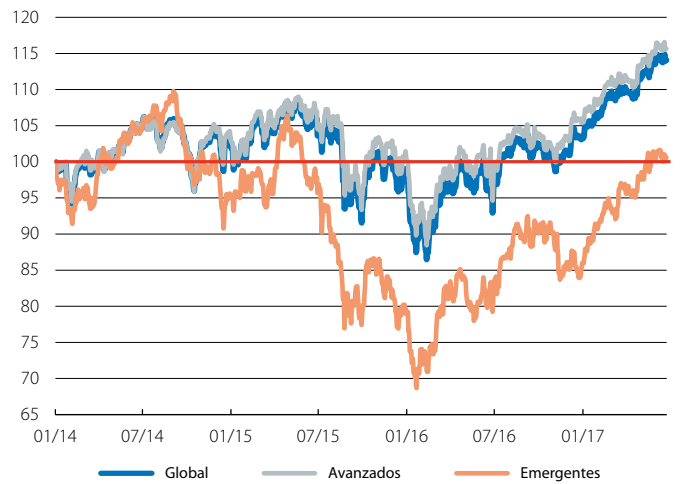
Los mercados internacionales mantienen un tono globalmente constructivo, aunque ligeramente menor que en los últimos meses y con excepciones destacadas. En un entorno que sigue caracterizado por una volatilidad históricamente baja, los principales activos de riesgo mantuvieron un desempeño positivo. Los principales factores que contribuyeron a esta pauta alcista fueron la disminución del riesgo político, con la victoria del partido de Macron en las legislativas de Francia, y la solidez de los indicadores de actividad económica. Ni la nueva subida de tipos de la Fed y el anuncio del inicio de la reducción de su balance antes del final del año ni la debilidad del precio del petróleo han deparado, de momento, grandes preocupaciones en los mercados. Con todo, el mal desempeño del sector financiero fue un factor de freno en Europa y, en el bloque emergente, destacó la debilidad de las bolsas brasileña y rusa.

El clima de placidez del entorno financiero global no está exento de riesgos y de focos de incertidumbre. La ligera desaceleración de las cotizaciones que hemos observado en las últimas semanas sirve como recordatorio de los riesgos presentes en el entorno financiero mundial y llama a la cautela en cuanto a la evolución futura de los activos. En este sentido, cuatro factores serán clave en los próximos meses. Primero, la disipación de las dudas respecto al nivel de madurez del ciclo económico estadounidense, alimentadas por la reciente debilidad de los datos de inflación en EE. UU., será de vital importancia para que los mercados estadounidenses mantengan la dinámica positiva. En segundo lugar, las elevadas valoraciones de los activos de renta variable en EE. UU., con los nuevos máximos alcanzados este mes por el S&P 500, por ejemplo, siguen siendo una fuente de preocupación en tanto que son sensibles a reajustes del sentimiento inversor. En esta línea, y aunque fue contenida y relativamente limitada en el tiempo, la caída de los valores del sector tecnológico al inicio del mes es una señal del potencial nerviosismo de los inversores en un contexto de cotizaciones elevadas. En tercer lugar, en Europa, las negociaciones de la salida del Reino Unido de la UE, que se iniciaron oficialmente a mediados de junio, serán probablemente una fuente de incertidumbres para los mercados del Viejo Continente. Finalmente, la renovada debilidad del precio del crudo, pese a los esfuerzos de la OPEP para reducir el exceso de oferta, puede volver a constituir un riesgo importante, en particular para el sector energético y los activos emergentes.

El BCE toma nota de la mayor firmeza de la actividad en la eurozona y adopta un tono con un menor sesgo acomodaticio. Sin introducir cambios en los parámetros de su política monetaria, el BCE recogió la fortaleza de la economía de la eurozona en los últimos trimestres. Esto se reflejó en las ligeras mejoras que la institución introdujo de nuevo en sus previsiones de crecimiento y con las que el BCE justificó un menor sesgo

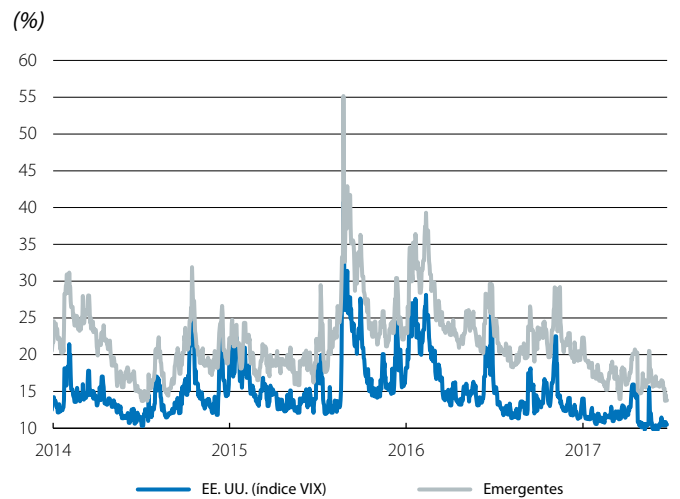
Bolsas internacionales por geografía

Índice (100 = enero 2014)



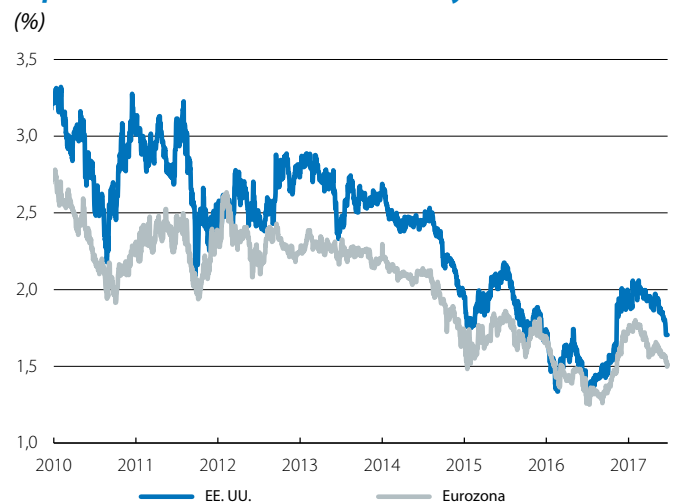
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

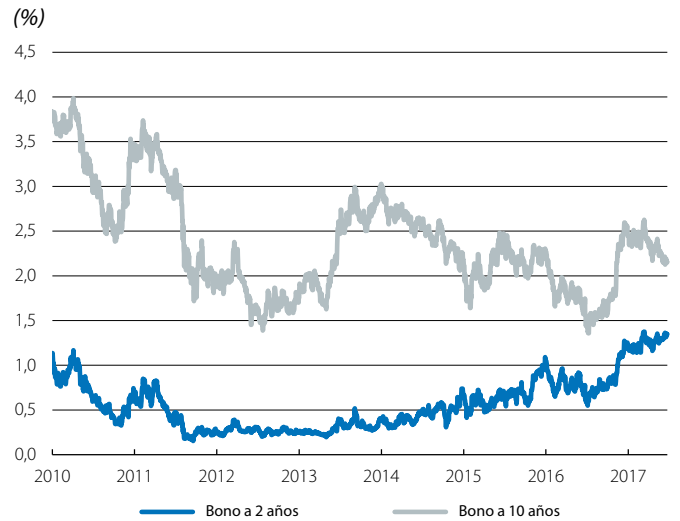
go acomodaticio en su comunicación. Con todo, el BCE mantiene dudas sobre la recuperación a medio plazo de la inflación, por lo que su presidente, Mario Draghi, recordó la posibilidad de ampliar el programa de compra de activos (QE) si fuese necesario. Finalmente, respecto a la normalización de la política monetaria, Draghi llamó a la prudencia e indicó que el Consejo de Gobierno no había discutido una posible reducción del balance de la autoridad monetaria.

La Fed vuelve a incrementar el tipo oficial y expone su estrategia de reducción de balance. Por tercera vez en seis meses, la Fed aumentó en 25 p. b. el tipo de interés de referencia objetivo (*fed funds target rate*) hasta el intervalo 1,00%-1,25%, tal y como el mercado venía anticipando. Respecto a su objetivo de estabilidad de precios, la autoridad monetaria estadounidense hizo poco énfasis en la recién debilidad de la inflación y confirmó que mantenía su hoja de ruta con una subida adicional prevista este año y tres subidas en 2018. Por último, el banco central también aportó detalles sobre la estrategia de reducción del tamaño de su balance, que será gradual y predecible, sin precisar la fecha de inicio de este proceso más allá de señalar que se producirá este año. En concreto, la Fed especificó que se dejarán de reinvertir 6.000 millones de dólares de deuda pública y 4.000 de deuda y bonos de titulización hipotecaria al mes, hasta llegar progresivamente a los 30.000 millones y a los 20.000, respectivamente, al cabo de 12 meses. Tras las actuaciones y mensajes de la Fed, los mercados de activos globales no mostraron movimientos de envergadura.

La rentabilidad a largo plazo de la renta fija soberana estadounidense vuelve a descender, mientras que la de Alemania se mantiene globalmente estable. La rentabilidad de la deuda pública estadounidense a 10 años ha vuelto a acercarse al 2% en las últimas semanas, principalmente ante las dudas generadas por la disminución de las presiones inflacionistas observada en los últimos meses. De cara al futuro, dos elementos serán clave para que la rentabilidad del bono soberano estadounidense de largo plazo vuelva a su tendencia alcista. Por un lado, la capacidad de la Administración Trump para implementar sus ambiciosas reformas económicas y, en particular, la reforma fiscal, que será un factor crucial para evitar que se corrija el repunte de las rentabilidades observado tras las elecciones del pasado noviembre. Por otro lado, la recuperación de las presiones inflacionistas, que han mostrado señales de debilidad recientemente, también será indispensable para que las rentabilidades vuelvan a aumentar. En Europa, la rentabilidad del *bund*, que se había mantenido estable por debajo del 0,3%, repuntó con fuerza en la última semana de junio en respuesta a un discurso del presidente del BCE, que mandaba un mensaje de mayor confianza en la recuperación de la eurozona y que los inversores interpretaron como una señal de un posible ajuste de la política monetaria en los próximos meses. Las primas de riesgo de la mayoría de los países, por su parte, siguieron descendiendo, dando continuidad a la tendencia que se inició el mes pasado con la disminución del riesgo político tras las elecciones francesas.

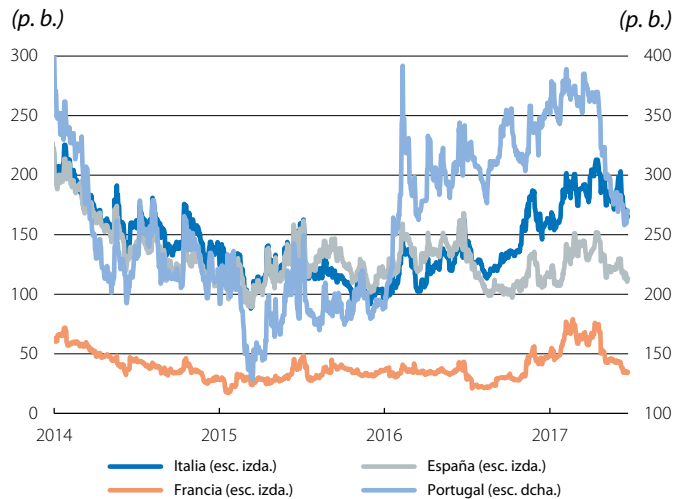
La mayoría de las bolsas emergentes se mantienen firmes. El índice global MSCI de la bolsa emergente registró una subida

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



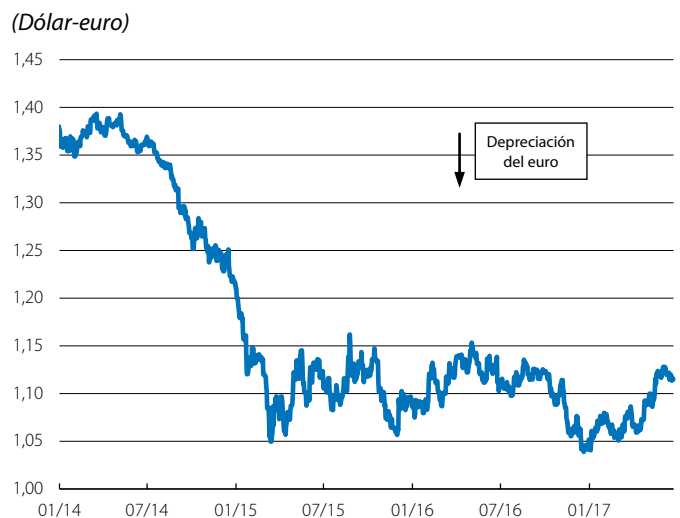
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

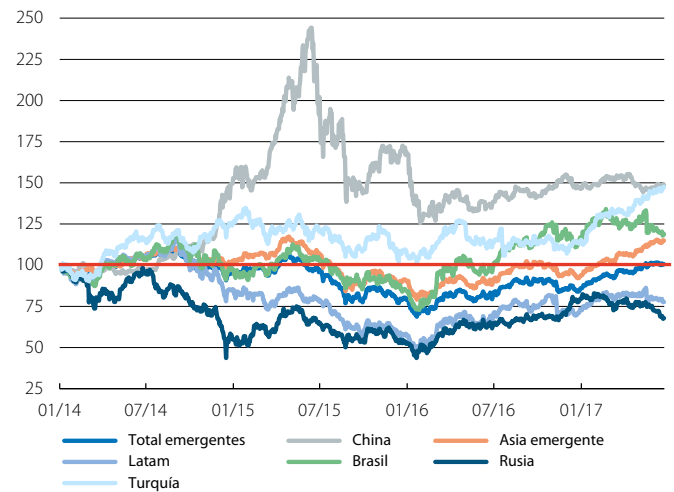
cercana al 1%, un incremento ligeramente inferior al del mes anterior. Con todo, esta desaceleración se explica principalmente por la debilidad de dos mercados en particular. Por un lado, la bolsa brasileña continuó mostrando señales de debilidad a causa del nuevo escándalo de corrupción que implica al presidente Temer. Por otro lado, la bolsa rusa sufrió pérdidas importantes este mes, con descensos cercanos al 5%, ante el temor de un endurecimiento de las sanciones por parte de EE. UU. En el resto de países, las bolsas mantuvieron la tendencia alcista con subidas moderadas. En definitiva, la relativa fortaleza del crecimiento económico previsto para la mayoría de las economías emergentes será el principal factor de fondo que debería apoyar sólidamente a los activos emergentes, si bien la debilidad del precio del petróleo podría volver a ser un factor de riesgo importante. En el bloque desarrollado, mientras que las bolsas estadounidenses mantuvieron un pulso firme pese a la debilidad del sector tecnológico, la mayoría de las plazas europeas sufrieron leves pérdidas tras el optimismo de mayo. Las dudas respecto al sector financiero, como por ejemplo en España con la resolución de Banco Popular, fueron de nuevo el principal elemento de esta pausa en las bolsas europeas, si bien los impactos permanecieron limitados (para más detalles, véase el Focus «La resolución de Banco Popular» en este mismo Informe Mensual).

En el mercado cambiario, el euro se mantiene fuerte frente al dólar. La moneda de la eurozona, estable alrededor de los 1,12 dólares a lo largo del mes, repuntó hasta los 1,14 dólares en la última semana de junio tras el rebote de la rentabilidad de la deuda de los países de la eurozona mencionado anteriormente. A medio plazo, esperamos que el euro se vaya apreciando levemente a medida que el BCE vaya empezando el proceso de normalización de su política monetaria. En el bloque emergente, las principales divisas se mantuvieron relativamente estables en junio, a pesar de la debilidad del precio del petróleo y de la nueva subida de tipos de la Fed. Arrastrados por los mismos factores que los mercados de renta variable, el real brasileño continuó perdiendo terreno frente al dólar y el rublo ruso fue la divisa más castigada entre las principales monedas emergentes.

Las dudas sobre la capacidad de la OPEP de reducir la oferta se intensifican y de nuevo penalizan fuertemente el precio del petróleo. Pese al anuncio a finales de mayo de la extensión del acuerdo de la OPEP, que prevé la prórroga de los recortes hasta marzo de 2018, el precio del petróleo ha vuelto a caer con fuerza hasta alcanzar los mínimos del año, con el barril de Brent que llegó a cotizar por debajo de los 45 dólares. La preocupación respecto al exceso de oferta es nuevamente el principal catalizador de esta bajada. En particular, el repunte de producción en Nigeria y Libia, países miembros de la OPEP pero exentos de recortes, despertaron las dudas sobre la eficacia del acuerdo implementado por el cartel petrolero. Ante la reacción del mercado desde la extensión del acuerdo, desde CaixaBank Research ajustamos levemente a la baja las previsiones a corto plazo sin cambiar las dinámicas de medio y largo plazo, ya que seguimos esperando un leve ajuste del exceso de oferta en la segunda mitad de este año. A más largo plazo, este efecto debería suavizarse ante el repunte de la producción y, particularmente, la producción de *shale* en EE. UU.

Bolsas emergentes por geografía

Índice (100 = enero 2014)



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

Precio del petróleo Brent

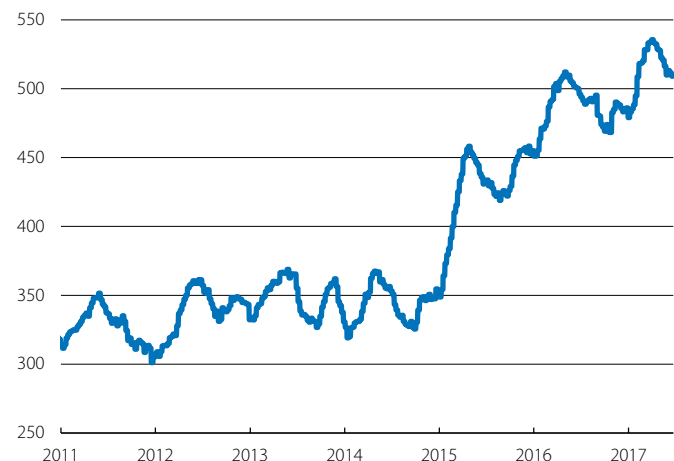
(Dólares por barril)



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

Existencias de crudo en EE. UU. *

(Millones de barriles)



Nota: * Excluyendo las reservas estratégicas.

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

FOCUS · Política monetaria emergente y condiciones macroeconómicas internas

La dependencia de los bancos centrales emergentes de su homólogo estadounidense es un tema recurrente en el debate sobre la política monetaria emergente. Este asunto cobra aún más relevancia en el contexto actual de normalización de la política monetaria estadounidense. Asimismo, la mayor integración de los países emergentes a la economía mundial ha incrementado la sensibilidad de la política monetaria que llevan a cabo los bancos centrales emergentes a la que realiza la Fed.¹ Pero la política monetaria emergente depende también, en gran parte, de las condiciones macroeconómicas internas de cada país, especialmente tras la tendencia a una mejor flexibilización de los tipos de cambio. Así, en este artículo, también ponemos el foco en las condiciones macroeconómicas de las principales economías emergentes y sus implicaciones para la política monetaria que deben llevar a cabo sus bancos centrales.

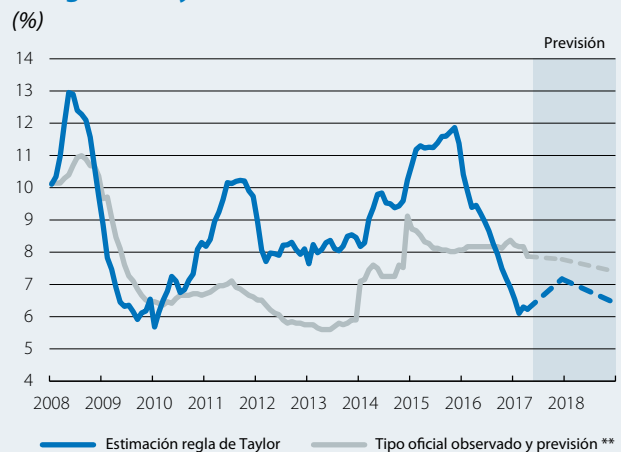
Una herramienta habitualmente utilizada para evaluar si la política monetaria de un país es adecuada para sus condiciones económicas es la regla de Taylor, denominada así por el economista estadounidense que la desarrolló en la década de los noventa. Básicamente, esta regla proporciona una estimación del nivel al cual el banco central debería situar el tipo de interés dadas las condiciones macroeconómicas de su país.

La estimación de esta regla² para cinco de los principales bancos centrales emergentes pone de relieve varios elementos sobre la evolución de la política monetaria emergente a lo largo de la última década. Primero, en el periodo que se inicia justo después de la crisis, a finales de 2008, y hasta finales de 2010, se observa una notable alineación entre los tipos oficiales de los bancos centrales y el tipo dibujado por la regla de Taylor. Después, a partir de 2010, el tipo oficial se sitúa por debajo del que sugiere la regla de Taylor, lo que apunta a que los bancos centrales emergentes implementaron una política monetaria más laxa de lo que las condiciones macroeconómicas internas requerían. Finalmente, desde finales de 2016, el tipo oficial sigue relativamente desconectado del nivel estimado por la regla de Taylor, pero esta vez en sentido inverso, ya que la regla de Taylor apunta a que la política monetaria emergente está siendo más restrictiva de lo necesario (véase el gráfico adjunto).

Uno de los principales elementos que explica la diferencia entre la política monetaria que se ha llevado cabo en los países emergentes y la recomendada por la regla de Taylor desde la crisis financiera es, precisamente, la política monetaria implementada en EE. UU. Por ejemplo, entre los años 2010 y 2016, las medidas ultraexpansivas adoptadas por la Fed presionaron a los bancos centrales emergentes a adoptar una política más laxa de lo que las condiciones macroeconómicas de sus respectivos países requerían. De no haber acomodado, en parte, la política monetaria a las condiciones financieras internacionales que la política de la Fed propició, su moneda se hubiera apreciado, lo que habría erosionado sus exportaciones y habría presionado a la baja la inflación. En cambio, desde que la Fed empezó a normalizar su política monetaria, los bancos centrales emergentes han mantenido un tono más restrictivo de lo que sugieren las condiciones macroeconómicas de sus países para evitar una mayor depreciación de sus monedas.

De cara al futuro, se espera que el tono de la política monetaria de los principales bancos centrales emergentes sea algo más laxo. De todas formas, la continuación del proceso de normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. hará que estos tengan que mantener una política monetaria algo más restrictiva de lo deseado.

