

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 415 | SEPTIEMBRE 2017



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Volatilidad financiera e incertidumbre política: ¿quién dijo miedo?

UNIÓN EUROPEA
Brexit y corrección en el sector inmobiliario, un cóctel peligroso

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Consecuencias del brexit sobre el sector inmobiliario

DOSSIER: EL MOMENTO DE EUROPA

Unión Europea: claves para un renacimiento

Sincronización económica en un área económica y monetaria común

Unión fiscal y el largo camino hacia los eurobonos

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

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de agosto 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 *¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?*10 *El dilema de la OPEP y el fin del contango en el mercado del crudo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Volatilidad financiera e incertidumbre política: ¿quién dijo miedo?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Mercado inmobiliario europeo: de la recuperación a la ebullición*22 *Brexit y corrección en el sector inmobiliario, un cóctel peligroso***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La población activa en España: envejecimiento y nivel educativo*28 *Consecuencias del brexit sobre el sector inmobiliario*29 *La mejora de la balanza de rentas***32 DOSSIER: EL MOMENTO DE EUROPA**32 *Unión Europea: claves para un renacimiento*
Josep Mestres y Àlex Ruiz36 *Sincronización económica en un área económica y monetaria común*
Oriol Carreras Baquer38 *Unión fiscal y el largo camino hacia los eurobonos*
Roser Ferrer

Una oportunidad para Europa

Tras las elecciones alemanas del 24 de septiembre, la UE deberá hacer frente a su futuro. Se abrirá entonces una ventana de oportunidad difícilmente repetible para acordar qué Europa queremos construir y qué reformas son necesarias para apuntalar esa construcción.

La oportunidad surge por una confluencia de factores. Los resultados de las elecciones francesas y holandesas, en las que el populismo eurófono fue derrotado por opciones europeístas; el compromiso de los principales candidatos alemanes con el proyecto europeo; la próxima salida del Reino Unido de la UE, un miembro importante que se oponía reiteradamente a una mayor integración; la presidencia de Trump, que hace aún más necesario fortalecer la política exterior de la Unión, y la amenaza terrorista, que subraya la importancia de una coordinación efectiva a nivel europeo en materia de seguridad e inteligencia.

Además, existe un amplio consenso en el que es necesario avanzar aún más en la integración europea y, en particular, en reforzar la arquitectura institucional de la moneda única. Se han hecho muchas reformas en los últimos años y algunas, sin duda, han sido de calado, como la unión bancaria o la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Pero podemos, y debemos, seguir avanzando por ese camino y es preferible no esperar a que las circunstancias nos obliguen a hacerlo de manera precipitada.

Para empezar, la unión bancaria ha contribuido a reducir los riesgos de contagio mutuo entre el soberano y la banca, pero todavía dista de ser una unión completa. Falta un sistema de garantía de depósitos único a nivel europeo, con capacidad de endeudarse o tener acceso a un prestamista de última instancia. Y falta una mayor homogeneización de marcos normativos entre los distintos países, por ejemplo, en lo relativo a leyes de insolvencia, para facilitar las economías de escala y fomentar la creación de bancos paneuropeos. Existen también dudas sobre la eficacia del marco actual de resolución para bancos con problemas en el caso de una hipotética crisis sistémica, especialmente en ausencia de una autoridad fiscal central fuerte.

Precisamente, la creación de una autoridad fiscal europea es seguramente el paso que más reforzaría la unión monetaria, además de la bancaria. Alemania y Francia están de acuerdo en ello, creen que la eurozona debería tener un ministro de Economía y Finanzas, pero divergen significativamente en las competencias que otorgarían a dicha figura. El presidente Macron aboga por un presupuesto común fuerte, que pudiera financiar grandes proyectos de inversión y actuara como mecanismo de estabilización macroeconómica ante perturbaciones que afectaran de manera desigual a distintos países. Merkel, en cambio, ha abogado por un ministro que se dedicara a coordinar las políticas fiscales y las reformas estructurales de los países miembros, con un fondo para poder premiar la implementación de las políticas deseadas. Cualquiera de estos enfoques requerirá cesiones de soberanía y, en consecuencia, pasos para dotar de mayor legitimidad política a las instituciones europeas.

Con toda probabilidad, el salto más ambicioso, la unión política, queda todavía lejos, pero algunos pasos se tendrán que dar en esta dirección. Está por ver hasta qué punto seremos capaces. Sin duda, las palabras de José Ortega y Gasset, escritas antes de la Segunda Guerra Mundial, mantienen su vigencia: «La situación auténtica de Europa vendría, por lo tanto, a ser ésta: su magnífico y largo pasado la hace llegar a un nuevo estadio de vida donde todo ha crecido; pero a la vez las estructuras supervivientes de ese pasado son enanas e impiden la actual expansión. Europa se ha hecho en forma de pequeñas naciones. En cierto modo, la idea y el sentimiento nacionales han sido su invención más característica. Y ahora se ve obligada a superarse a sí misma. Éste es el esquema del drama enorme que va a representarse en los años venideros. ¿Sabrá libertarse de supervivencias, o quedará prisionera para siempre de ellas?».