Índice de política monetaria emergente según la regla de Taylor *



Notas: * Promedio simple con los cinco bancos centrales emergentes seleccionados (Brasil, China, México, Rusia y Turquía). ** Previsiones tipos oficiales CaixaBank Research. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

1. Para más detalles sobre este asunto, véase el Focus «¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?» del IM05/2017.
 2. La especificación del modelo utilizado es la siguiente: $i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5c(u - u^*)$, donde i es el tipo de interés de referencia nominal, r^* el tipo real de equilibrio, π la tasa de inflación, π^* la tasa de inflación objetivo, c es un coeficiente a estimar, u la tasa actual de desempleo y u^* la tasa de pleno empleo (NAIRU, por sus siglas en inglés).

FOCUS · Midiendo el riesgo de la deuda soberana en Europa

El riesgo soberano de los países periféricos ha descendido de forma muy remarcable desde el punto álgido de la crisis. Sin embargo, el ritmo de mejora ha sido dispar, especialmente durante los últimos dos años, cuando han reaparecido algunos focos de riesgo de naturaleza local.

Para analizar la evolución del riesgo de la deuda soberana, normalmente se toma la diferencia entre la rentabilidad del bono a 10 años del país y la rentabilidad del *bund* alemán. Esto es lo que se conoce como la prima de riesgo soberana. No obstante, esta variable también refleja aspectos que van más allá de la percepción de los agentes acerca del riesgo soberano como, por ejemplo, cambios en la aversión al riesgo de los inversores o en las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija. Alternativamente, mediante la aplicación de técnicas estadísticas, se puede estimar qué parte de la variación de los tipos soberanos se debe a factores comunes con otros países (como la política monetaria en el caso de los países de la eurozona) y qué parte se debe a factores idiosincráticos de cada país, como la percepción de riesgo político.

Este es el enfoque que adopta el índice que se presenta en el primer gráfico.¹ Como puede observarse, el índice de riesgo soberano registró un aumento fulgurante en pleno fragor de la crisis de deuda de la eurozona, y registró un notable descenso tras la célebre rueda de prensa del presidente del BCE, M. Draghi, en julio de 2012, cuando prometió hacer todo lo que fuera necesario para sostener el euro. Más recientemente, el índice ha dibujado una moderada senda alcista, si bien desde niveles muy bajos, en vísperas de las elecciones francesas.

El caso de la deuda pública española es destacable, ya que en los últimos años su evolución se explica menos por factores idiosincráticos, asociados al riesgo país, y más por factores comunes. En cambio, el peso de los factores idiosincráticos sigue siendo elevado en el caso de la deuda de Italia y de Portugal.

Un segundo ejercicio que es útil para valorar la percepción del riesgo soberano de la deuda pública española consiste en comparar el tipo de interés a 10 años observado en el mercado con el tipo de interés predicho por el modelo que tiene en cuenta la evolución de los factores comunes e idiosincráticos. Como se observa en el último gráfico adjunto, la rentabilidad observada es inferior a la que sugiere la evolución de los factores comunes e idiosincráticos estimados. Ello no se observa en otros países periféricos, y podría ser indicativo de la mejora de las perspectivas de la economía y, en definitiva, de la percepción del riesgo de la deuda soberana española.

1. Concretamente, se lleva a cabo un análisis de componentes principales. En el gráfico se muestra la evolución del segundo componente principal normalizado, que se asocia a los factores idiosincráticos.

Índice de riesgo soberano de la eurozona *

Índice (0 = fragmentación mínima del mercado de deuda; 100 = fragmentación máxima)

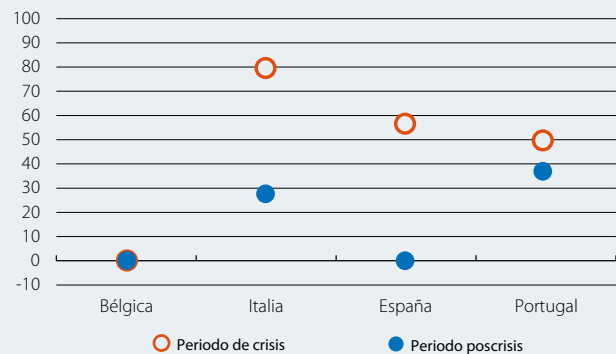


Nota: * Índice calculado a partir del segundo componente principal de los tipos de interés soberanos a 10 años de Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Países Bajos, Italia y Portugal.

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

Tipos soberanos a 10 años: varianza explicada por el componente idiosincrático de cada país *

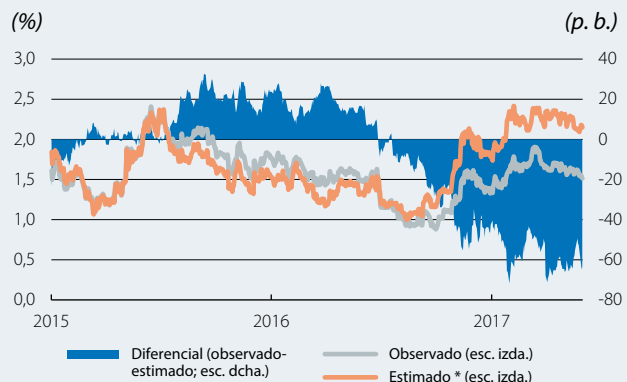
(% de la varianza total)



Nota: * El periodo de crisis comprende los años del 2010 al 2013 y el periodo poscrisis del 2015 al 2017.

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

España: tipo de interés de la deuda soberana a 10 años



Nota: * El tipo estimado corresponde al tipo de interés soberano a 10 años coherente con sus tres primeros componentes principales. Esta especificación explica el 93% de la varianza del tipo observado.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,33	0	-1,2	-4,9
Euríbor 12 meses	-0,16	-0,13	-3	-7,8	-10,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,65	-0,75	10	15,1	-4,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,57	-0,71	14	19,6	8,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,47	0,30	17	26,2	59,6
Deuda pública a 10 años (España)	1,54	1,55	-1	15,6	28,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	107	125	-18	-10,3	-31,0
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,25	1,00	25	50,0	75,0
Líbor 3 meses	1,30	1,21	9	30,2	65,4
Líbor 12 meses	1,74	1,72	2	5,4	52,4
Deuda pública a 1 año	1,23	1,15	8	41,9	77,7
Deuda pública a 2 años	1,38	1,28	10	19,2	74,3
Deuda pública a 10 años	2,30	2,20	10	-14,4	78,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	62	-6	-16,2	-31,1
Itraxx Financiero Sénior	53	70	-17	-40,6	-64,8
Itraxx Financiero Subordinado	133	158	-25	-88,4	-111,0

Tipos de cambio

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,143	1,124	1,6	8,6	2,7
¥/€	128,400	124,560	3,1	4,4	12,2
£/€	0,877	0,872	0,6	2,8	5,8
¥/\$	112,390	110,780	1,5	-3,9	9,3

Materias primas

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	446,6	434,2	2,9	5,6	8,1
Brent (\$/barril)	47,9	50,3	-4,8	-15,7	-5,3
Oro (\$/onza)	1.241,6	1.268,9	-2,2	7,7	-5,9

Renta variable

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.423,4	2.411,8	0,5	8,2	17,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.441,9	3.554,6	-3,2	4,6	21,5
Ibex 35 (España)	10.444,5	10.880,0	-4,0	11,7	28,9
Nikkei 225 (Japón)	20.033,4	19.650,6	1,9	4,8	28,7
MSCI emergentes	1.010,8	1.005,3	0,5	17,2	23,0
Nasdaq (EE. UU.)	6.140,4	6.198,5	-0,9	14,1	28,5

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

COYUNTURA · Prosigue el buen desempeño de la economía mundial

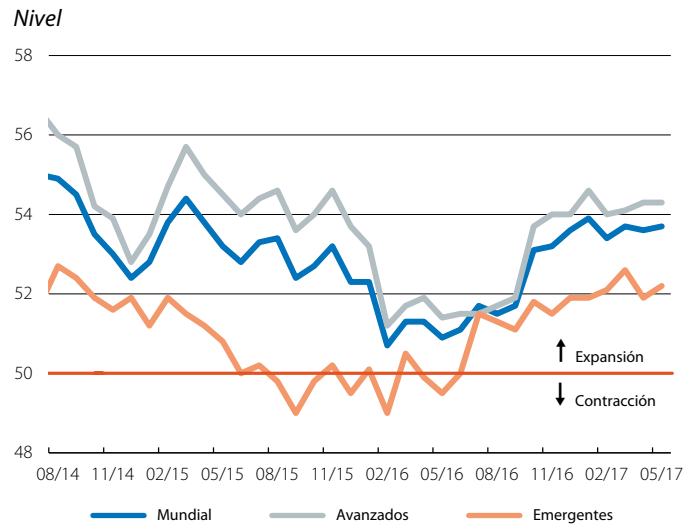
Los indicadores de actividad global mantienen el tono positivo en el 2T. Así, en mayo, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto (es decir, agregando manufacturas y servicios) global se situó en una confortable zona expansiva, en los 53,7 puntos (por encima del límite de los 50 puntos). Cabe destacar que dicho índice se emplazó por encima de los 50 puntos, tanto en los avanzados como en los emergentes. Todo ello avalla el escenario de CaixaBank Research, que prevé una moderada aceleración del crecimiento mundial del 3,1% de 2016 al 3,5% en 2017.

De todas formas, el descenso de la inflación y los factores políticos son elementos a tener en cuenta en el balance de riesgos. En particular, la inflación mundial ha mostrado una clara tendencia a la baja en los últimos meses y en muchos países hemos observado datos por debajo de lo esperado, tanto en la inflación general como en la subyacente. Un tema clave en los próximos meses será, pues, dirimir si se trata de un fenómeno sostenido o reviste carácter transitorio. En caso de que se tratase de una tendencia de fondo, podría alterar el escenario de política monetaria que se maneja actualmente, dado que la normalización monetaria se apoya en una paulatina recuperación de la inflación hacia su objetivo. Por otra parte, persisten los focos de incertidumbre política. En EE. UU. hay que destacar que la ambiciosa agenda reformista de la Administración Trump continúa estancada toda vez que no se han producido avances en el plano fiscal y que la votación de la reforma sanitaria en el Senado se ha tenido que aplazar debido a la falta de acuerdo. La dificultad de alcanzar un consenso suficiente para aprobar estas reformas hace presagiar que el camino legislativo será lento y plagado de obstáculos (muchos analistas consideran que, como pronto, la reforma tributaria se podría aprobar a finales de 2017). En Europa, la incertidumbre proviene principalmente del inicio de las negociaciones entre la UE y el Reino Unido por el *brexit*. En los emergentes, subyacen importantes riesgos a la baja tanto globales (endurecimiento financiero, precio de las materias primas menor de lo previsto...) como específicos en determinados países (véase el Focus «Riesgos emergentes: un cóctel de Reserva Federal, materias primas y política» en este *Informe Mensual*).

ESTADOS UNIDOS

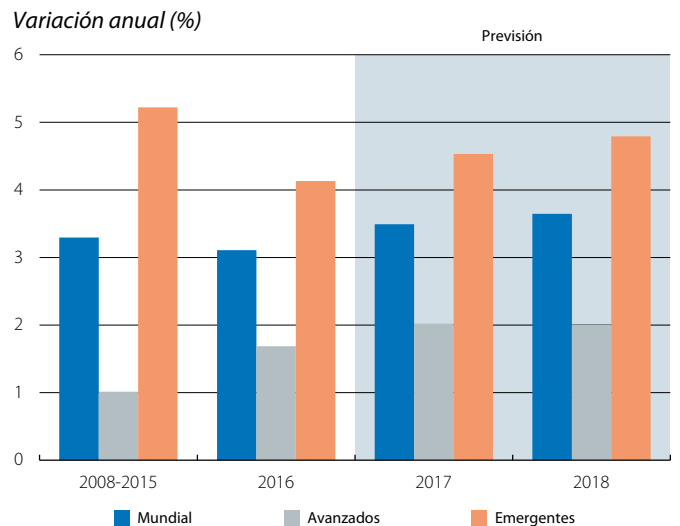
Los indicadores de actividad y de sentimiento económico muestran una dinámica positiva tras el discreto crecimiento del 1T. El crecimiento del PIB del 1T fue revisado ligeramente al alza tras la tercera y última estimación, aunque la economía todavía registra una desaceleración respecto al 4T 2016. El crecimiento se situó en un 0,4% intertrimestral (2,1% interanual), una cifra moderada, aunque 1 décima superior a la estimación anterior (y 2 décimas superior a la primera estimación). Con todo, los recientes datos de actividad y de sentimiento muestran, en su conjunto, una evolución positiva que apunta a un repunte del crecimiento en el 2T. En particular, los datos del mercado laboral fueron boyantes (en mayo se crearon 138.000 puestos de trabajo y la tasa de paro se emplazó en el 4,3%) y los indicadores de

Indicadores de actividad: PMI compuesto



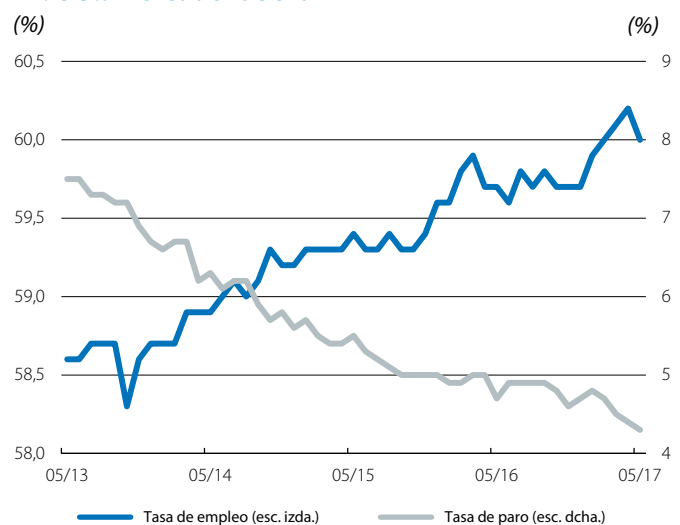
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

PIB mundial



Fuente: CaixaBank Research.

EE. UU.: mercado laboral



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

confianza empresarial (ISM) de manufacturas y de servicios se mantuvieron muy por encima de los 50 puntos. El índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board, por su parte, se mantuvo en niveles altos tras una leve subida, pasando de 117,6 puntos en mayo a 118,9 puntos en junio.

La inflación vuelve a sorprender a la baja. En concreto, la inflación general registró un avance interanual en mayo del 1,9%, 3 décimas por debajo del consenso de los analistas y del dato de abril. La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 1,7%, 2 décimas por debajo del mes anterior. Con estos datos, la inflación general ha sorprendido a la baja en los últimos tres meses y la subyacente en dos de los últimos tres. La gran incógnita del debate económico actual en EE. UU. pivota en torno a si la debilidad de la inflación se mantendrá en los próximos meses o la tendencia logrará revertirse. El aplanamiento de la curva de Phillips (menor reacción de la inflación a una reducción de la tasa de desempleo), la apreciación del dólar o los efectos de segunda ronda derivados de la debilidad del precio del crudo son algunos elementos que pueden contribuir a explicar la reciente evolución de la inflación. Ante el dato de mayo, CaixaBank Research ha revisado a la baja las previsiones de inflación: en 2017 la general pasa del 2,3% al 2,1% y la subyacente pasa del 2,0% al 1,9%, mientras que en 2018 se han rebajado las previsiones de ambas inflaciones en 1 décima.

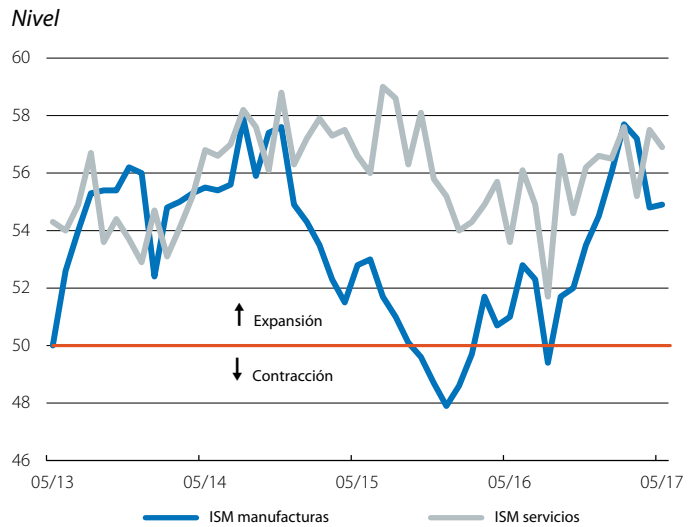
La Fed sube tipos en junio. En su reunión de junio, la Fed elevó el tipo de interés de referencia en 25 p. b., hasta el intervalo 1,00%-1,25%. Uno de los focos de atención se situaba, precisamente, en torno a la lectura de la entidad de los débiles datos de inflación comentados anteriormente. La Fed constató el descenso de los precios de los últimos meses, pero le quitó hierro al mostrar una confianza remarcable en que, a medio plazo, la inflación convergirá hacia el objetivo del 2%. En paralelo, la Fed puso en valor la robustez del mercado laboral y la evolución positiva del consumo privado y de la inversión empresarial.

Se pone en marcha el proceso legislativo para lograr una mayor desregulación financiera. Así, la cámara baja americana aprobó la *Financial Choice Act*, un proyecto de ley que propone limitar el alcance de la ley Dodd-Frank, la cual engloba las medidas de regulación financiera que introdujo la Administración Obama tras la crisis financiera de 2008. Ahora, este proyecto de ley se debatirá en el Senado, donde los republicanos gozan de una escuálida mayoría. Este proyecto de ley incluye medidas como la eliminación de la *Orderly Liquidation Authority*, que tiene como objetivo la resolución ordenada de entidades financieras complejas de un modo ágil, pero que es vista por muchos como una manera de institucionalizar los rescates y refuerza la visión de que algunos bancos son demasiado grandes para quebrar (*too big to fail*). También es destacable la propuesta que permitiría a las entidades con una ratio de apalancamiento superior al 10% no cumplir con algunas de las exigencias de la ley Dodd-Frank, lo que podría beneficiar, sobre todo, a bancos pequeños de carácter local (*community banks*).

EMERGENTES

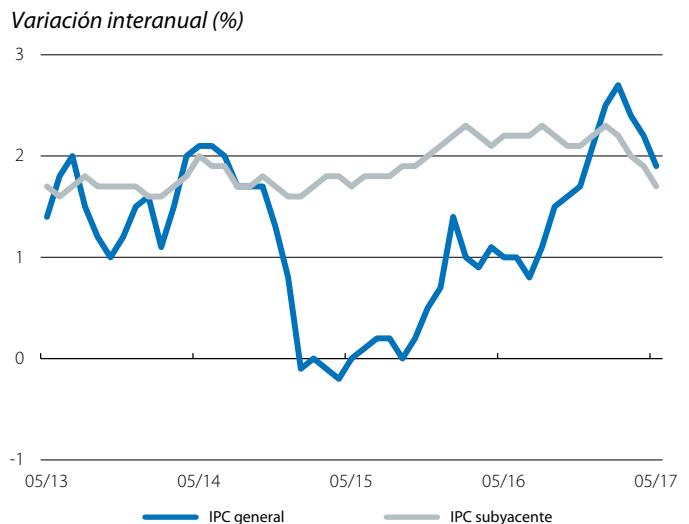
Las economías emergentes continúan creciendo a buen ritmo. El buen momento de las economías emergentes quedó patente en el indicador de actividad agregado para el conjunto de los países emergentes elaborado por el IIF, que en mayo

EE. UU.: indicadores de actividad



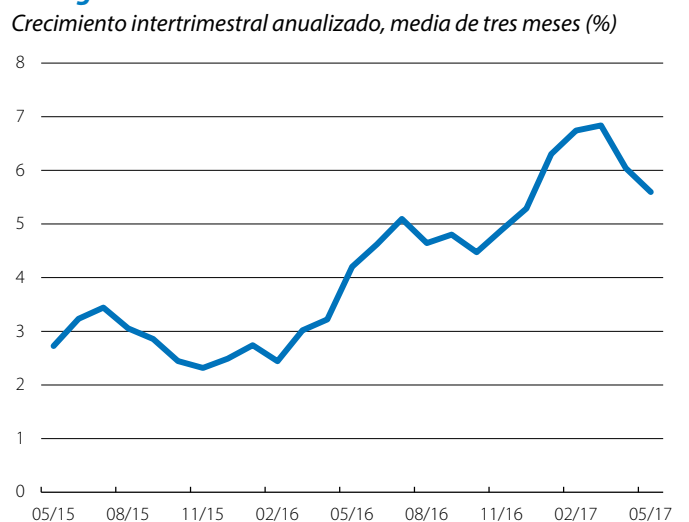
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

EE. UU.: IPC



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

Emergentes: indicador de crecimiento del IIF



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

alcanzó una tasa de crecimiento del 5,6% (intertrimestral anualizado). Si bien este índice se ha ralentizado en los últimos dos meses, se trata de un avance todavía muy respetable (3 décimas por encima del crecimiento promedio del indicador en los últimos 12 meses). Además, hay que tener en cuenta que este indicador se había emplazado en niveles anormalmente altos en el primer tramo del año. Reforzando este escenario positivo, en junio las economías emergentes anotaron notables entradas de capital extranjero (deuda y acciones) por valor de 17.800 millones de dólares.

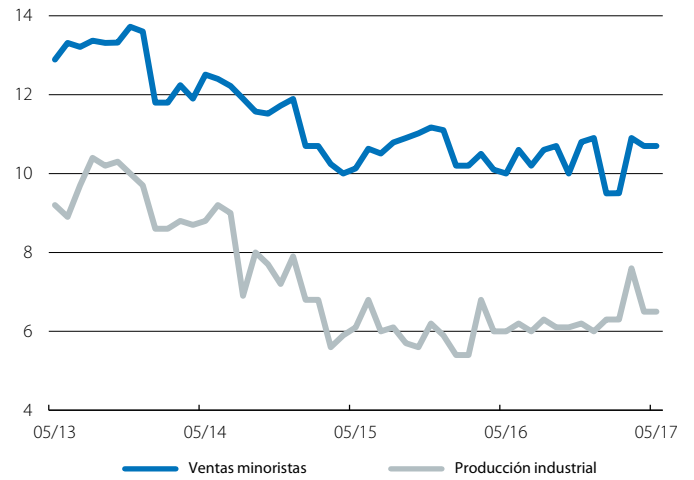
China: sin novedad en el frente. En el gigante asiático, los indicadores de actividad recientes apuntan a que la economía continúa creciendo a un buen ritmo en el 2T. Así, el índice de sentimiento empresarial (PMI) permaneció en zona expansiva, mientras que tanto las ventas minoristas como la producción industrial mantuvieron el mismo ritmo de crecimiento que en abril (10,5% y 6,5%, respectivamente). El FMI ha hecho una lectura relativamente optimista de la economía y contempla un crecimiento del 6,7% en 2017 (CaixaBank Research prevé un crecimiento del 6,6%) y del 6,4% entre 2018 y 2020. Ello ha ido acompañado de un llamamiento a profundizar en la senda de las reformas económicas y a acelerar el cambio de modelo productivo, para asegurar la estabilidad financiera y un crecimiento equilibrado a medio plazo.

Brasil: una de cal y otra de arena. La noticia positiva provino del ámbito económico: el país salió de la recesión con un crecimiento del 1,0% intertrimestral en el 1T 2017, lo que representa el primer avance intertrimestral desde finales de 2014. La recuperación del crecimiento se debió, en buena medida, al formidable comportamiento de las exportaciones, que se están viendo apoyadas por una cosecha excepcional. Con todo, el escenario macroeconómico que contempla CaixaBank Research no se ha modificado, de modo que las previsiones de crecimiento no cambian (avance del 0,7% en 2017 y del 2,1% en 2018). A pesar de la mejoría económica, las noticias negativas continúan siendo protagonizadas por la elevada incertidumbre política. Así, el futuro del presidente Temer se ha vuelto a oscurecer tras haber sido acusado formalmente de un supuesto delito de corrupción por la Fiscalía de Brasil a finales de junio, con lo que es probable un relevo presidencial antes de las elecciones de 2018.

México y Turquía, dos países que encarnan distintos dilemas emergentes. En particular, México resiste por el momento con relativa holgura el shock de incertidumbre asociado a la política de EE. UU. Así, la revisión del PIB 1T 2017 sitúa el crecimiento interanual en el 2,8%, 4 décimas por encima de la primera estimación. A pesar de esta revisión, conviene no echar las campanas al vuelo: la incertidumbre sobre las políticas de la Administración Trump, la elevada inflación y la cercanía de las inciertas elecciones presidenciales de 2018 (el candidato populista de izquierdas, López Obrador, podría emerger como vencedor) son factores que invitan a la cautela. La economía turca, por su parte, exhibió un sorprendente vigor en el 1T 2017 con un crecimiento del PIB del 4,9% interanual (3,5% en el 4T 2016), aupada por un aumento sustancial del gasto público. Con este buen dato, CaixaBank Research ha mejorado las previsiones de crecimiento de la economía otomana, que pasan del 2,5% al 3,5% en 2017 y del 3,0% al 3,2% en 2018. Con todo, es poco probable que la actual tasa de crecimiento sea sostenible a medio plazo debido a la elevada incertidumbre política, las vulnerabilidades exteriores del país y la elevada inflación.

China: indicadores de actividad

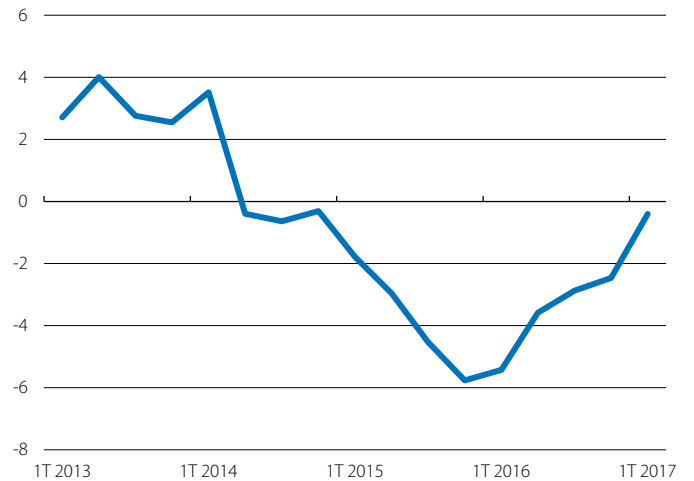
Variación interanual (%)



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

Brasil: PIB

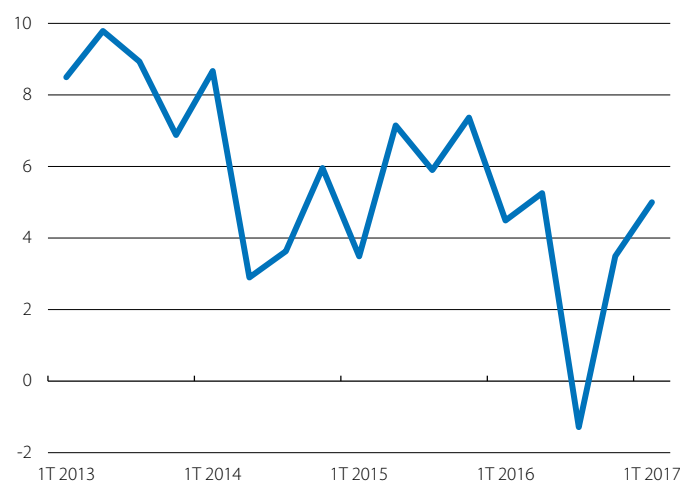
Variación interanual (%)



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

Turquía: PIB

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Riesgos emergentes: un cóctel de Reserva Federal, materias primas y política

Las economías emergentes van camino de encadenar dos años positivos. Según las previsiones de CaixaBank Research, el promedio de los 20 emergentes de referencia (véase el detalle de países en el gráfico adjunto) crecerá un 3,0% en 2017 y un 3,4% en 2018, frente al 2,6% de 2016. Será una aceleración del ritmo de actividad que se simultaneará con una moderada alza de la inflación, que pasará del 5,0% de 2016 al 5,5% de 2018. Con todo, la etapa de bonanza no se aprovechará para atacar con decisión los desequilibrios macroeconómicos que todavía persisten. En particular, se vislumbra poco esfuerzo de consolidación fiscal o desapalancamiento, ya sea público o privado. A pesar de este «pero», la percepción de conjunto, reiteramos, es favorable. En este contexto, ¿qué mapa de riesgos se maneja? ¿Siguen prevaleciendo la narrativa de meses atrás de importantes focos de incertidumbre globales que podrían lesionar a los llamados «emergentes frágiles»? Desafortunadamente, la respuesta es que los riesgos a la baja siguen siendo notorios.

Antes de analizar con mayor detalle los factores de riesgo de las economías mencionadas, conviene precisar que el mapa de riesgos que se presenta a continuación consiste en una valoración de la posibilidad de que el escenario macroeconómico de los distintos emergentes sea distinto del escenario con el que CaixaBank Research trabaja para cada una de estas economías. En concreto, se integran en una medida cualitativa tanto la probabilidad de ocurrencia del riesgo como su impacto en relación con el escenario de referencia de cada economía para el periodo 2017-2018.¹ Esta medida toma valores comprendidos entre 0 (menor nivel de riesgo) y 6 (mayor nivel de riesgo). Aunque los factores de riesgo que afectan a los diferentes países son múltiples y distintos, es posible identificar dos grandes categorías: los riesgos globales y los riesgos idiosincráticos. Los primeros se caracterizan por tener un impacto transversal o amplio en muchas economías. Es el caso, por ejemplo, de un mayor endurecimiento de lo previsto de las condiciones financieras internacionales a raíz de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU. Los idiosincráticos, en cambio, tienen origen e impacto circunscrito a un país. Una muestra de este tipo sería la inestabilidad política por causas internas que afecte a un emergente determinado.

Pues bien, a nivel agregado, el riesgo promedio del grupo de emergentes analizados es 4,0, una cifra en la que el peso de los factores globales es algo más alto que el de los idiosincráticos (54% frente al 46%, respectivamente). Siendo esta la situación del conjunto, es interesante destacar que en los cinco países que acumulan un mayor nivel de riesgo se puede identificar una contribución de los factores idiosincráticos más elevada. Con todo, los factores globales también son relevantes.

En este sentido, cabe preguntarse cuáles son los principales riesgos globales. A fin de abordar la cuestión, es posible establecer un doble criterio. El primero es la frecuencia, esto es, el número de países que se podría ver afectado por el riesgo en cuestión. El segundo es lo que se podría

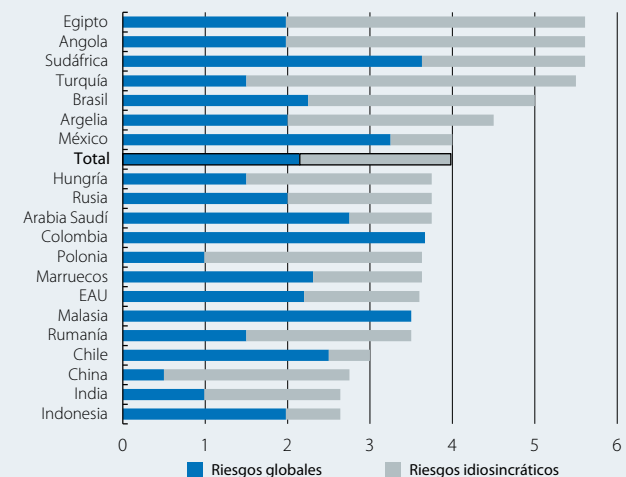
denominar intensidad, es decir, el nivel de riesgo medio que se obtiene de promediar el valor del riesgo en cuestión en los países que lo comparten. De largo, los dos principales riesgos globales son el mayor endurecimiento de la financiación internacional (que podría afectar a 13 de los 20 emergentes y con una intensidad alta, de 4,6) y un precio de las materias primas menor de lo previsto (que afectaría a 10 países, todos ellos exportadores de materias primas, y con una intensidad de 4,3).

Un análisis similar se puede realizar con los riesgos idiosincráticos, tratando de agruparlos en función de su naturaleza. Un primer bloque resultante se puede denominar «político-institucional». Reúne riesgos específicos como la orientación populista, la falta de previsibilidad política o el deterioro institucional. Esta categoría de riesgos afecta a 10 países y la intensidad del riesgo es elevada (4,5). Como también lo es la siguiente, la que titulamos «geopolítica», que alcanza a siete economías y tiene una intensidad de 3,8. Finalmente, un tercer bloque de riesgos idiosincráticos agrupa a distintos riesgos alrededor de las finanzas públicas. Aunque solo encontramos cinco países, la intensidad es sustancial (4,4).

En definitiva, del mapa de riesgos de los emergentes de referencia se desprenden dos grandes conclusiones. La primera es que, sin dejar de prestar atención a los riesgos globales, hay que seguir con detenimiento los riesgos idiosincráticos. Se trata de una derivada interesante, porque muchas veces la atención, y la narrativa, sobre los emergentes frágiles se centra mucho en su vulnerabilidad ante focos de riesgos globales y se tiende a desatender en cierta medida el papel que podrían jugar los factores idiosincráticos. Los datos anteriores sugieren que, sin negar que los riesgos globales son una fuente de riesgo, las debilidades propias no son negligibles. La segunda conclusión es que la política importa, y mucho, ya que en muchos países emergentes el principal tipo de riesgo idiosincrático tiene esta naturaleza.

Riesgos globales e idiosincráticos en las economías emergentes

Índice (0 a 6) *



Nota: * La escala de riesgo va de 0 (menor riesgo) a 6 (mayor riesgo).

Fuente: CaixaBank Research.

1. En este Focus se sintetiza el análisis de riesgo de 20 economías emergentes que se realiza en la publicación de CaixaBank Research «Fichas país», número 4, de junio de 2017.

FOCUS · Sudáfrica, en el punto de mira de los mercados

Sudáfrica es uno de los países emergentes que desde hace tiempo centra gran parte de la atención de los analistas, por su relevancia regional (se trata de la segunda economía africana con importantes vínculos con el resto de países subsaharianos), pero, sobre todo, por la ralentización económica que ha sufrido (ha pasado de avances en torno al 4% a principios de los 2000 al 0,4% de 2016) y por la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Preocupan especialmente la elevada dependencia del país de la financiación externa y el rápido aumento de la deuda pública, que en 2016 ascendió hasta el 50,5% del PIB.

En este contexto, el cese a finales de marzo del reputado ministro de Finanzas, y de otros altos mandatarios que formaban parte del sector más reformista del Gobierno, y la posterior pérdida del grado de inversión por parte de S&P y Fitch, complican aún más las ya deterioradas perspectivas económicas. Y es que gran parte de la confianza de los inversores internacionales sobre la voluntad reformista del país estaba depositada en el destituido ministro de Finanzas, Pravin Gordhan, el cual ya había anunciado un importante plan de consolidación fiscal.

Aunque se espera que el crecimiento se acelere levemente en los próximos años y se acerque al 2%, la disminución de la confianza en la economía sudafricana es peligrosa, especialmente dada su vulnerabilidad externa, que la hace muy sensible a cambios en el sentimiento inversor. En particular, Sudáfrica exhibe un elevado déficit por cuenta corriente, del 4,3% del PIB en promedio en los últimos tres años. Además, la financiación externa se da, sobre todo, a través de flujos de cartera y de otro tipo de inversiones distintas a la inversión extranjera directa (IED), esta última mucho más estable en el tiempo. Por tanto, la rebaja del *rating* a zona especulativa podría ocasionar salidas súbitas de capital extranjero y un aumento importante en el coste de financiación. Asimismo, la deuda externa bruta se ha incrementado sustancialmente hasta representar un significativo 45% del PIB (desde cotas del 22% en 2007) y el nivel de reservas internacionales, uno de los amortiguadores frente a crisis externas, se sitúa demasiado cerca de los niveles considerados mínimamente seguros: cubre 4,2 meses de importaciones de bienes y servicios, y el 117% de la deuda externa a corto plazo.¹

Llegados a este punto, sin embargo, deben mencionarse algunos elementos que matizan este panorama exterior tan poco alentador. El tipo de cambio flexible y la denominación de una parte importante de la deuda externa en moneda local ayudan en esta tesitura. Concretamente, el 50% de la deuda externa está denominada en moneda

extranjera, frente a valores superiores al 75% en la mayoría de emergentes. De esta, además, la mayor parte es deuda corporativa, que dispone de una mayor capacidad de cobertura de riesgo cambiario, ya que la mayoría está en manos de empresas exportadoras de materias primas. En cambio, el Gobierno ha emitido principalmente en rand: más del 85% según datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés).

Así, el hecho de que la pérdida del grado de inversión se haya producido sobre la deuda en moneda extranjera y no sobre la deuda en rand (al menos en dos de las agencias más reputadas) es un alivio importante, por el momento. Sin embargo, para recuperar la confianza de los inversores, Sudáfrica debe presentar un plan de actuación que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo y una agenda de reformas estructurales que mejore las perspectivas de crecimiento.

Sudáfrica: rating de la deuda soberana a largo plazo

		Deuda en moneda extranjera	Deuda en moneda local
S&P	<i>Rating</i>	BB+	BBB-
	<i>Outlook</i>	Negativo	Negativo
	Posición respecto al grado de inversión *	-1	+1
Fitch	<i>Rating</i>	BB+	BB+
	<i>Outlook</i>	Estable	Estable
	Posición respecto al grado de inversión *	-1	-1
Moody's	<i>Rating</i>	Baa3	Baa3
	<i>Outlook</i>	Negativo	Negativo
	Posición respecto al grado de inversión *	+1	+1

Nota: * Número de escalones por encima (+) o debajo (-) respecto al grado de inversión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de las distintas agencias de calificación crediticia.

1. Tres meses de importaciones y el 100% de la deuda externa a corto plazo suelen ser límites estándares en cuanto a reservas según el FMI.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
Actividad									
PIB real	2,6	1,6	1,3	1,7	2,0	2,1	-	...	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	4,2	3,4	3,4	4,0	3,9	3,6	...
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	94,8	100,7	107,8	117,5	119,4	117,6	118,9
Producción industrial	-0,7	-1,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,6	2,1	2,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,5	51,5	51,1	53,3	57,0	54,8	54,9	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.107	1.177	1.158	1.150	1.248	1.238	1.156	1.092	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	188	189	192	197	198	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	59,7	59,8	59,7	60,0	60,2	60,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	...	...
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	1,0	1,1	1,8	2,5	2,2	1,9	...
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,9	1,7	...

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Actividad								
PIB real	1,1	1,0	0,9	1,0	1,6	1,3	-	...
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	41,2	42,1	42,2	43,4	43,2	43,6
Producción industrial	-1,2	-0,2	-1,5	1,0	2,8	3,9	7,2	5,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	6,0	6,0	10,0	12,0	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,2	3,0	3,1	2,9	2,8	3,1
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-0,5	0,7	0,1	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
Precios								
Precios de consumo	0,8	-0,1	-0,3	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,4
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0	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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Actividad								
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	-	...
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,2	10,5	10,6	10,0	10,7	10,7
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,1	6,8	6,5	6,5
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	50,1	50,2	51,4	51,6	51,2	51,2
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	608	512	575	554	512	468	466	462
Exportaciones	-2,3	-8,4	-7,5	-7,0	-5,3	8,2	8,0	8,7
Importaciones	-14,2	-5,7	-7,1	-4,7	2,1	24,0	11,8	14,7
Precios								
Precios de consumo	1,4	2,0	2,1	1,7	2,2	1,4	1,2	1,5
Tipo de interés de referencia ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,6	6,5	6,7	6,8	6,9	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.

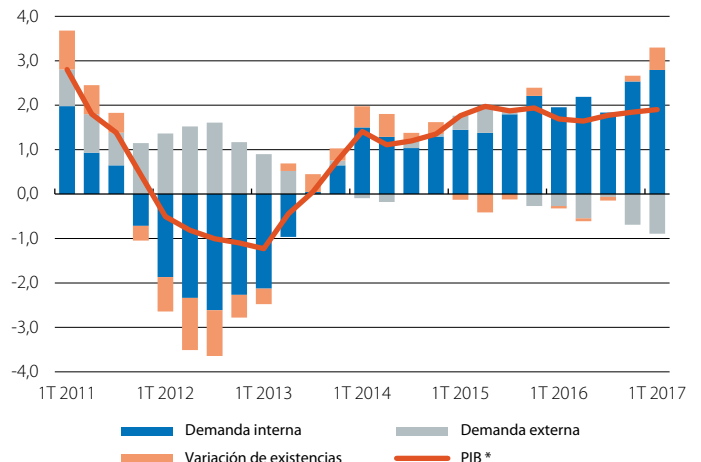
COYUNTURA · El ritmo de actividad en la eurozona coge velocidad

La recuperación económica se extiende por países y la incertidumbre remite. La economía de la eurozona aceleró el ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año. Concretamente, el PIB de la eurozona avanzó un 0,6% intertrimestral, el mayor ritmo de crecimiento desde principios de 2015 y 1 décima por encima de la estimación preliminar, tras las revisiones al alza del crecimiento de Francia, Italia y Grecia hasta el 0,4% intertrimestral. Esta mayor firmeza del ritmo de actividad observada en el 1T recoge la mejora sostenida de los indicadores de sentimiento económico desde finales de 2016. Dada esta evolución, el BCE ha revisado por segunda vez este año sus previsiones del crecimiento de la eurozona, del 1,8% al 1,9% para 2017 y del 1,7% al 1,8% para 2018 (en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research). A estas perspectivas favorables, se ha sumado la desaparición de parte del riesgo político que acechaba a la eurozona desde el año pasado. En este sentido, destaca la victoria por mayoría absoluta del partido de Emmanuel Macron en la Asamblea de Francia, lo que facilitará la implementación de su agenda reformista y puede contribuir a dar un mayor impulso al proceso de integración europeo. Además, el Eurogrupo llegó a un acuerdo con Grecia para el siguiente desembolso de fondos previstos en el tercer programa de rescate, lo que permitirá al país heleno hacer frente a los vencimientos de deuda de los próximos meses, si bien ello no despeja las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. No obstante, a pesar de la menor incertidumbre política, todavía persisten algunos focos de riesgo. Aún quedan citas electorales por celebrarse en algunos países de la eurozona (Alemania e Italia) y, el pasado 19 de junio, se iniciaron las negociaciones del *brexit* con el Reino Unido, un proceso que se espera que sea largo y complejo. Por otro lado, el Gobierno italiano procedió a la liquidación de los bancos regionales Veneto y Popolare di Vicenza, después que la Junta Única de Resolución (JUR) considerase que la resolución no era necesaria por motivos de interés público (la liquidación no tendría un impacto significativo sobre la estabilidad financiera). La Comisión Europea autorizó al Gobierno italiano a utilizar ayudas públicas para facilitar el proceso de liquidación, dado el impacto potencial sobre la economía real de la región de Veneto si esta liquidación se produjera de forma desordenada. La liquidación de las entidades se realizará mediante la venta de los activos sanos a Intesa SanPaolo y el traspaso de los préstamos dudosos a una sociedad pública de gestión.

Los indicadores de actividad apuntan a un crecimiento sólido en el 2T. Los indicadores de sentimiento económico mantienen una tendencia al alza y se sitúan en máximos de los últimos años. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona se situó en los 55,7 puntos en junio, un registro algo inferior al del mes de mayo (56,8). No obstante, el índice promedio para el 2T se situó en los 56,4 puntos, por encima del registro del trimestre anterior (55,6) y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos).

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

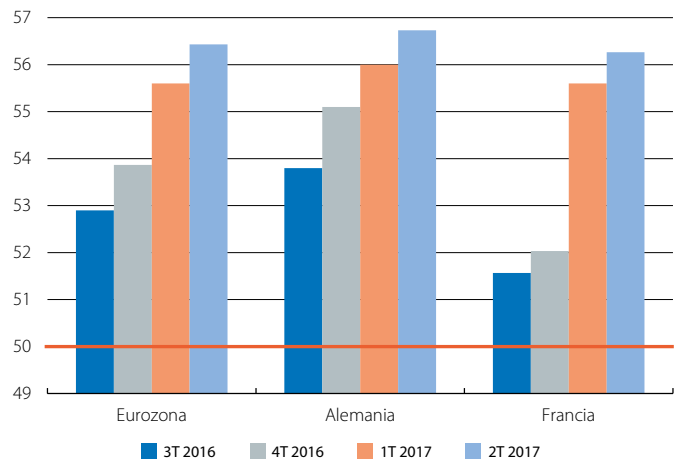


Nota: * Variación interanual (%).

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

Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel

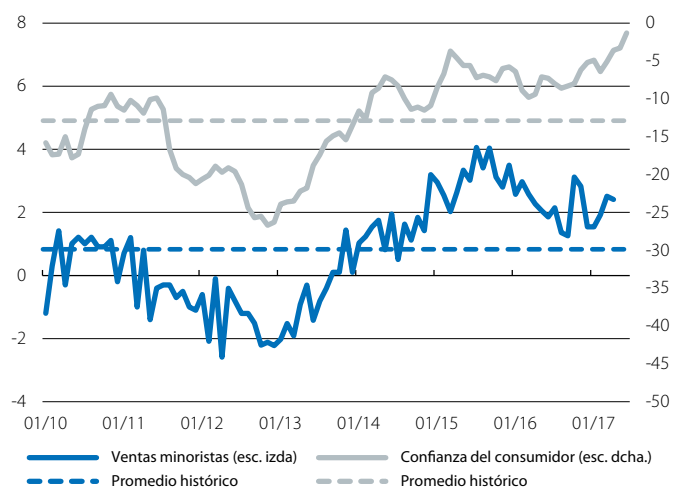


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) aumentó hasta los 111,1 puntos en junio, el nivel más alto desde agosto de 2007. Por países, destaca especialmente Alemania, con un índice PMI promedio de abril a junio que se situó en los 56,7 puntos y un indicador de sentimiento empresarial IFO que alcanzó el nivel más alto registrado.

El consumo sigue empujando el crecimiento de la economía. Ello se refleja en la evolución de las ventas minoristas en la eurozona, las cuales aumentaron un 2,5% interanual en abril, el mismo registro que en el mes anterior. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona alcanzó los -1,3 puntos en junio, el registro más alto desde mayo de 2007. Así, la buena evolución de ambos indicadores sugiere que el consumo privado se mantiene como uno de los pilares de la recuperación de la eurozona, algo que continuará en los próximos meses, gracias al entorno de bajos tipos de interés y a las mejoras del mercado laboral.

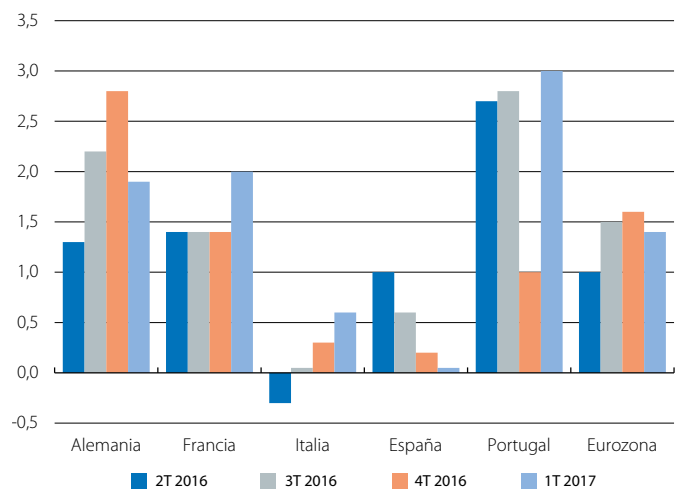
El mayor ritmo de crecimiento se refleja más en la creación de ocupación que en los salarios. El empleo en el conjunto de la eurozona aumentó un 0,4% intertrimestral en el 1T, situando el total de empleados en 154,8 millones, el nivel más alto registrado. El crecimiento del empleo fue generalizado por países, y destacaron los avances de Portugal (1,0%), España (0,7%) y Alemania (0,5%). Por su parte, el aumento del empleo fue algo más moderado en Francia e Italia, donde la recuperación económica es aún menos vigorosa. No obstante, a pesar del crecimiento del empleo, los costes salariales se mantienen contenidos. Concretamente, los costes salariales por hora en el conjunto de la eurozona aumentaron un 1,4% interanual en el 1T 2017, un nivel similar al de los dos últimos trimestres. Por países, los costes salariales avanzaron a un ritmo más vigoroso en Alemania (1,9% interanual), Francia (2,0%) y Portugal (3,0%) y a un ritmo más débil en Italia (0,6%) y en España, donde el avance fue nulo.

La inflación mantiene una senda de normalización muy gradual. En junio, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,3%, 1 décima por debajo del registro del mes anterior, debido a una menor contribución del componente energético y de los alimentos no procesados. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados) y es indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, aumentó en junio hasta el 1,2%, un registro 0,2 p. p. superior al del mes anterior. Esperamos que en los próximos meses la inflación subyacente prosiga con una senda de recuperación gradual, de la mano del crecimiento de la actividad y de las mejoras en el mercado laboral.

El saldo por cuenta corriente se mantiene en terreno positivo, pero disminuye. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la eurozona (acumulado de 12 meses) alcanzó los 349.900 millones de euros en abril, un registro equivalente al 3,2% del PIB e inferior a los 358.600 millones de euros de abril de 2016. Este descenso se debió, especialmente, al menor superávit de la balanza de servicios (de 70.400 millones de euros a 57.800), pero también de bienes (de 359.500 millones de euros a 357.200). Para los próximos trimestres esperamos

Eurozona: costes salariales

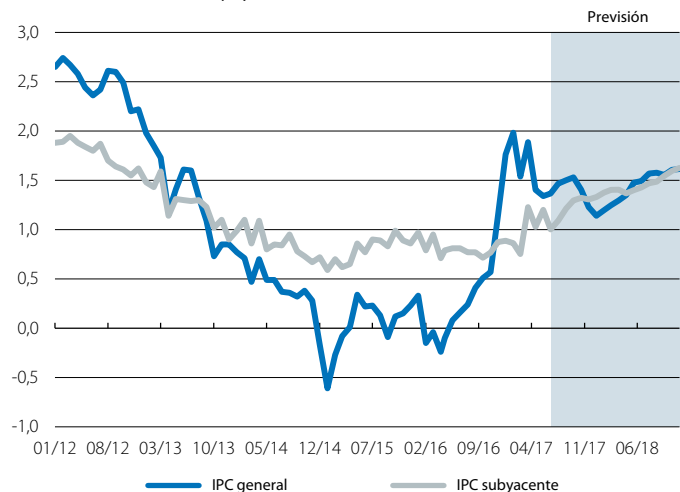
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

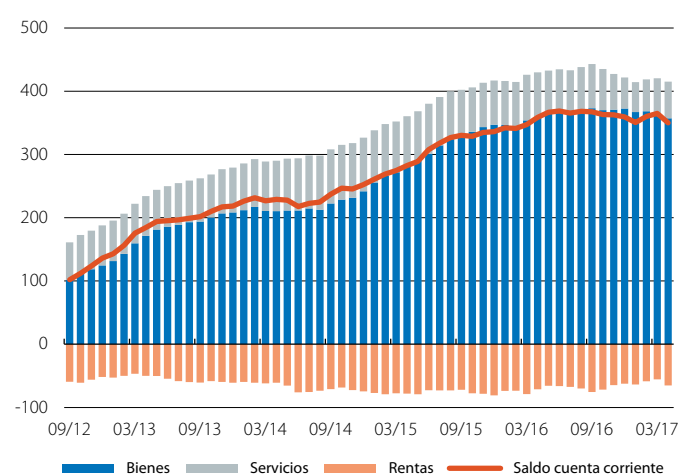
Variación interanual (%)



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

Eurozona: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

que el superávit externo continúe con esta tendencia a la baja, a medida que las importaciones aumenten con la recuperación de la inversión.

PORTUGAL

La recuperación económica se afianza. Tras el fuerte crecimiento que mostró la economía portuguesa en el 1T (1,0% intertrimestral, 2,8% interanual), los indicadores de actividad referentes a los meses de abril y mayo apuntan a que el buen ritmo de actividad se mantiene en el 2T. Ante esta evolución, el Banco de Portugal ha revisado al alza el crecimiento previsto para 2017, del 1,8% al 2,5%, y para 2018, del 1,7% al 2,0% (en línea con las previsiones de CaixaBank Research). El crecimiento en los próximos trimestres seguirá apoyado en la demanda interna, que mantendrá su solidez gracias a la gradual recuperación del mercado laboral, la mejora de la confianza empresarial y unas condiciones financieras acomodaticias. La demanda externa también seguirá contribuyendo muy positivamente al crecimiento, dada la fortaleza de las exportaciones, que se beneficiarán de un entorno exterior más favorable y de las ganancias de competitividad de los últimos años.

La inversión empieza a recuperarse. Si bien aún se mantiene un 30% por debajo del nivel precrisis, el componente de inversión (FBCF) ha ido ganando protagonismo en los últimos trimestres y en el 1T avanzó un 2,1% intertrimestral (8,9% interanual). Esta evolución se explica por una aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión en construcción (5% intertrimestral) y, en menor medida, en bienes de equipo (1,2%). Para los próximos trimestres esperamos que esta dinámica de la inversión se mantenga, reflejo de una marcada recuperación de la inversión pública (impulsada por el aumento de fondos europeos) y una buena evolución de la inversión empresarial, y que sea uno de los pilares del crecimiento de la economía de Portugal en 2017.

Las finanzas públicas se benefician de la coyuntura económica. El déficit público se situó en el 1,7% del PIB (acumulado de 12 meses) en el primer trimestre del año, lo que supone una importante corrección respecto al registro del 1T 2016 (3,7%). Esta evolución positiva se debió al mayor crecimiento de los ingresos, que aumentaron un 1,1% comparado con el mismo periodo de 2016 y por una disminución del gasto total en un 3,1%. Para el resto del año, la recuperación económica, los menores costes de financiación y las medidas de ajuste fiscal deberían permitir situar el déficit cerca (o por debajo) del nivel objetivo pactado con Bruselas (1,6% del PIB). En este contexto, y después de que el déficit público se situara por debajo del 3% del PIB en 2016, el Consejo Europeo ha hecho efectiva la salida de Portugal del Procedimiento de Déficit Excesivo, lo que debería contribuir a una mejora de las condiciones financieras del país luso. Asimismo, el bajo déficit público y el crecimiento sostenido del PIB nominal apoyarán una reducción gradual de la ratio de la deuda en los próximos años (de aproximadamente 2 p. p. por año). En este contexto de mejora de las finanzas públicas, la agencia de calificación Fitch ha revisado su perspectiva sobre la deuda soberana de Portugal, de estable a positiva, lo que abre la puerta a la revisión del *rating* si esta dinámica favorable se mantiene en los próximos trimestres.

Previsiones del Banco de Portugal

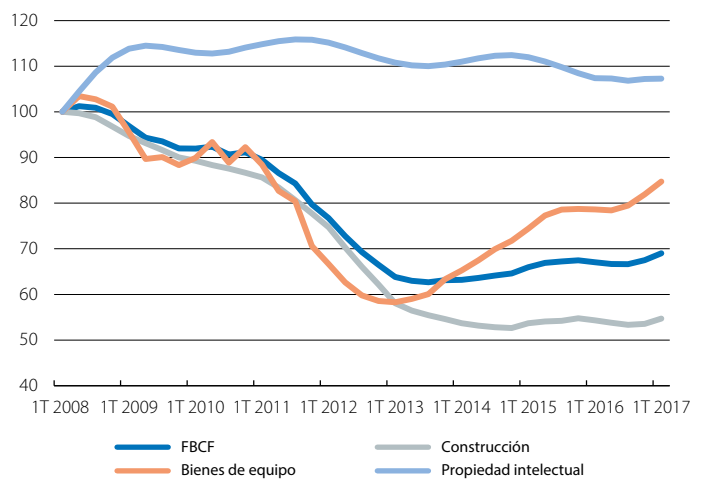
Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de marzo 2017 (p. p.)	
	2017	2018	2017	2018
PIB	2,5	2,0	▲ 0,7	▲ 0,3
Consumo privado	2,3	1,7	▲ 0,2	▲ 0,3
Consumo público	0,4	0,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Inversión (FBCF)	8,8	5,3	▲ 2,0	▲ 0,3
Exportaciones	9,6	6,8	▲ 3,6	▲ 2,0
Importaciones	9,5	6,9	▲ 2,2	▲ 2,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal (Economic Bulletin, junio de 2017).

Portugal: inversión (FBCF) y componentes *

Índice (100 = 1T 2008)

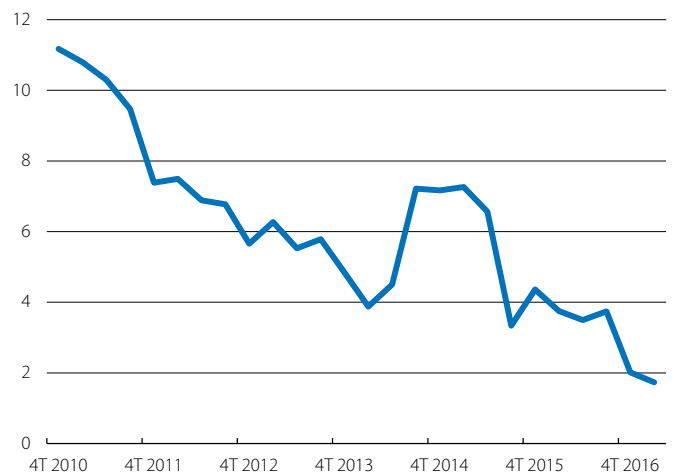


Nota: * Acumulado de cuatro trimestres.

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

Portugal: déficit público

(% del PIB)



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

FOCUS · Polarización del empleo en la eurozona

El mercado de trabajo de la eurozona está en pleno proceso de recuperación. El número de ocupados alcanzó los 154,8 millones en el 1T 2017, un máximo histórico, y la tasa de paro lleva cuatro años reduciéndose, y en el 1T 2017 se situó en el 9,4%.

Sin embargo, al mismo tiempo, el mercado laboral europeo está cada vez más polarizado: el aumento del empleo es especialmente pronunciado en ocupaciones de cualificaciones¹ y salarios altos, y en ocupaciones de cualificaciones y salarios bajos. Concretamente, entre 1995 y 2015, la proporción de ocupados de cualificación alta respecto al total de ocupados aumentó en 8,1 p. p., mientras que los de cualificación baja aumentaron 3,4 p. p. En cambio, la proporción de ocupados de cualificación media se redujo 11,5 p. p. Esta polarización ha tenido lugar en todos los países de la eurozona, y también en EE. UU., pero con distinta intensidad en función del país (véase el primer gráfico).

Para entender los factores que se encuentran detrás de la polarización del mercado de trabajo, Acemoglu y Autor,² entre otros autores, han analizado para el caso de EE. UU. las características de los puestos de trabajo que aumentan su peso y las de los que lo reducen. Concretamente, han caracterizado las distintas tareas que se realizan en cada ocupación y en qué intensidad. Por ejemplo, en función de si son tareas rutinarias o no, cognitivas o manuales, o en función de si son tareas deslocalizables. Finalmente, han categorizado las distintas ocupaciones en función de las tareas que se realizan en cada una de ellas.

Si realizamos el mismo ejercicio para el mercado de trabajo europeo, observamos que las ocupaciones de cualificación media, las que han perdido peso respecto al empleo total, se caracterizan por ser rutinarias y deslocalizables (véase el segundo gráfico). En cambio, en las ocupaciones de cualificación baja y elevada, las tareas que se tienen que llevar a cabo son mayoritariamente no rutinarias, tanto cognitivas como manuales.

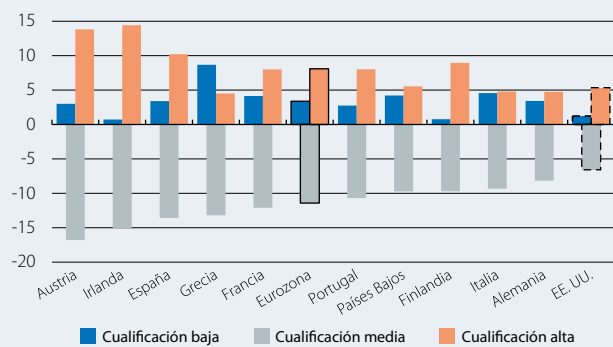
Estos resultados son muy parecidos a los encontrados para el caso de EE. UU. Ello sugiere que las causas de la polarización del mercado de trabajo, en parte, hay que buscarlas en factores globales. Concretamente hay dos factores que tienen un papel preponderante en el aumento de la polarización del mercado laboral: la globalización y las nuevas tecnologías. El primero de los factores actúa reduciendo el peso de las ocupaciones más fácilmente deslocalizables.³ Como se ha comentado, estas ocupaciones suelen ser las de cualificación media. Asimismo, el impacto de las nuevas tecnologías es más elevado en las ocupaciones en las que se realizan tareas rutinarias, ya que pueden ser sustituidas por robots o algoritmos informáticos, y este tipo de tareas también es más habitual en las ocupaciones de cualificación media.⁴

La tentación de concluir que el remedio para luchar contra la polarización laboral es llevar a cabo una política comer-

cial proteccionista y penalizar el desarrollo tecnológico tasando, por ejemplo, a los robots, puede ser elevada. Pero son políticas que, con el fin de proteger a un grupo determinado de la población, acabarían lastrando el bienestar del conjunto de los ciudadanos. Dado que tanto la apertura comercial como el progreso tecnológico son beneficiosos para el conjunto de la sociedad, hay que llevar a cabo políticas que faciliten una distribución equitativa de los beneficios que conllevan, con políticas educativas, del mercado de trabajo o sociales.⁵

Polarización del mercado laboral en la eurozona (1995-2015)

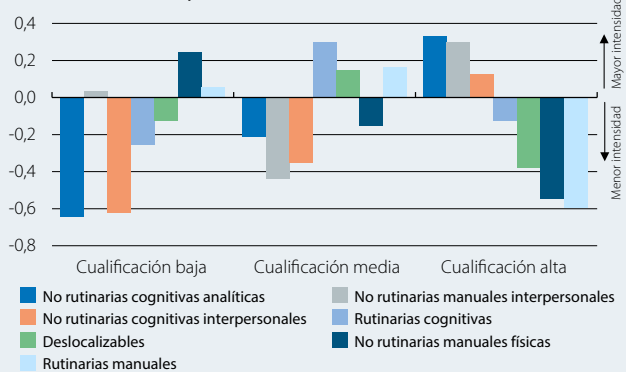
Cambio en la proporción del empleo total (p. p.)



Nota: **Cualificación alta** corresponde al empleo en las ocupaciones de directores y gerentes, profesionales científicos e intelectuales, y técnicos y profesionales de nivel medio (categorías 1, 2 y 3 de la clasificación ISCO-88). **Cualificación media** corresponde a personal de apoyo administrativo, oficiales, operarios y artesanos y a operadores de instalaciones y máquinas (categorías 4, 7 y 8). **Cualificación baja** corresponde a las ocupaciones de trabajadores de servicios y comercios y a otras ocupaciones elementales (categorías 5 y 9). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2017, «OECD Employment Outlook», capítulo 3).

Intensidad * de las tareas según el nivel de cualificación del empleo en la eurozona (2016)

Índice (intensidad promedio de tareas = 0)



Nota: * La intensidad de las tareas es una variable estandarizada para el conjunto de la fuerza laboral, con media 0 y desviación estándar 1. Valores por encima (debajo) de cero muestran una intensidad mayor (menor) a la media. Las ocupaciones según la clasificación ISCO-08 incluidas son: cualificación alta (categorías 1, 2 y 3), cualificación media (categorías 4, 7 y 8) y cualificación baja (categorías 5 y 9). **Fuente:** CaixaBank Research, elaboración propia a partir de datos de EU-LFS y Acemoglu y Autor (2011).

1. La cualificación se refiere a aquellas competencias profesionales necesarias para llevar a cabo un empleo que se adquieren a través de la formación y de la experiencia laboral. Ejemplos de empleos de cualificación elevada son médicos o directores ejecutivos; de cualificación media, personal de oficina o de atención al cliente, y de cualificación baja, limpiadores o peones.
2. Acemoglu, D. y Autor, D. (2011), «Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings», Handbook of Labour Economics.

3. Blinder, A. (2007), «How Many US Jobs Might be Offshorable?» Princeton University Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 142.
4. Goos, M., Manning, A. y Salomons, A. (2014), «Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring», American Economic Review, Vol. 104, No. 8.
5. Véase el Dossier «Educación: más imprescindible que nunca» en el IM05/2017 o «Las nuevas tecnologías y el mercado de trabajo» en el IM02/2016.

FOCUS · La corrección de la cuenta corriente de Portugal: ¿temporal o estructural?

En los últimos años, Portugal ha reducido considerablemente su desequilibrio exterior. En concreto, el saldo corriente ha pasado de registrar un déficit del 10% del PIB en 2010 a un superávit del 0,8% del PIB en 2016. La magnitud de esta corrección es similar a la de otros países de la eurozona, como España o Grecia, y es vista como uno de los grandes logros de la economía lusa en los últimos años. En términos de composición, esta mejora se ha producido gracias a la fuerte corrección del déficit de la balanza de bienes, de 5,8 p. p., a un aumento considerable del superávit de la balanza de servicios, de 3,5 p. p., y a una reducción del déficit de la balanza de rentas, de 1,7 p. p. A continuación, valoramos con algo más de detalle la evolución de cada uno de estos componentes.

En primer lugar, la reducción del déficit de la balanza comercial de bienes, del 10,7% del PIB en 2010 al 4,9% en 2016, se ha producido principalmente por la mejora del saldo de bienes no energéticos entre los años 2010 y 2012 y, a partir de 2013, por el menor déficit en el saldo de bienes energéticos. En concreto, entre 2010 y 2012, el déficit de bienes no energéticos se redujo del 7% del PIB al 1%, gracias al crecimiento robusto de las exportaciones, que alcanzó el 11% anual en promedio,¹ y a la debilidad de las importaciones, resultado de la caída de la demanda interna. Desde 2013, no obstante, el saldo de la balanza de bienes no energéticos ha empeorado ligeramente con la recuperación de las importaciones, a pesar de que las exportaciones han mantenido un ritmo de crecimiento muy notable, del 4% anual en promedio. Por su parte, la caída del precio del petróleo ha contribuido muy positivamente a la mejora del saldo comercial en los últimos dos años. De hecho, el saldo negativo de bienes energéticos se ha reducido a casi la mitad,² una evolución muy similar a la de otros países altamente dependientes de las importaciones de hidrocarburos, como España. De cara al futuro, no obstante, dada la previsión de suave aumento del precio del petróleo, es de esperar que el déficit energético aumente ligeramente.

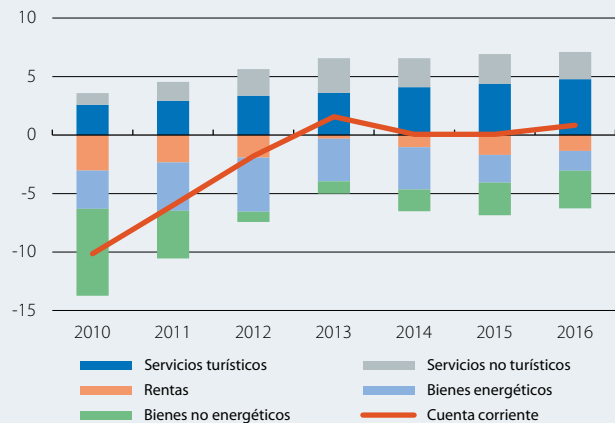
En segundo lugar, el aumento del superávit de la balanza de servicios, del 3,6% del PIB en 2010 al 7,1% en 2016, se ha apoyado sobre todo en el buen desempeño del sector turístico. En los últimos seis años, los ingresos por servicios turísticos han aumentado cerca de un 70%, y el saldo de servicios turísticos ha pasado del 2,6% del PIB en 2010 al 4,8% del PIB en 2016. Por su parte, el saldo de servicios no turísticos también ha ido ganando protagonismo. En concreto, el elevado dinamismo de las exportaciones de servi-

cios no turísticos se ha visto reflejado en un aumento de su peso respecto al PIB de 2,0 p. p. desde 2010.

Por último, la corrección del saldo de rentas del -3% del PIB en 2010 al -1,4% en 2016 se ha debido en gran parte a la reducción del déficit de rentas primarias, gracias a las condiciones favorables de la ayuda financiera recibida y a la política monetaria acomodaticia llevada a cabo por el BCE.

En definitiva, la mejora de la cuenta corriente de los últimos años se ha apoyado parcialmente en factores temporales, como el bajo precio del petróleo, la política monetaria del BCE y la caída de las importaciones que generó la recesión. No obstante, el buen comportamiento de las exportaciones, cuyo peso respecto al PIB ha aumentado del 30% en 2010 al 40% en 2016, descansa en la mejora de la competitividad de la economía portuguesa. Por un lado, los costes laborales unitarios se han reducido cerca de un 1% anual en promedio entre 2010 y 2016. Además, como apuntan algunos estudios,³ existe un creciente apoyo de elementos no relacionados con el precio, como el mayor énfasis en la innovación y la diferenciación de producto.

Composición del saldo por cuenta corriente
(% del PIB)



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

1. En términos nominales.

2. Del 3,6% del PIB en 2014 al 1,7% en 2016.

3. Banco de Portugal (2016), «Economic Bulletin. October 2016».

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	3,2	2,2	2,0	1,4	2,6	2,0	2,5	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	2,1	1,5	1,1	1,1	2,3	1,4	1,4	...	...
Confianza del consumidor	-6,3	-7,8	-7,9	-8,3	-6,5	-5,5	-3,6	-3,3	-1,3
Sentimiento económico	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	109,7	109,2	111,1
PMI manufacturas	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,6	56,7	57,0	57,3
PMI servicios	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	55,1	56,4	56,3	54,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,0	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	-	...	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,9	10,0	10,2	9,9	9,7	9,4	9,3	...	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,0	10,1	10,0	10,0	9,6	9,5	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,7	11,6	11,8	11,6	11,1	...	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	20,2	19,3	18,6	18,2	17,8	...	...

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,6	3,7	3,7	3,6	3,7	3,5	...
Alemania	8,6	8,3	8,9	8,6	8,3	8,3	7,9	...
Francia	-0,4	-0,9	-0,8	-1,1	-0,9	-1,1	-1,1	...
Italia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	...
España	1,4	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	92,3	94,7	94,8	95,1	94,8	94,2	94,1	96,0

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	1,8	1,7	2,0	2,1	2,1	2,4	2,4
Crédito a hogares ^{1,2}	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,3	2,4	2,6
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	11,1	10,0	10,1	9,5	9,3	9,5	10,2	10,3
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,8	-1,8	-1,2	-2,0	-2,2	-2,8	-2,9
Instrumentos negociables	2,5	2,8	2,3	5,4	4,5	6,5	1,7	3,1
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,8	0,5	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 · La economía española navega en un entorno externo más favorable

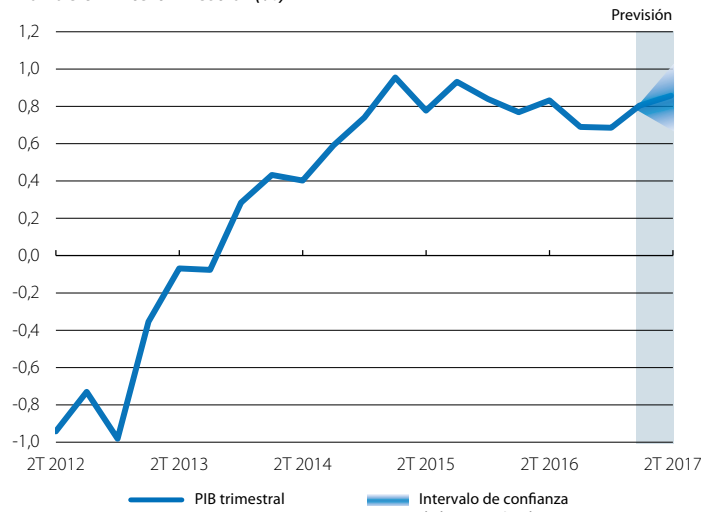
El crecimiento sorprende al alza en el primer semestre. La información disponible correspondiente a los meses de abril a junio, todavía muy incompleta, muestra que el crecimiento económico se mantiene elevado en el 2T. En concreto, el indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research predice un avance del 0,8% intertrimestral, una cifra muy similar a la del 1T. El buen ritmo de crecimiento de este año se explica, sobre todo, por la mejora del entorno exterior. Por un lado, la elevada incertidumbre política que planeaba sobre los principales países de la eurozona se ha ido despejando de forma favorable, en especial tras las elecciones francesas, en las que el partido del presidente Macron, La República en Marcha, obtuvo mayoría absoluta en la Asamblea Nacional francesa. Asimismo, el resultado de las elecciones británicas ha aumentado la probabilidad de un *brexit* «suave» que garantice una transición ordenada y en el que el Reino Unido mantenga un acceso razonable al mercado único europeo. Por otro lado, la evolución del precio del petróleo está sorprendiendo a la baja; en particular, tras el acuerdo alcanzado por los países de la OPEP para prolongar el recorte de la producción de crudo hasta marzo de 2018, se esperaba que el petróleo iniciara una tendencia alcista. Pero ello no ha sido así por ahora. De hecho, el precio del barril de Brent en euros ha descendido un 8,7% en el mes de junio. Este nuevo escenario, en el que se espera que el aumento del precio del petróleo sea más moderado de lo previsto anteriormente, la economía española, altamente dependiente de las importaciones de crudo, sale especialmente beneficiada.

Las perspectivas de crecimiento se revisan al alza, de nuevo. Los buenos datos de actividad del primer semestre y el entorno internacional más favorable han propiciado una nueva oleada de revisiones al alza en los pronósticos de crecimiento de la economía española para este año. En particular, el promedio de las previsiones de los distintos analistas e instituciones, como la OCDE, el FMI y el Banco de España, han aumentado hasta el 3,0% para 2017, 4 décimas más que tres meses antes. CaixaBank Research mantiene la previsión en el 3,1%, puesto que ya se revisó 3 décimas al alza el mes pasado. De este modo, este será el tercer año consecutivo en el que el crecimiento del PIB superará el 3%. Se trata, por lo tanto, de un contexto en el que sería deseable seguir impulsando una agenda de reformas estructurales ambiciosa que apuntale la capacidad de resistencia de la economía española para cuando vengan días de tormenta.

El consumo privado, que se desaceleró en el 1T, se ha vuelto a fortalecer. Los indicadores ligados al consumo privado han recobrado su dinamismo después de la atonía con la que empezaron el año. En concreto, las ventas del comercio al por menor avanzaron un 1,6% interanual en abril, netamente por encima del 0,8% del promedio del 1T, y la confianza del consu-

PIB

Variación intertrimestral (%)

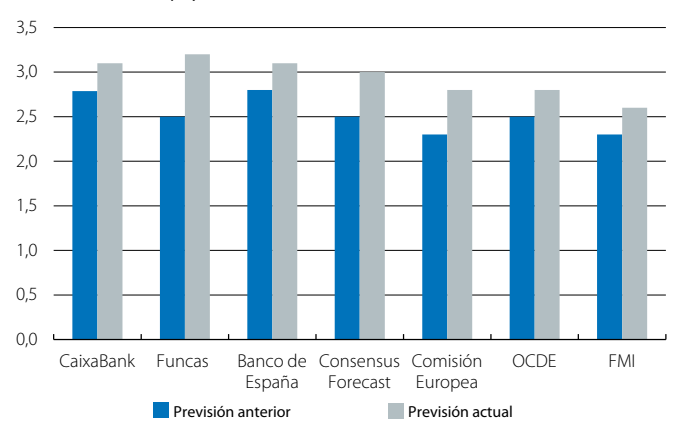


Nota: Intervalo de confianza al 90%.

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

Previsiones de crecimiento del PIB en 2017

Variación anual (%)



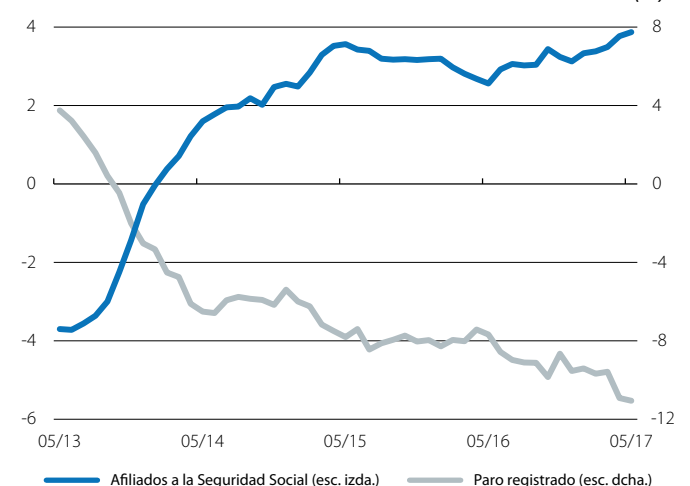
Nota: Previsión actual corresponde a junio de 2017, excepto Comisión Europea (mayo) y FMI (abril). Previsión anterior corresponde al mes de marzo, excepto Banco de España (abril), Comisión Europea (febrero) y FMI (enero).

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

Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado

Variación interanual (%)

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

midor alcanzó un nivel de 2,2 puntos en mayo, un registro superior al del 1T (-2,2 puntos). A su vez, el consumo privado, apoyado en una mejora continuada de las condiciones de financiación y de la renta bruta disponible de los hogares, avanzó un 2,2% interanual en el 1T. De este modo, la tasa de ahorro se situó en el 7,0% de la renta bruta disponible en el 1T, una cota algo inferior al promedio histórico del 9,6%.

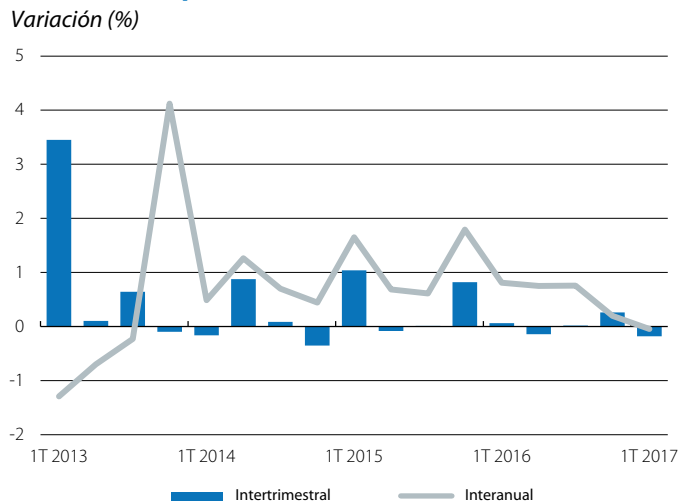
La creación de empleo es muy dinámica. El número de afiliados a la Seguridad Social aceleró su ritmo de crecimiento hasta un elevado 3,9% interanual en mayo. Si bien mayo acostumbra a ser un mes de elevada creación de empleo, ya que coincide con el inicio de la temporada turística, la serie desestacionalizada, que corrige por este factor estacional, también muestra una evolución muy positiva, con 60.608 personas más, un aumento superior al del mismo mes de los tres años anteriores. Por su parte, el paro registrado bajó en 111.908 personas (dato sin desestacionalizar) y el ritmo de descenso del paro registrado se mantuvo elevado (-11,1% interanual).

La contención salarial se mantiene. El índice del coste laboral armonizado, que mide el coste laboral por hora trabajada manteniendo constante la estructura por ramas de actividad, se mantuvo plano en el 1T con respecto al 4T (-0,1% en términos interanuales). Asimismo, el incremento de los salarios pactados en convenio en el mes de mayo fue del 1,3% en promedio. Estos datos muestran que sigue la moderación salarial en un contexto en el que todavía no se ha alcanzado un acuerdo sobre la negociación colectiva entre patronal y sindicatos para este año.

La inflación se modera por la evolución del precio del petróleo. El IPC general subió un 1,5% interanual en el mes de junio (1,9% en mayo) y se modera notablemente respecto a los registros del 3,0% de principios de año. Ello se explica, en gran medida, por la desaceleración del precio de los carburantes en términos interanuales. De cara a los próximos meses, un precio del petróleo débil hará que la inflación general se continúe reduciendo para cerrar el año algo por debajo del 1%. Por su parte, la inflación subyacente (índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) fue del 1,0% en mayo, 2 décimas por debajo del registro de abril, y se espera que se mantenga en estas cotas en la segunda mitad del año. La ausencia de presiones inflacionistas significativas a pesar del dinamismo de la actividad económica se explica por un todavía elevado nivel de recursos productivos infrautilizados.

El aumento más moderado del precio del petróleo también apoyará la cuenta corriente. En abril, el saldo por cuenta corriente fue de 19.123 millones de euros en el acumulado de 12 meses (1,7% del PIB), superior a los 17.661 millones de abril de 2016, gracias a la mejora del superávit de servicios. En cuanto al comercio internacional, los datos de aduanas muestran un cierto deterioro del saldo de bienes en el acumulado de enero a abril (-8.398 millones de euros) respecto al mismo periodo de 2016 (-5.581 millones), pero ello se debe, en su totalidad, a la

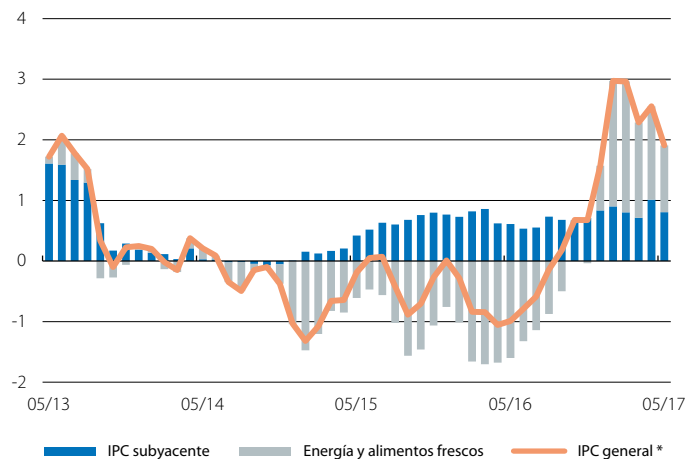
Coste laboral por hora *



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

IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Destino de las exportaciones españolas

(% del total)

	2006	2016	1T 2017
Europa	70,1	65,4	66,0
Rusia	0,9	0,6	0,7
Norte África	2,8	4,9	4,4
Norte América	6,6	6,6	6,4
Latam	2,1	2,8	2,8
Asia Oriental	3,3	5,3	5,6

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

peor evolución del saldo energético. De cara al resto del año, prevemos que se mantenga el superávit por cuenta corriente. Por un lado, el menor crecimiento previsto del precio del petróleo en términos interanuales contendrá el aumento de la factura energética. Por otro lado, las exportaciones de bienes no energéticos mantendrán su positiva evolución (crecimiento del 4,3% interanual en abril, acumulado de 12 meses). Este buen desempeño se explica por el mayor crecimiento de los mercados de destino, en especial, la eurozona, destino del 66% de las exportaciones españolas. Asimismo, la llegada de turistas internacionales sigue mejorando los registros récord de 2016, con un crecimiento del 11,7% interanual en mayo.

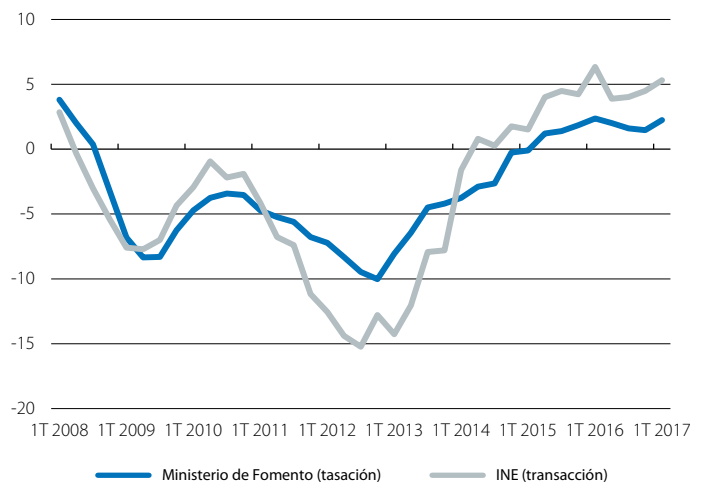
El precio de la vivienda gana tracción. El sector inmobiliario, uno de los sectores de actividad que más retrocedió durante la crisis, se está recuperando a buen ritmo. En el primer trimestre del año, la inversión en vivienda residencial ganó tracción y la compraventa de viviendas mostró un elevado dinamismo gracias a la incidencia de factores positivos como la creación de empleo, su impacto favorable sobre la renta de las familias y la mejora del acceso al crédito. En este contexto, el precio de la vivienda basado en las compraventas creció un 5,3% en términos interanuales en el 1T 2017 (2,3% intertrimestral). Por su lado, el precio del suelo avanzó un 6,2% interanual en el 1T 2017. La positiva evolución del precio del suelo, que acostumbra a adelantar la evolución futura del precio de la vivienda, apunta a que la tendencia alcista se mantendrá en los próximos trimestres.

El firme crecimiento económico contribuye a mejorar las finanzas públicas. El déficit consolidado de las Administraciones públicas fue del 0,4% del PIB en el 1T. Es decir, respecto al 1T 2016, el déficit se redujo 4 décimas del total de las 12 necesarias para alcanzar el objetivo del 3,1% del PIB en 2017. Por otro lado, la deuda del conjunto de las Administraciones públicas alcanzó el 100,4% del PIB en el 1T 2017. Por sectores, la deuda de la Administración central ascendió hasta el 87,8% del PIB (87,0% en el 4T 2016), la de las comunidades autónomas se mantuvo prácticamente estable en el 24,8% del PIB, y la de las corporaciones locales se redujo ligeramente hasta el 2,8% del PIB. El elevado nivel de deuda señala la importancia de seguir con los esfuerzos de consolidación fiscal.

El crédito bancario sigue recuperándose y la morosidad, descendiendo. El desglose del crédito del 1T 2017 muestra que el crédito al consumo sigue creciendo a buen ritmo, mientras que el crédito al resto de segmentos todavía decrece, aunque cada vez a un menor ritmo. Por su parte, la tasa de morosidad siguió descendiendo en todos los segmentos (exceptuando el crédito al consumo), aunque cabe señalar que la morosidad en la construcción y en el crédito al promotor todavía siguen en cotas muy altas. A medio plazo, la reducción de la morosidad seguirá apoyada por la mejora de la actividad económica y del mercado laboral, y por las ventas de carteras de activos dudosos.

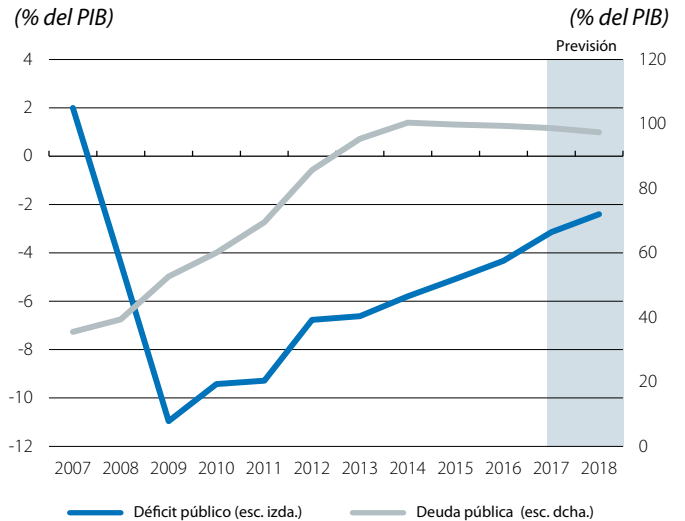
Precio de la vivienda libre

Variación interanual (%)



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

Déficit y deuda pública



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

Crédito y morosidad en el 1T 2017

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Hogares (vivienda)	531	-2,8	4,8
Hogares (consumo)	117	4,7	9,0
Actividades productivas	598	-2,9	12,4
Construcción	39	-9,0	27,2
Promotor	119	-7,8	24,1
Servicios	313	-1,0	7,7
Industria	109	-1,5	8,7
Agricultura	19	3,1	8,9
Total *	1.246	-2,2	8,8

Nota: * El saldo total no incluye crédito a ISFLSH ni el crédito no clasificado. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

FOCUS · La resolución de Banco Popular

Banco Popular fue intervenido la noche del 6 de junio de 2017 tras sufrir las semanas previas una fuerte crisis de liquidez que llevó a las autoridades a determinar su inviabilidad y declarar su resolución. Más allá del rápido desenlace final por motivos de liquidez, en los últimos meses la situación financiera del banco se había deteriorado progresivamente. La entidad anunció pérdidas significativas en 2016 tras realizar elevadas provisiones, lo que redujo su posición de solvencia a pesar de que a mediados de ese mismo año había realizado una ampliación de capital. La incertidumbre de los inversores acerca del valor real de sus activos dudosos y su solvencia castigó progresivamente la cotización del banco.

El proceso de resolución de Popular cobra especial relevancia porque es la primera vez que se aplica la normativa europea de resolución creada en 2014 (BRRD, por sus siglas en inglés) a un banco grande. Este nuevo marco, a diferencia de un procedimiento de insolvencia ordinario, busca resolver un banco de forma ágil y con el menor impacto posible para la economía y los fondos públicos.

La BRRD establece que un proceso de resolución solo puede iniciarse cuando se cumpla a la vez que un banco sea inviable o se prevea que lo sea en un futuro próximo, cuando tal situación no pueda evitarse usando medidas alternativas privadas o supervisoras, y cuando la liquidación de la entidad no sea deseable desde un punto de vista de interés público. El BCE, autoridad encargada de supervisar Popular, determinó que la entidad era inviable el 6 de junio porque no tenía ni era capaz de obtener la liquidez necesaria para hacer frente al pago de sus obligaciones exigibles. A su vez, la autoridad de resolución europea con competencia directa sobre Popular, la Junta Única de Resolución (JUR), determinó en cooperación con el BCE que no había alternativas privadas (como una ampliación de capital) que evitaran la inviabilidad del banco en los plazos necesarios. La JUR también determinó que la resolución de Popular, y no la liquidación, era la mejor opción para la estabilidad financiera (para evitar el riesgo de contagio a otras entidades y preservar la continuidad de la prestación de servicios a familias y empresas, etc.).

Antes de iniciar el proceso de resolución de Popular, la JUR recibió la valoración de un experto independiente informando de que se cumplían las condiciones mencionadas anteriormente para su resolución. Dicho informe también determinó un valor económico negativo de entre -2.000 millones de euros (escenario central) y -8.000 millones de euros (estresado). Con base en ello, el proceso de resolución de Popular consistió primero en que los accionistas y tenedores de deuda júnior soportaran pérdidas y, segundo, en la venta de la entidad mediante un procedimiento competitivo. La resolución propuesta por la JUR fue aprobada formalmente por la Comisión Europea.

El FROB, en su facultad de autoridad de resolución ejecutiva en España, se encargó de implementarla e inició el procedimiento competitivo de venta, por el que se decidió vender la entidad por un euro al Banco Santander, a quien se le exigió que garantizara desde el primer momento todas las obligaciones de solvencia y de liquidez de Popular. Por ello, Santander anunció que realizará elevadas provisiones (unos 8.000 millones de euros) para sanear los activos de Popular y que llevará a cabo una ampliación de capital de 7.000 millones de euros que le permitirá mantener, una vez integrado Popular, unos niveles de solvencia similares a los actuales (véase la tabla adjunta).

El proceso llevado a cabo sobre Popular ofrece algunas enseñanzas sobre el nuevo marco de resolución para la banca europea. Por un lado, cabe destacar que se ha realizado de forma rápida, ágil y que no ha generado un impacto negativo sobre la estabilidad financiera ni los recursos públicos, lo que en parte demuestra la efectividad del nuevo mecanismo de resolución. Por otro, un interrogante de este proceso es la incertidumbre existente en torno a los criterios con los que se realizó la valoración (provisional) del experto (más allá de que la ley indica que esta debe ser «razonable, prudente y realista»). En este sentido, para garantizar que se cumple uno de los principios generales que rigen todo proceso de resolución, que los acreedores no sufran más pérdidas que las que habrían sufrido en caso de liquidación, está pendiente todavía llevar a cabo una valoración *ex post* para evaluar si los accionistas y acreedores habrían recibido un mejor trato bajo liquidación (en cuyo caso, el Fondo Único de Resolución debería compensarles).

Otra lección de cara a futuros casos hace referencia al proceso de venta del banco, muy condicionado por el escaso tiempo disponible por la urgencia de la situación, lo que supone un hándicap para maximizar el precio de venta. También cabría preguntarse sobre la capacidad real del supervisor de adoptar a tiempo medidas de actuación temprana para corregir situaciones de deterioro financiero rápido en una entidad (la presidenta del BCE en materia de supervisión declaró que no se utilizaron en el caso de Popular). Por último, ante las tensiones agudas de liquidez, cabría explorar hasta qué punto la concesión de garantías estatales a las operaciones de liquidez concedidas por el BCE hubieran ayudado a aliviar dichas tensiones.

Disponibilidad y uso de recursos

Recursos disponibles	Uso de los recursos
Fondos internos ~8.100 millones de euros (capital y deuda júnior)	Provisiones 7.900 millones de euros
Fondos externos 7.000 millones de euros (ampliación de capital)	Recapitalización ~7.200 millones de euros

FOCUS · El saldo primario: pieza clave para la estabilidad de la deuda pública

La deuda pública en España se sitúa en torno al 100% del PIB desde 2014, 10 p. p. por encima del promedio de los países de la eurozona. Este alto nivel de deuda representa un factor de vulnerabilidad para la economía española, ya que implica que las necesidades de financiación del sector público se mantengan elevadas, y podría limitar el margen de actuación de la política fiscal en un eventual escenario de desaceleración económica. Sin embargo, esto no ha sido siempre así: entre 2005 y 2008, la deuda pública estuvo alrededor del 40% del PIB, unos 30 p. p. por debajo del promedio de la eurozona.

Gran parte de este incremento se debe al mantenimiento de un elevado déficit primario durante los últimos años. A raíz de la crisis, el gasto público aumentó al mismo tiempo que los ingresos públicos se desplomaron. En consecuencia, se registraron unos déficits primarios del orden del 7% del PIB entre 2009 y 2012 (sin tener en cuenta las pérdidas por las ayudas a la banca), 4 p. p. por encima del promedio de los países de la eurozona. Desde entonces, el déficit primario ha disminuido de forma muy notable, hasta alcanzar el 1,5% del PIB en 2016.

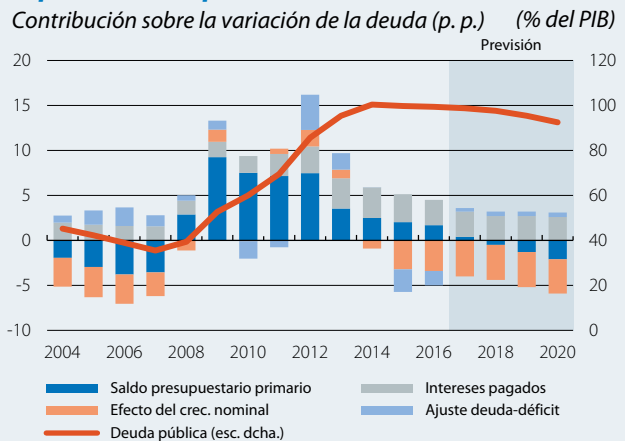
Desde 2014, el nivel de deuda se ha estabilizado en torno al 100% del PIB gracias al esfuerzo de reducción del déficit público y a la recuperación económica. Asimismo, el entorno de bajos tipos de interés ha permitido rebajar el pago por intereses de la deuda en porcentaje del PIB.

El reto para los próximos años es que la deuda pública inicie una trayectoria descendente. Así, entre 2017 y 2020, el Gobierno prevé que la deuda pública disminuya 1,7 p. p. por año en promedio, hasta situarse en el 92,6% del PIB.¹ Según estas previsiones, el proceso de reducción de la deuda seguirá contando con tres grandes aliados: la buena evolución del PIB, que registrará tasas de crecimiento nominal del orden del 4% anual; la corrección del saldo público primario, que está previsto que alcance un superávit del 2,1% del PIB en 2020, y el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia por parte del BCE, que ayudará a mantener el pago por intereses de la deuda en cotas moderadas, en el 2,7% del PIB.²

A más largo plazo, y partiendo del nivel de deuda del 92,6% del PIB en 2020 previsto por el Gobierno, si se mantuviera un superávit primario del 2%, tardaríamos todavía dos décadas para situar la deuda pública por debajo del

60% del PIB.³ Además, mantener un saldo primario superavitario de esta magnitud no es sencillo. De hecho, una mirada a los países de nuestro alrededor muestra que un saldo primario superior al 2% no ha sido muy habitual: entre 1980 y 2016, los países de la eurozona tuvieron un superávit primario superior al 2% en un 18% de los casos, y solo Bélgica y Finlandia lograron mantenerlo durante 10 años consecutivos. La importante reducción del déficit público es el primer paso para estabilizar las finanzas públicas, pero devolver la deuda pública a los niveles previos a la crisis requerirá esfuerzo y perseverancia.

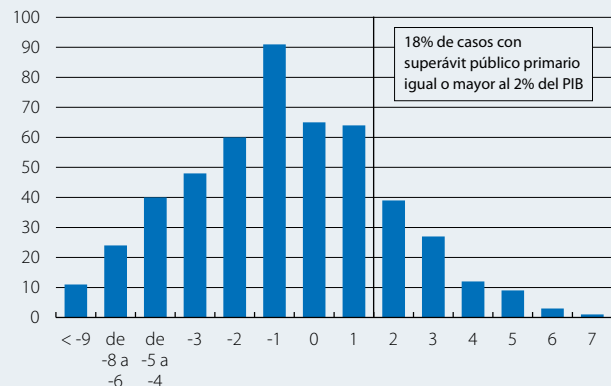
España: deuda pública



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda y Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020.

Frecuencia de saldos públicos primarios en la eurozona (1980-2016)

(Número de casos)



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

3. Se alcanzaría en 2036 si el crecimiento nominal del PIB fuera igual al tipo de interés nominal promedio de la deuda.

1. Previsiones recogidas en la Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020.

2. Los tipos de interés se espera que se recuperen muy gradualmente en los próximos años. Además, el gasto por intereses seguirá en cotas similares a las actuales por la elevada vida media de la deuda (actualmente es de siete años), lo que conlleva que su coste medio tenga mucha inercia.

FOCUS · Exportaciones españolas al alza: ¿es oro todo lo que reluce?

Las exportaciones españolas han sido un motor de crecimiento esencial en la recuperación de la economía española. Así, si en el 1T 2017 el PIB en términos nominales alcanzó el nivel precrisis, las exportaciones de bienes se situaron un 36% por encima. Sin embargo, no todo lo que exportamos está producido íntegramente en España. Es decir, ¿es oro todo lo que reluce?

La integración en las cadenas globales de valor implica que una parte importante de los bienes exportados no se ha producido domésticamente, sino que incorporan productos que fueron importados previamente. A modo ilustrativo, supongamos que es necesario completar tres procesos para obtener el producto final: obtención de recursos primarios, procesado de estos recursos y fabricación. Supongamos que cada una de estas fases productivas se realiza en tres países distintos, A, B y C, y finalmente un cuarto país, el país D, importa el producto final. El país A obtiene las materias primas y las vende a B por 10 euros. B las procesa y las vende a C por 30 euros. Finalmente, C fabrica el producto final y lo vende a D por 80 euros. En el caso del país C, las exportaciones brutas suman 80 euros, pero el valor añadido que ha aportado C domésticamente es solo de 50 euros (80 de la venta menos 30 del valor de las importaciones de B). En vista de todo esto, la variable relevante es el peso del valor añadido doméstico de las exportaciones. En este ejemplo, el porcentaje para el país C sería 62,5%.

Los datos más recientes de la OCDE, correspondientes a 2011, muestran que el valor añadido doméstico de las exportaciones españolas era un 74,9% del total. Este porcentaje es muy similar al de antes de la crisis (75,3% en 2005), lo que demuestra que el fuerte dinamismo de las exportaciones en los últimos años ha ido acompañado de un crecimiento similar en su valor añadido doméstico. En concreto, las exportaciones de bienes en dólares corrientes crecieron un 7,7% anual promedio entre 2005 y 2011, un ritmo muy similar al del valor añadido doméstico, del 7,6% anual promedio.

¿Cuán favorables son estas cifras en un contexto internacional? Respecto a las grandes economías de la eurozona, el peso del valor añadido doméstico en España es superior al de Portugal (69,4%), muy similar al de Italia (74,8% en 2011) y queda algo por debajo del de Francia y Alemania (76,5% y 75,7%, respectivamente). En todos estos países, el crecimiento del valor añadido de las exportaciones en dólares corrientes entre 2005 y 2011 fue inferior al crecimiento de las exportaciones totales, de modo que el peso del valor añadido doméstico evolucionó a la baja en este periodo, especialmente en Italia y Alemania.

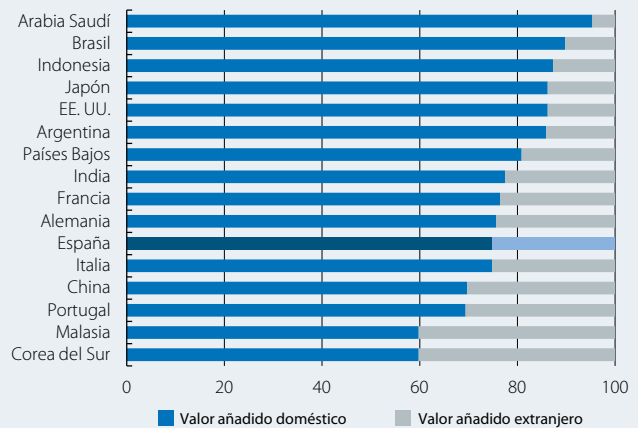
En una perspectiva más global, el peso del valor añadido doméstico de España queda por debajo de grandes exportadores de materias primas como Arabia Saudí y Brasil, cuyo peso es muy elevado (95,3% y 89,7%, respectivamente, en 2011). Los dos grandes emergentes, China y la India, presentan un elevado crecimiento de su valor añadido entre 2005 y 2011 (cercano al 18% anual promedio), aun-

que en China, exportadora de manufacturas y gran consumidora de materias primas, el peso del valor añadido doméstico en sus exportaciones (69,7%) queda por debajo del de la India (77,5%). Por su parte, EE. UU. y Japón, economías grandes y más cerradas comercialmente que España,¹ tienen un porcentaje de valor añadido superior (ambos 86,2% en 2011), pero con una tendencia decreciente.

En definitiva, el excepcional desempeño del sector exterior español ha ido acompañado de un crecimiento similar en el valor añadido doméstico de las exportaciones. La comparativa internacional también muestra que España destaca en positivo dentro de las grandes economías europeas en cuanto al crecimiento del valor añadido doméstico. En esta ocasión, el oro reluce con esplendor.

Valor añadido doméstico de las exportaciones en 2011

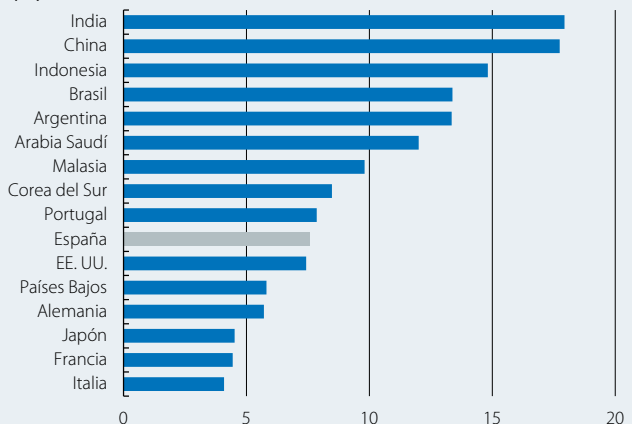
(% del valor exportado)



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

Crecimiento del valor añadido doméstico de las exportaciones entre 2005 y 2011 *

(%)



Nota: * Crecimiento anual promedio entre 2005 y 2011 en dólares corrientes.

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

1. El grado de apertura se refiere al peso de las exportaciones y las importaciones respecto al PIB.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
Industria									
Consumo de electricidad	1,7	0,1	0,9	0,4	0,0	1,5	-1,0	0,0	...
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,9	1,9	0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	-2,8	-3,8	-0,6	0,3	-1,3	-1,0	0,7
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	54,8	54,5	55,4	54,7
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	24,5	19,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	13,0	14,2	13,4	13,7	14,9	11,8	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	2,0	1,6	1,5	2,2	-	...	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	7,5	9,3	10,1	10,0	10,0	10,4	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	56,4	57,8	57,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,9	3,8	3,0	0,5	1,7	3,0	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	7,8	1,1	11,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-3,2	-6,1	-3,2	-2,8	1,3	1,9	1,4

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	3,0	3,2
Construcción	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	5,3	5,9	6,3
Servicios	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,8	3,8
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	4,0	4,4	4,5
No asalariados	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
TOTAL	3,2	3,0	2,7	3,0	3,3	3,4	3,8	3,9
Población ocupada²	3,0	2,7	2,4	2,7	2,3	2,3	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	12,3	14,2	17,4	17,9	13,3	15,4	3,8	14,8
Temporales	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	12,1	4,1	16,1
TOTAL	11,3	7,8	9,8	7,9	7,1	12,4	4,1	16,0
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-12,0	-14,4	-13,2	-13,3	-17,9	-17,5
Resto de edades	-7,2	-8,2	-7,5	-8,6	-9,0	-9,2	-10,3	-10,5
TOTAL	-7,5	-8,6	-7,9	-9,1	-9,4	-9,6	-10,9	-11,1

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

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

Precios

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
General	-0,5	-0,2	-0,9	-0,2	1,0	2,7	2,6	1,9	1,5
Subyacente	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,0	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	4,1	3,4	2,8	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	-13,6	-8,6	1,6	15,3	12,0	8,3	...

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	03/17	04/17
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	4,3	1,7	4,3	-1,1	3,2	14,1	16,9	-2,0
Importaciones (variación interanual)	3,7	-0,4	-0,3	-3,7	3,0	16,5	19,1	0,5
Saldo corriente	14,7	21,5	18,5	20,0	21,5	21,1	21,1	19,1
Bienes y servicios	26,2	32,7	29,3	31,2	32,7	30,0	30,0	29,4
Rentas primarias y secundarias	-11,5	-11,2	-10,8	-11,2	-11,2	-8,9	-8,9	-10,3
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	21,7	23,3	24,0	24,3	23,3	23,5	23,5	21,5

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

Sector público

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-5,1	-4,5	-3,0	-2,8	-4,5	-0,4	-
Administración central	-2,6	-2,7	-1,9	-2,6	-2,7	-0,5	-0,7
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,6	-0,1	-0,8	-0,2	-0,3
Corporaciones locales	0,5	0,6	0,1	0,5	0,6	0,1	-
Seguridad Social	-1,2	-1,6	-0,6	-0,6	-1,6	0,1	0,2
Deuda pública (% PIB)	99,8	99,4	101,1	100,4	99,4	100,4	-

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	Saldo 04/17 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-3,9	-2,6	-2,9	-2,0	-2,1	-1,1	-0,7	1.624,0
Empresas no financieras	-4,0	-2,7	-3,2	-2,1	-2,2	-0,8	0,0	915,7
Hogares ³	-3,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,6	-1,6	708,3
Administraciones públicas ⁴	4,0	3,9	4,2	4,6	3,2	3,4	3,4	1.117,1
TOTAL	-1,0	-0,1	-0,2	0,5	0,0	0,6	0,9	2.741,1
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,6	...	...
A la vista	18,5	16,6	16,0	16,4	17,8	18,6	...	...
De ahorro	12,9	12,4	12,1	11,5	12,5	14,8	...	...
A plazo	-15,3	-17,2	-16,4	-17,4	-19,7	-24,0	...	...
En moneda extranjera	5,6	-1,1	1,6	-1,9	0,1	-2,5	...	...
Resto del pasivo ⁵	-13,0	-15,7	-16,3	-11,3	-18,6	-16,7	...	...
TOTAL	-2,2	-1,6	-1,7	-1,2	-1,6	-1,8	...	...
Tasa de morosidad (%)⁶	10,1	9,1	9,4	9,2	9,1	8,8	...	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,9	58,9	58,7	59,3	58,9	59,1	...	-

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.

EN BUSCA DE LA FELICIDAD

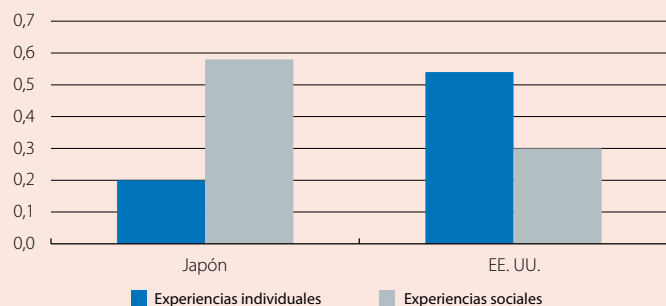
¿Es usted feliz? La felicidad y el ser humano

Teniendo en cuenta que este *Informe Mensual* sale publicado en plena temporada veraniega, es muy posible que usted, amigo lector, lo esté leyendo mientras disfruta de unas (merecidísimas, por otra parte) vacaciones. Pero entre baño y baño, ¿qué mejor momento del año que estos días largos y relajantes para reflexionar sobre la felicidad y su importancia, tanto para los individuos como para la ciencia económica? En este primer artículo del Dossier analizaremos el concepto de felicidad con un enfoque microeconómico, es decir, centrándolo en el individuo. Y es que cuando nos preguntamos si somos felices, primero hay que aclarar qué entendemos por felicidad y cómo medirla. Estas cuestiones, si bien pueden tener un punto filosófico, son claves toda vez que la razón de ser de la ciencia económica es mejorar las condiciones de vida de los individuos.

Para empezar, la literatura distingue entre tres tipos de felicidad: la satisfacción vital, el bienestar emocional y el bienestar eudaimónico. La satisfacción vital hace referencia a la evaluación de la vida en su conjunto. El indicador de referencia para medirla es la escalera de Cantril: se pregunta a los individuos dónde se colocarían en una escala del 0 al 10, donde el nivel 0 representa la peor vida posible y el nivel 10, la mejor. El bienestar emocional, por su parte, se refiere a las emociones y a los estados anímicos que sienten las personas en su día a día, tales como placer, tristeza, rabia o estrés. Se mide con el método de reconstrucción diario, desarrollado por el psicólogo israelí y nobel de Economía Daniel Kahneman, a través del cual se hace pensar a las personas en las experiencias vividas el día anterior y se les pide que las clasifiquen en positivas o negativas. Finalmente, el bienestar eudaimónico¹ se centra en cuál es el significado y el objetivo de la vida y se pregunta si cada individuo ha alcanzado la calidad de vida que le correspondería acorde con su potencial. Recientemente, los economistas han empezado a prestar más atención a este tipo de felicidad, aunque es realmente complicado medirla. Estas distinciones no son baladíes, ya que Kahneman y otro laureado economista, Angus Deaton, muestran que en EE. UU. aumentar la renta siempre incrementa la satisfacción vital pero, en cambio, cuando las personas tienen una renta superior a 75.000 dólares, recibir más dinero tiene un impacto nulo sobre el bienestar emocional (para un análisis exhaustivo de la relación entre renta y felicidad, véase el artículo «El dinero no da la felicidad, pero ¿ayuda a conseguirla?» en este mismo Dossier).

La felicidad y los factores culturales: EE. UU. versus Japón

(Correlación entre las emociones positivas y el tipo de experiencias) *



Nota: * La correlación entre dos variables se sitúa entre -1 y 1, y mide su grado de relación lineal; una correlación de 1 corresponde a una relación lineal positiva perfecta y una correlación de 0 corresponde a una relación lineal nula. En el gráfico, las correlaciones se obtienen preguntando a una muestra de 913 estudiantes americanos y japoneses sobre las experiencias diarias vividas durante el curso académico y sobre si estas se asocian a emociones positivas o negativas.

Fuente: CaixaBank Research a partir de Kitayama, S., Markus, H. R. y Kurokawa, M. (2000), «Culture, Emotion and Well-being: Good feelings in Japan and the United States», *Cognition & Emotion*.

como las veces que una persona sonrío, las expresiones faciales, los indicadores de salud, las estadísticas de suicidios o ciertas medidas físicas de actividad cerebral.³

Una vez explicados los distintos tipos de felicidad y las complicaciones inherentes a su medición, es momento de reflexionar sobre qué nos hace felices. Deaton y Kahneman han llevado a cabo una sugerente comparativa entre los factores asociados a la satisfacción vital y al bienestar emocional en EE. UU. En su análisis, estos autores concluyen que la renta y la educación están más relacionadas con la satisfacción vital, pero, en cambio, la salud física y la soledad van más ligadas al bienestar emocional. Además, existe una prolija literatura sobre los factores correlacionados con la satisfacción vital, aunque es muy difícil obtener relaciones de causa-efecto, dado que es posible que sea la felicidad la que tenga un impacto positivo sobre otras variables, y no

Una importante limitación de los distintos indicadores subjetivos de felicidad es que la felicidad, en cualquiera de sus tipologías, es un concepto relativo muy influido por factores culturales. Así, según los psicólogos Uchida, Norasakkunkit y Kitayama, en los países occidentales, la felicidad se define en términos de logros personales y la meta final es maximizar el número de experiencias positivas. En cambio, en Asia, la felicidad enfatiza otros aspectos como la conexión interpersonal con el resto de individuos. En un influyente artículo,² los psicólogos Kitayama, Markus y Kurokawa muestran empíricamente estas diferencias comparando EE. UU. y Japón: en EE. UU. las emociones positivas (felicidad, euforia, relax...) están muy correlacionadas con logros individuales, mientras que en Japón las emociones positivas están muy correlacionadas con experiencias de carácter social como las relaciones con los amigos. Con todo, y más allá de cómo los factores culturales afectan a la concepción de felicidad de los individuos, existe una abundante literatura que documenta una correlación positiva entre la felicidad declarada en encuestas y medidas más objetivas de felicidad

1. Eudaimonía o plenitud de ser es una palabra griega clásica que significa literalmente «florecimiento humano».

2. Véase Kitayama, S., Markus, H. R. y Kurokawa, M. (2010), «Culture, Emotion and Well-being: Good Feelings in Japan and the United States», *Cognition and Emotion*.

3. Véase para más detalles Ferrer-i-Carbonell, A. (2001), «Economía de la felicitat», Els Opuscles del CREI.

al revés. Sea como fuere, se han obtenido algunos resultados cuando menos interesantes. Por ejemplo, estar desempleado es uno de los factores que tiene una relación negativa más acusada con la satisfacción vital, y el efecto no se desvanece con el tiempo a diferencia, por ejemplo, de las enfermedades crónicas.⁴ También existen estudios⁵ que incluso apuntan a que un alto nivel educativo está negativamente relacionado con la satisfacción vital, posiblemente porque los efectos negativos que resultan de la dificultad de alcanzar las mayores expectativas de los individuos con más educación superan a los efectos positivos de las oportunidades que ofrece dicha educación.

Para entender mejor qué es la felicidad, conviene resaltar que se trata de un concepto dinámico, que depende críticamente del ciclo vital. Y es que, según una serie de estudios realizados por economistas de la talla de Blanchflower, Deaton o Oswald, en EE. UU. y muchos países europeos existe una relación robusta en forma de U entre la satisfacción vital y la edad, relación que es independiente de factores como la renta, la salud o la generación: la felicidad decrece hasta que las personas alcanzan su nivel más bajo de felicidad a edades comprendidas entre los 40 y 59 años (la media global es de 46) y, a medida que se envejece, esta vuelve a aumentar de forma sostenida. Se han barajado varias teorías para explicar esta forma tan particular y al parecer es una conjunción de razones económicas y psicológicas. Por un lado, se ha argüido que en la mediana edad es cuando las personas disfrutan de mayores salarios y lo aprovechan trabajando con mucho ahínco para ahorrar para la jubilación. Por otro, se ha argumentado que las personas mayores no se preocupan tanto por el futuro y valoran más los aspectos positivos de la vida presente. En cualquier caso, esta evidencia empírica tiene poderosas implicaciones relevantes para la política económica: las sociedades occidentales están envejeciendo, por lo que es posible que veamos un incremento de la felicidad agregada de la sociedad. Incluso se puede ir un paso más allá: como el bienestar emocional está asociado a una mayor longevidad,⁶ no es descartable que un aumento de la felicidad, a su vez, conlleve un incremento de la esperanza de vida.

Tal y como hemos visto en el párrafo anterior, el estudio de la felicidad puede tener importantes implicaciones a nivel agregado. Un ejemplo paradigmático emerge cuando analizamos cómo la felicidad de las personas se traslada a los niveles agregados de capital social, entendido como el conjunto de valores que permiten a los miembros de la sociedad confiar en el prójimo y trabajar conjuntamente. La clave es que el nivel de felicidad de las personas tiene implicaciones para el resto de la sociedad, dado que influye en la manera de relacionarse con los demás y de cómo tratarlos. O dicho en la jerga económica, la felicidad individual va asociada a *externalidades* que repercuten en el resto de individuos. En este sentido, existen diversos estudios académicos que documentan una relación positiva entre felicidad y capital social.⁷ Aunque es difícil establecer relaciones causales (¿si eres más feliz confías más en los demás y cooperas más con la sociedad o esta relación va en sentido contrario?), se ha demostrado que aquellos países con desigualdades muy marcadas en los niveles de felicidad padecen un importante deterioro de los niveles de confianza social.⁸ En definitiva, partiendo de un enfoque individual sobre la felicidad, e incorporando las externalidades resultantes, llegamos a resultados a nivel más agregado que pueden tener importantes derivadas para el análisis económico y para mejorar el grado de desarrollo y cooperación de los países (para un análisis exhaustivo de la felicidad a nivel agregado, véase el artículo «¿Cómo comparar el bienestar entre países?» de este mismo Dossier).

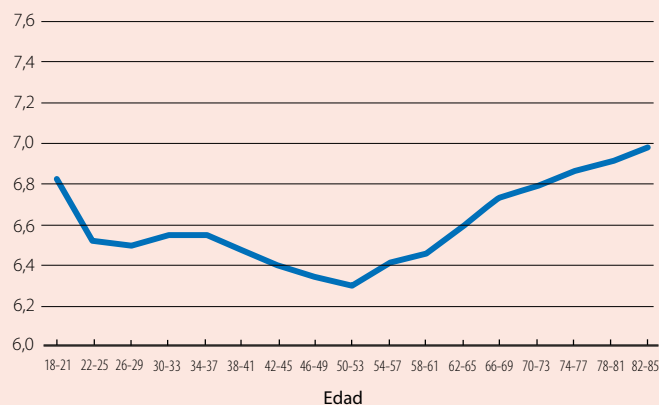
A modo de conclusión, la felicidad es un concepto muy rico y con muchas aristas que está situándose en una posición central del análisis económico. Dicho esto, resulta pertinente advertir a los lectores para que continúen disfrutando de sus vacaciones y de la vida en general, que preocuparse en demasía sobre si somos felices o no puede ser contraproducente, ya que aumenta la probabilidad de sufrir decepciones y de ser infeliz, según ha estudiado la renombrada psicóloga de Berkeley Iris Mauss. Al fin y al cabo, tal y como dijo Buda, «no hay camino a la felicidad, la felicidad es el camino».

Javier Garcia-Arenas

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

La felicidad y el ciclo vital en EE. UU.

(Satisfacción vital en una escala del 0 al 10) *



Nota: * La satisfacción vital se mide en una escala del 0 al 10, donde 0 representa la peor vida posible y 10 la mejor vida posible.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Stone, A., Schwartz, J., Broderick, J. y Deaton A. (2010), «A snapshot of the age of distribution of psychological well-being in the United States.» *Proceedings of the National Academy of Sciences.*

4. Véase Ferrer-i-Carbonell, A. y Van Praag, B. (2009), «Do people adapt to changing circumstances?», EPAG Working Paper.

5. Véase Clark, A. E. y Oswald, A. J. (1994), «Unhappiness and Unemployment», *The Economic Journal*.

6. Véase Steptoe, A., Deaton, A. y Stone, A. (2014), «Subjective wellbeing, health, and ageing», *Lancet*.

7. Véase Bjørnskov, C. (2003), «The Happy Few: Cross-Country Evidence on Social Capital and Life Satisfaction», *Kyklos Journal*.

8. Véase Goff, L., Helliwell, J. y Mayraz, G. (2016), «The Welfare Costs of Well-being Inequality», NBER Working Paper.

Bienestar, economía y percepciones

Dijo Max Planck, nobel de Física en 1918 y considerado fundador de la teoría cuántica, que «cuando cambias tu manera de ver las cosas, las cosas que ves cambiarán». Estarán de acuerdo con él sus compatriotas alemanes, o al menos así lo sugiere la curiosa experiencia del Mundial de Fútbol de 2006. Y es que un estudio de Dohmen y coautores¹ muestra que una victoria de la selección de fútbol alemana provocaba una mejora de la valoración subjetiva de la situación económica equivalente a un aumento de sueldo de unos 5.600 euros anuales. Aunque este grado de satisfacción quizás no sorprenderá a los más futboleros, sí que es sorprendente que influya, y con una magnitud nada despreciable, en una muestra construida para ser representativa de toda la población alemana en edad de trabajar. Pero ello ilustra un aspecto fundamental de la vida humana y el bienestar: las percepciones personales son determinantes.

Errores de percepción en el bienestar

(% de personas bastante o muy felices)

País	Demasiado bajo	Discrepancia	Demasiado alto	Percepción	Real
Canadá	-27			60	87
Países Bajos	-27			57	84
Noruega	-27,9			60	87,9
Australia	-28,7			53	81,7
Filipinas	-31,4			58	89,4
Rusia	-32,3			41	73,3
India	-33,8			47	80,8
Perú	-36			40	76
China	-36,5			48	84,5
Colombia	-37,5			54	91,5
Sudáfrica	-38,4			38	76,4
Montenegro	-38,6			46	84,6
Alemania	-39			45	84
EE. UU.	-40,6			49	89,6
Chile	-41,5			43	84,5
Turquía	-41,8			42	83,8
Tailandia	-42			51	93
Francia	-42			41	83
Serbia	-43			34	77
Japón	-44,5			42	86,5
Reino Unido	-45			47	92
España	-45,4			41	86,4
Argentina	-45,4			41	86,4
Suecia	-45,6			49	94,6
Singapur	-46			47	93
Hungría	-47,3			22	69,3
Polonia	-50,6			42	92,6
México	-51,3			43	94,3
Malasia	-52			44	96
Brasil	-52			40	92
Hong Kong	-61,1			28	89,1
Corea del Sur	-66			24	90

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Ipsos MORI, «Perils of Perception 2016».

6%), el americano la situaba en el 32% (real del 6%), el japonés en el 19% (real del 4%), etc.² Algo parecido se observa con los indicadores de crímenes. Como muestra el segundo gráfico, en EE. UU. la tasa de homicidios ha disminuido sostenidamente, pasando de algo más de ocho homicidios por cada 100.000 personas en 1995 a algo menos de seis homicidios por cada 100.000 personas en 2001 y hasta situarse por debajo de los cuatro homicidios por cada 100.000 habitantes en 2013. Sin embargo, el porcentaje de estadounidenses que consideraba que el crimen había aumentado pasó del 41% en 2001 al 64% en 2013.³

¿Cómo se explican estos errores de percepción? Contrariamente a la fuerte racionalidad del individuo que postula la teoría económica dominante, al menos en su versión más simple, el psicólogo Daniel Kahneman, a quien se le concedió el Nobel de Economía en 2002, nos explica en su *best-seller*, «Thinking, Fast and Slow», cómo las personas caemos sistemáticamente en sesgos cognitivos que influyen tanto en nuestra percepción de la realidad como en la toma de decisiones. Entre los factores que detalla Kahneman sobre el funcionamiento del cerebro, tres son especialmente relevantes para la percepción del bienestar. En primer lugar, Kahneman nos muestra que, ante preguntas complejas, las personas buscamos dar respuesta sustituyéndolas por preguntas parecidas, pero mucho más sencillas. Además, no valoramos las situaciones en abstracto sino que lo hacemos con base en un punto de referencia o áncora, como lo llama Kahneman, que aparece fresco en nuestra memoria. Veámoslo con un ejemplo. En un experimento,⁴

La importancia de las percepciones es especialmente marcada en el estudio y la medición de la felicidad. Veámoslo con tres ejemplos relacionados con el bienestar, el desempleo y el crimen. Como ha puesto de relieve el artículo «¿Es usted feliz? La felicidad y el ser humano» en este Dossier, los indicadores de bienestar personal miden valoraciones subjetivas que dependen de las percepciones de cada individuo. Además, al juzgar nuestro bienestar personal, también valoramos el bienestar de los que nos rodean. Pero, como muestra el primer gráfico, cometemos errores de percepción significativos que nos llevan a subestimar, de manera sistemática, el bienestar de la sociedad en la que vivimos. Concretamente, según recogía Ipsos MORI en 2016, en España el 86,4% de la población se consideraba bastante o muy feliz; sin embargo, el español promedio pensaba que solo el 41% de los españoles se consideraba bastante o muy feliz. Lo mismo ocurre con otros determinantes del bienestar, como las condiciones económicas o la seguridad personal. Por ejemplo, en 2014 el español promedio estimaba que la tasa de paro se situaba en el 46%, cuando en realidad era del 25%. Esto no es ni una casualidad ni es atribuible a un pesimismo particular de los españoles, sino que el sesgo es común a todos los países considerados: el alemán promedio situaba la tasa de paro en el 20% (la real era del

1. Véase Dohmen, T. et al. (2006), «Seemingly Irrelevant Events Affect Economic Perceptions and Expectations: the FIFA World Cup 2006 as a Natural Experiment», IZA Discussion Paper.

2. Ipsos MORI, (2014 y 2016), «Perils of Perception».

3. Véase Gallup (2014), «Most Americans Still See Crime Up Over the Last Year».

4. Véase Strack et al. (1988), «Priming and communication: Social determinants of information use in judgments of life satisfaction», European Journal of Social Psychology.

se preguntaba a estudiantes universitarios cuán felices eran. A algunos estudiantes, inmediatamente antes, se les había preguntado por el número de citas amorosas que habían tenido en el último mes. A otros también se les interrogaba sobre las citas, pero después de preguntarles sobre su felicidad, ¿se imagina el lector los resultados? Pues mientras que entre los miembros del segundo grupo no se observaba ninguna relación entre citas y felicidad, entre los primeros apareció una clara relación positiva: aquellos con más citas también indicaban ser más felices. La razón, nos dice Kahneman, es que responder sobre la felicidad es mucho más complejo que cuantificar el número de citas: tener la cifra de citas presente inducía a asociar citas, a la vez que la pregunta fácil y el punto de referencia, con felicidad. Lo mismo pasaba cuando, en vez de citas, se preguntaba sobre la situación matrimonial o laboral.⁵

El segundo sesgo destacado se refiere a cómo recordamos las emociones. ¿Qué cree que valora más, tres días de vacaciones en la playa o esos mismos tres días con dos días adicionales en los que hace mal tiempo y no puede disfrutar del sol? Parece que la segunda opción no puede ser peor que la primera, ¿verdad? La respuesta no es tan sencilla, y es que Kahneman muestra que los recuerdos dependen de la intensidad de las emociones en su punto máximo y en el último momento de experimentarlas, pero no de su duración. Otro famoso experimento lo ilustra nitidamente.⁶ Una persona ponía la mano en agua muy fría (14 °C) durante 60 segundos. Luego, ponía la mano durante 60 segundos en agua muy fría (14 °C, suficiente como para ser doloroso) y 30 segundos más en agua solo ligeramente menos fría (15 °C). Finalmente, se le pedía a la persona que escogiera qué experiencia preferiría repetir: los resultados indican que el 80% de los que percibieron un aumento de la temperatura en el segundo ejercicio (60 + 30 segundos) prefería repetir esta opción, que *a priori* a todos nos parecería la menos deseable.

Finalmente, otra de las características de nuestra mente que resalta Kahneman es la rápida capacidad de adaptación a las nuevas circunstancias, que explica que aumentos de la renta o irse a vivir a una región con un clima más templado solo tengan efectos temporales sobre el bienestar. En este último sentido, nos cuenta que, en una encuesta realizada a estudiantes de California, Ohio y Michigan, no se observan diferencias significativas en el bienestar subjetivo de las regiones.⁷ Sin embargo, la encuesta también revela que todos los estudiantes creen que la gente es más feliz en California. La razón, de nuevo, es que la pregunta «¿Cuán feliz es usted?» es neutra, mientras que la pregunta «¿Cree que la gente es más feliz en California?» evoca la idea de una región con clima agradable, sesgando la respuesta.

Si la obra de Kahneman ha sido caudal para entender mejor el comportamiento individual, no podemos acabar sin remarcar que las percepciones individuales tienen su traslación a nivel agregado. Como explica Robert Shiller, nobel en Economía, las personas buscamos historias que nos ayuden a interpretar el mundo en el que vivimos.⁸ Estas narrativas son construcciones humanas, influidas por nuestras percepciones personales, mezclas de hechos, emociones e intereses que nos causan una impresión y nos sirven para estimular nuestras preocupaciones y las emociones de nuestros conciudadanos. Cuando se difunden, pueden crear un nuevo punto de vista, un marco de referencia que ejercerá influencia sobre las decisiones y que puede llegar a tener un impacto económico en sí mismo. Por ejemplo, el mismo Shiller, con Goetzmann y otros coautores,⁹ ha identificado cómo la probabilidad percibida de un *crash* financiero por parte de inversores profesionales está influenciada por noticias pesimistas en prensa, relacionadas con los mercados financieros o con eventos aparentemente irrelevantes como pequeños terremotos a nivel local. Al fin y al cabo, una recesión es un periodo en el que la gente decide gastar menos, seguir usando bienes antiguos en vez de sustituirlos por nuevos y posponer el inicio de nuevos negocios o la contratación de trabajadores: decisiones personales que no solo dependen del estado de la economía, sino de cómo lo valora la narrativa prevalente y cómo se percibe individualmente.

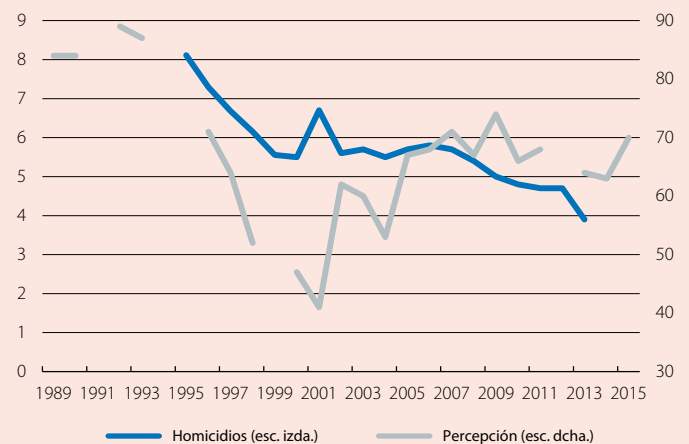
Adrià Morron Salmeron

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

Crímen y percepción

(Homicidios por cada 100.000 personas)

Personas que creen que el crimen aumenta (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Gallup y el FBI.

5. Véase Schwarz, N. et al. (1991), «Assimilation and contrast effects in part-whole question sequences: a conversational logic analysis», Public Opinion Quarterly.

6. Véase Kahneman, D. et al. (1993), «When More Pain is Preferred to Less: Adding a Better End», Psychological Science.

7. Véase Schkade, D. y Kahneman, D. (1998), «Does living in California make people happy? A focusing illusion in judgments of life satisfaction», Psychological Science.

8. Véase Shiller, R. (2017), «Narrative Economics», NBER Working Paper, a partir de la conferencia presidencial impartida por Shiller en el Congreso de la American Economic Association el pasado 7 de enero de 2017.

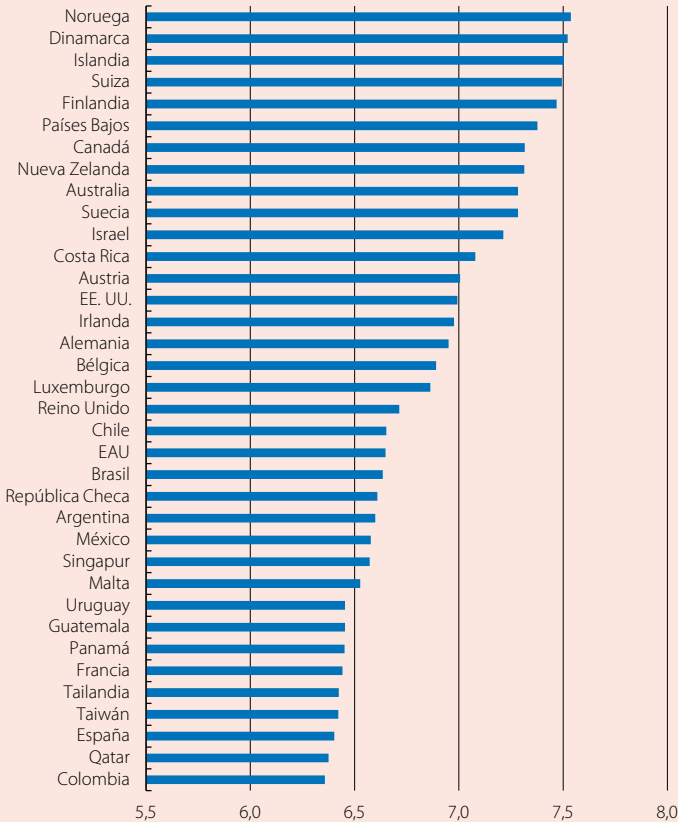
9. Véase Goetzmann, N. et al. (2016), «Crash Beliefs from Investor Surveys», NBER Working Paper.

¿Cómo comparar el bienestar entre países?

Los países del norte de Europa suelen tener fama de ser los países más felices del mundo. En 2017, el Índice de Felicidad publicado por el Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas situó a Noruega como el país más feliz del mundo, y quitó el trono a otro país nórdico, Dinamarca, que había encabezado el *ranking* desde 2012, año en que se publicó por primera vez dicho índice.

Ranking del Índice de Felicidad

(Escala del 1 al 10)



Nota: El ranking incluye los países clasificados entre el puesto 1 y 36, siendo 10 la mejor puntuación.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del «World Happiness Report 2017».

Sin ánimo de infravalorar el *hygge*¹ escandinavo, a algunos les puede sorprender que los países nórdicos lideren el *ranking* de índices de bienestar o que España ocupe un modesto puesto 34, lejos de EE. UU. y Alemania (puestos 14 y 16, respectivamente).² Y es que comparar niveles de vida entre países no es una tarea sencilla. De hecho, ningún intento de medición de bienestar ha quedado libre de crítica, hasta el momento.

El Índice de Felicidad no es una excepción. Este índice, que se construye a partir de cuestionarios en los que cada persona evalúa su nivel de felicidad entre 0 y 10, no tiene en cuenta, por ejemplo, que determinados países y culturas pueden ser más felices que otros, incluso bajo la misma situación económica y social. En este sentido, un artículo de la OCDE³ estima que el impacto cultural puede explicar hasta 1,5 puntos de la puntuación del 1 al 10 que los individuos reportan. En particular, los autores destacan que el impacto cultural es marcadamente positivo en los países nórdicos, en los de habla inglesa y en algunos países latinoamericanos.

En el mundo académico, uno de los últimos intentos para construir una medida de bienestar comparable entre países y en el tiempo proviene de la mano de Jones y Klenow, quienes plantean un indicador de bienestar que incorpora como factores determinantes el consumo, el ocio, la mortalidad y la desigualdad.⁴ Una de las novedades que plantea este indicador de bienestar es que intenta ponderar los distintos elementos que lo componen en función de las preferencias del conjunto de ciudadanos utilizando datos microeconómicos de 13 países.

El tercer gráfico, extraído del artículo de Jones y Klenow, nos muestra que a pesar de que los países de Europa Occidental analizados⁵ tienen, en promedio, un PIB per cápita alrededor del 67% del de EE. UU., una vez se tiene en cuenta el mayor tiempo de ocio, la mayor esperanza de vida y los menores niveles de desigualdad de la que gozan estos países europeos, la diferencia con EE. UU. se acorta hasta el punto de que el nivel de bienestar de los países europeos es tan solo un 15% inferior al de EE. UU. Por otro lado, el artículo constata que el nivel de bienestar de los países en desarrollo es peor de lo que su PIB per cápita sugeriría como consecuencia de la menor esperanza de vida, el menor consumo y la mayor desigualdad.

A pesar del avance que supone este artículo en la medición del bienestar, cabe mencionar que el índice propuesto por Jones y Klenow supone que todos los países valoran los mismos aspectos para ser felices, una hipótesis que, como se ha comentado anteriormente, no se cumple en la realidad. Además, tal y como los mismos autores reconocen, la medida de bienestar propuesta no tiene en cuenta otros factores que también contribuyen al bienestar de la población, como la calidad del medio ambiente, el crimen, la libertad política o el altruismo intergeneracional.

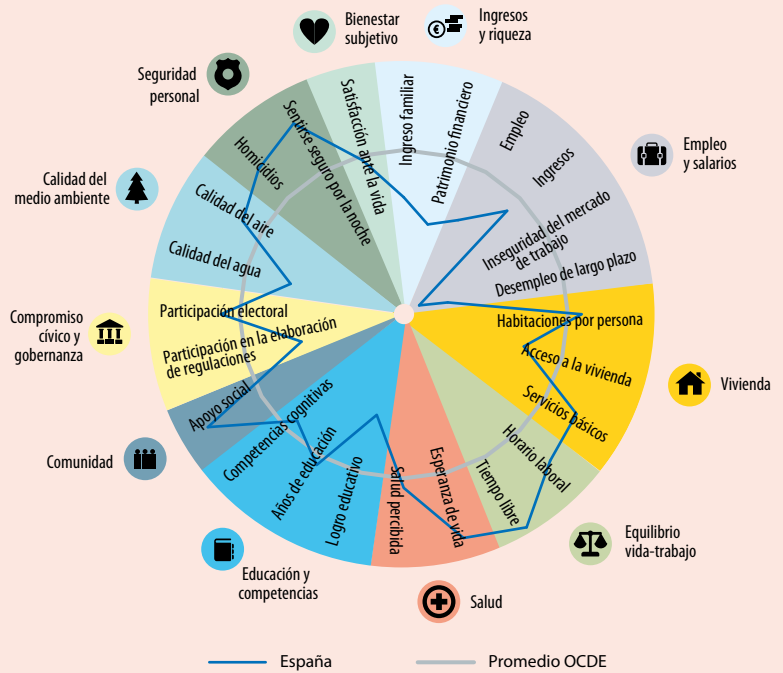
1. *Hygge* es un adjetivo danés asociado al bienestar personal generado a partir de las pequeñas cosas del día a día, como la calidez del hogar y el cuidado de uno mismo y del otro.
2. Datos referentes al periodo 2014-2016.
3. Véase Exton, C., Smith, C. y Vandendriessche, D. (2015), «Comparing Happiness Across the World. Does Culture Matter?», OECD Statistics Directorate Working Paper No. 62.
4. Véase Jones, C. I. y Klenow, P. J. (2016), «Beyond GDP? Welfare across Countries and Time», American Economic Review, vol. 106(9), p. 2.426-2.457.

En este sentido, el Índice para una Vida Mejor (Better Life Index) publicado por la OCDE se presenta como otra iniciativa destacable, ya que amplía la gama de factores que tiene en cuenta. En particular, el índice tiene en cuenta 11 aspectos relevantes que influyen en el bienestar: vivienda, ingresos, empleo, comunidad, educación, medio ambiente, compromiso cívico, salud, satisfacción, seguridad y equilibrio vida-trabajo.

¿Qué peso se otorga a cada factor? Idealmente, como la felicidad no es una medida única, los pesos de cada factor deberían obtenerse a partir de una encuesta representativa que estimara cuáles son los determinantes más importantes del bienestar para cada población, y es que la literatura académica apunta a que la importancia de los determinantes del bienestar no tiene por qué coincidir entre los países. Por ejemplo, para el caso de la desigualdad, Alesina *et al.* estimaron que en Europa la desigualdad tiene un mayor efecto negativo sobre el bienestar que en EE. UU.⁶

Conscientes de esta limitación, la OCDE pone a disposición del público una herramienta que permite ponderar el peso de los 11 factores que componen el índice. Un sencillo ejercicio nos muestra que, independientemente de los pesos, los países nórdicos tienden a mantenerse a la cabeza del ranking, y los cambios en los pesos producen, sobre todo, cambios en la parte media y baja del ranking.

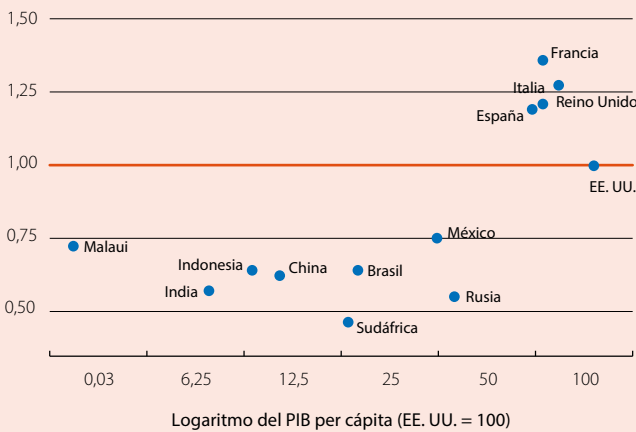
Bienestar en España



Nota: Puntos más alejados del centro del gráfico muestran fortaleza relativa de esas áreas.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Bienestar e ingresos entre países

(Ratio entre bienestar e ingresos) *



Nota: * Medida de bienestar en términos de consumo equivalente que incorpora como factores determinantes el consumo, el ocio, la mortalidad y la desigualdad.
Fuente: Jones, C. I. y Klenow, P. J. (2016), «Beyond GDP? Welfare across Countries and Time», *American Economic Review*, vol. 106(9), p. 2426-2457.

A modo ilustrativo, si el peso de los 11 indicadores es el mismo, Noruega encabeza el ranking del índice, EE. UU. se sitúa en el puesto 9 y España obtiene el puesto 19. Si, en cambio, otorgamos la máxima importancia a la salud, a la educación y al equilibrio vida-trabajo, que son los tres factores considerados más importantes por los usuarios del Índice en España, y también en EE. UU. y en Noruega,⁷ Dinamarca encabezaría el ranking (seguido de Noruega), EE. UU. empeora hasta el puesto 13 y España se mantiene en el puesto 19.

En conclusión, a pesar de que todas las medidas de bienestar presentan dificultades, los países nórdicos se empeñan en sacar la mejor nota en todas ellas y nos recuerdan que no deberíamos perderlos como referencia.

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

5. El artículo incluye Reino Unido, Francia, Italia y España.

6. Véase Alesina, A., Di Tella, R. y MacCulloch, R. (2004), «Inequality and Happiness: Are Europeans and Americans Different?», *Journal of Public Economics*, p. 2.009-2.042.

7. Estos resultados están basados en las respuestas de 3.200 visitantes al sitio web de España del Índice para una Vida Mejor, 1.600 visitantes al sitio web de Noruega y 18.200 visitantes al sitio web de EE. UU., de tal manera que son solo indicativos y no representan a toda la población.

El dinero no da la felicidad, pero ¿ayuda a conseguirla?

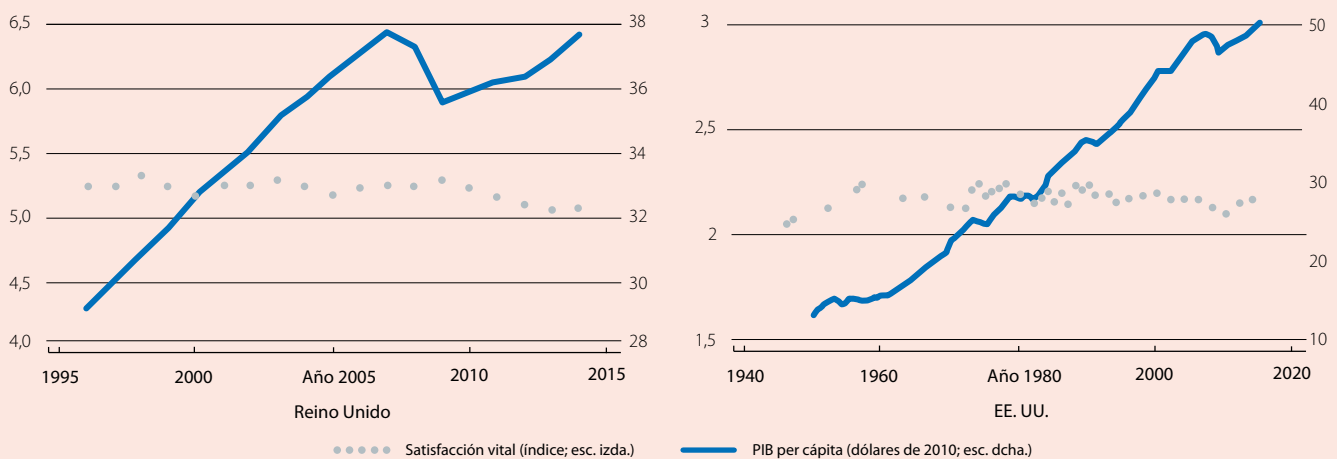
¿Cuál es la relación entre la felicidad individual, el bienestar de los ciudadanos y el nivel de renta per cápita de los países? En los círculos académicos, existe un profundo debate sobre esta cuestión, puesto que el objetivo último de las políticas económicas es el de maximizar la felicidad o el bienestar de los ciudadanos (y, si cabe, el bienestar de los de hoy y el de los del futuro). En la práctica, sin embargo, las decisiones se suelen tomar en relación con los criterios de generación de renta (o riqueza), asumiendo que este es el mejor instrumento para conseguir el máximo bienestar de los ciudadanos. Si la relación entre la renta y la felicidad es suficientemente estrecha, entonces, las decisiones de política económica serán acertadas.

El trabajo pionero en este ámbito de Richard Easterlin¹ muestra, en cambio, que el incremento del PIB per cápita de un país no va asociado a un aumento del nivel promedio de la felicidad de sus habitantes.² Este resultado es conocido como la «paradoja de Easterlin» y, desde que se postuló, ha generado una prolífica literatura que ha intentado corroborar o refutar este resultado. Generalmente, los estudios referidos a la evolución de la felicidad de un mismo país a lo largo del tiempo encuentran resultados que confirman dicha paradoja. En concreto, el mismo Easterlin, en una actualización de su trabajo inicial,³ muestra que el ingreso real per cápita en EE. UU. casi se duplicó en el periodo 1973-2004, mientras que la felicidad promedio se mantuvo estable. Este fenómeno no es específico de EE. UU., sino que el mismo resultado se obtiene en Japón, uno de los países desarrollados en los que más ha aumentado el ingreso real per cápita desde la Segunda Guerra Mundial, y también en la mayor parte de países europeos.

De estos resultados, sin embargo, no debería concluirse que el dinero no importa. Una amplia literatura documenta que, en un determinado momento del tiempo, sí existe una relación muy estrecha entre la renta y la felicidad, tanto si la comparación se realiza entre países como si es entre individuos de un mismo país. La clave para reconciliar estos resultados con la paradoja de Easterlin está en la referencia temporal: la felicidad es un concepto subjetivo y relativo, lo cual dificulta su medición a lo largo del tiempo, a medida que cambian las circunstancias personales y/o del entorno. Esta es una cuestión muy relevante y a ella volveremos más adelante. Pero, por ahora, es importante describir en detalle la relación entre renta y felicidad, primero entre países y, a continuación, entre individuos con mayor y menor renta dentro de un mismo país y en un momento determinado.

La comparativa entre países revela que existe una relación positiva entre la renta per cápita y el nivel promedio de satisfacción vital entre países. En concreto, Stevenson y Wolfers⁴ documentan una correlación de 0,79 entre ambas variables en una muestra de 155 países. Asimismo, encuentran que esta relación es lo que se denomina log-lineal: 100 euros adicionales de renta tienen un mayor impacto sobre la felicidad de un país pobre que de uno rico; en cambio, el aumento de la felicidad será similar si se doblan sus respectivos ingresos.

PIB per cápita y satisfacción vital en distintos países



Fuente: Clark, Fleche, Layard, Powdthavee y Ward (2016).

1. Véase Easterlin, R. A., «Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence», en David, P. A. y Reder, M. W. (eds.), «Nations and Households in Economic Growth: Essays in Honor of Moses Abramovitz» (Nueva York y Londres: Academic Press, 1974).
2. Nótese que la felicidad se mide a partir de una medida subjetiva en relación con las respuestas sobre la satisfacción con la vida, como, por ejemplo, la escalera de Cantril. Véase el artículo «¿Es usted feliz? La felicidad y el ser humano» de este mismo Dossier, en el que se explica con detalle el concepto de la felicidad y su medición.
3. Véase Easterlin, R. A. (1995), «Will Raising the Incomes of All Increase the Happiness of All?», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 27(1), p. 35-47.
4. Stevenson y Wolfers (2013), «Subjective Well-Being and Income: is There Any Evidence of Satiation?», *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 103(3).

La comparativa entre individuos ricos y pobres en un mismo país y momento también revela una relación positiva entre renta y satisfacción con la vida. Esta correlación ya fue identificada por Easterlin en 1974 y, posteriormente, ha sido corroborada en múltiples estudios. Por ejemplo, Stevenson y Wolfers analizan esta relación con datos microeconómicos (a nivel individual) en los 25 países más poblados del mundo, y encuentran una tendencia creciente en la satisfacción vital promedio de los individuos ordenados de menos a más según su percentil de renta.

Algunos investigadores han postulado una versión modificada (o débil) de la paradoja de Easterlin basada en la idea de que existe un punto de saciedad a partir del cual la felicidad deja de aumentar con la renta. Esta hipótesis implica que, a partir de un determinado nivel de desarrollo, la felicidad promedio de un país dejaría de aumentar. Asimismo, en la comparación entre individuos, el impacto de un aumento de la renta sería nulo a partir de cierto umbral de renta. El estudio de Stevenson y Wolfers analiza esta cuestión con detenimiento, usando varias bases de datos y puntos de saciación distintos, y encuentran que un aumento proporcional de renta produce el mismo impacto sobre la felicidad de un país o un individuo, independientemente del nivel de renta de estos. La conclusión, por tanto, es que no hay evidencia de que tal punto de saciedad exista. Cabe mencionar, sin embargo, que este análisis mide la felicidad según la satisfacción vital. Kahneman y Deaton,⁵ en un estudio solamente para EE. UU., diferencian entre la satisfacción vital y el bienestar emocional, que se refiere a la calidad emocional de las experiencias diarias de un individuo. Mientras que la primera muestra una relación claramente positiva con la renta, el bienestar emocional alcanza un nivel máximo alrededor de los 75.000 dólares. Este resultado se encuentra para las tres medidas de bienestar emocional analizadas y que se refieren a la intensidad y a la frecuencia con que los individuos experimentan goce o alegría (afecto positivo), tristeza o preocupación, y estrés.

Una vez revisados de forma más o menos exhaustiva los estudios que analizan la relación entre felicidad y renta, el reto pendiente es el de reconciliar los resultados empíricos aparentemente contradictorios que, por un lado, revelan un aumento de la felicidad con la renta entre países y entre individuos, y las comparaciones temporales, que muestran que el nivel de felicidad promedio de un país se mantiene constante a lo largo del tiempo a pesar del progreso económico experimentado. La respuesta generalmente aceptada a esta cuestión es que la valoración subjetiva que uno hace de su nivel de renta depende de su situación en relación con un grupo de referencia. Es decir, la felicidad no depende del nivel absoluto de ingresos de una persona, sino de cómo se compara con el de otras personas (comparación social) o con su propio pasado (hábitos).⁶ Ello, por construcción, limita la validez de las comparaciones a lo largo del tiempo. La idea es muy intuitiva: si la norma social de referencia fueran las condiciones de vida de hace 200 años, posiblemente todos nos situáramos hoy en día en un escalón mucho más alto en la escalera de la satisfacción vital, puesto que el nivel de vida promedio de hoy supera con creces el de los más ricos de antaño. Así, aunque un aumento de los ingresos a lo largo del tiempo tiene un impacto positivo sobre la felicidad, existen otros efectos indirectos operando en sentido contrario. De este modo, el efecto final observado es que la felicidad promedio se mantiene relativamente estable a lo largo del tiempo a pesar del mejor nivel de vida del que goza la sociedad.

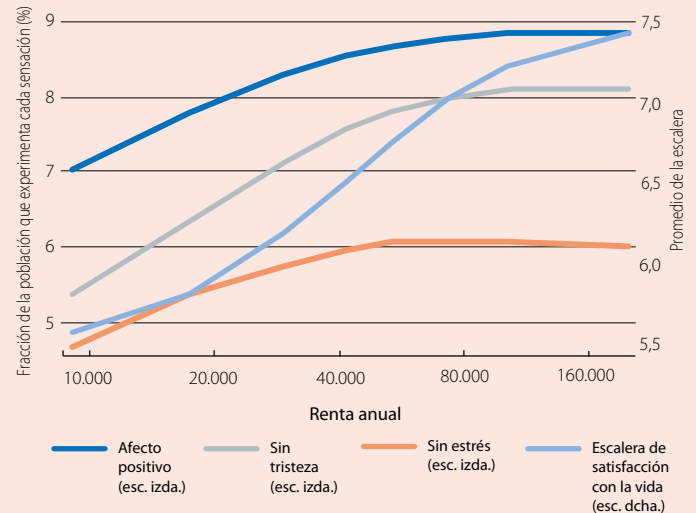
A modo de conclusión, una valoración global que se extrae de los estudios mencionados es que el uso de medidas agregadas de renta, como el PIB per cápita, para guiar las decisiones de política económica es lógico, teniendo en cuenta que la relación entre renta y felicidad es generalmente bastante estrecha. De todos modos, deben reconocerse también las limitaciones de tales medidas y la necesidad de tener en cuenta otros determinantes de bienestar y felicidad.

Judit Montoriol Garriga
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

5. Véase Kahneman, D. y Deaton, A. (2010), «High income improves evaluation of life but not emotional well-being», PNAS, vol. 107.

6. Véase Clark, A. et al. (2008), «Relative Income, Happiness and Utility: An Explanation for the Easterlin Paradox and Other Puzzles», Journal of Economic Literature, vol. 46 (1).

Renta, bienestar emocional y satisfacción vital



Fuente: Kahneman y Deaton (2010).

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

Alex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de marzo de 2017

	MILLONES €
Recursos de clientes	338.053
Crédito a la clientela, bruto	227.934
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	403
Capitalización bursátil	24.085
Cientes (millones)	15,8
Empleados	37.638
Oficinas	5.525
Oficinas en España	4.990
Terminales de autoservicio en España	9.461

**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
TOTAL PRESUPUESTO	510

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2017

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