Enric Fernández
Economista jefe
31 de agosto de 2017

CRONOLOGÍA

AGOSTO 2017

16 Se inician las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA).

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.

AGENDA

SEPTIEMBRE 2017

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 8 Índice de producción industrial (julio).
- Créditos, depósitos y morosidad (junio).
- Ejecución presupuestaria del Estado (julio).
- 15 Encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 20 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 21 Consejo Europeo.
- 22 Comercio exterior (julio).
- 26 Créditos, depósitos y morosidad (julio).
- 28 Ejecución presupuestaria del Estado (agosto).
- Avance del IPC (septiembre).
- Índice de sentimiento económico de la eurozona (septiembre).
- 29 Balanza de pagos (julio y 2T).
- Posición de inversión internacional neta (2T).

OCTUBRE 2017

- 2 Tasa de ahorro de los hogares (2T).
- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 6 Índice de producción industrial (agosto).
- 16 Cuentas financieras (2T).
- 18 Créditos, depósitos y morosidad (agosto y 2T).
- 20 Comercio exterior (agosto).
- 26 Consejo de Gobierno del BCE.
- Encuesta de población activa (3T).
- 27 PIB de EE. UU. (3T).
- 30 Índice de sentimiento económico de la eurozona (octubre).
- Avance del IPC (octubre).
- Avance del PIB (3T).
- 31 Balanza de pagos (agosto).
- Ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
- PIB de la eurozona (3T).

Europa, un paso al frente

Verano de placidez macroeconómica y financiera. Los indicadores publicados a lo largo de julio y agosto siguen reflejando un buen ritmo de avance de la actividad global y refuerzan el escenario de aceleración del crecimiento mundial: la economía va camino de crecer un 3,5% en 2017, una aceleración apreciable respecto a 2016 (3,1%). Sin embargo, este entorno de firmeza macroeconómica y baja volatilidad sigue rodeado de importantes fuentes de riesgo a nivel internacional. A saber, las tensiones geopolíticas constituyen una fuente de preocupación que, este verano, quedó nuevamente ilustrada con la escalada diplomática entre EE. UU. y Corea del Norte. Además, en la fase de madurez del ciclo económico en la que se encuentra EE. UU., los inversores empiezan a mostrarse sensibles a la publicación de indicadores económicos por debajo de lo esperado. Un ejemplo de ello es la debilidad, en los últimos meses, tanto del dólar como de los tipos de interés soberanos estadounidenses, que no acaban de remontar pese a la clara intención de la Fed de proseguir con la normalización monetaria y el buen dato de crecimiento del PIB de EE. UU. en el 2T (2,2%). Por último, cabe no olvidar que, a pesar del buen ritmo de crecimiento que mantiene la economía de China, en el trasfondo persisten dudas alrededor de su sistema financiero. Así, la economía mundial encara el último tramo del año con buenas perspectivas, pero el entorno dista de ser favorable a la complacencia.

La eurozona sube una marcha. En este entorno internacional globalmente positivo, pero con importantes focos de riesgo, el crecimiento de la eurozona finalmente gana firmeza tras años de titubeo. En concreto, en el 2T 2017, el PIB de la eurozona avanzó un 2,2% interanual y superó la barrera del 2% por primera vez desde la salida de la recesión de 2011-2013 y dio continuidad a la mayor fortaleza que viene mostrando en los últimos trimestres. Además, esta mayor fortaleza es generalizada entre países y sectores, como ilustra el ritmo de crecimiento más sólido en las principales economías de la eurozona en el 2T (Alemania, 2,1%; Francia, 1,7%, e Italia, 1,5%). La mejora del tono de la eurozona se debe a la confluencia de distintos elementos. A los factores de apoyo de los últimos trimestres (a saber, las condiciones financieras acomodaticias y un precio del petróleo en niveles relativamente bajos), se le han sumado una reducción de las fuentes de riesgo doméstico y una mayor confianza en la recuperación. Ello nos ha llevado, desde CaixaBank Research, a revisar al alza las perspectivas de crecimiento de la eurozona hasta el 2,2% para 2017 y el 2,0% para 2018. Así también lo viene leyendo el Banco Central Europeo (BCE), que a lo largo del primer semestre

del año mejoró repetidamente el mapa de riesgos. Además, en julio, esta buena progresión llevó a la entidad a comunicar que en otoño preparará un rediseño de la política monetaria. Todo ello indica que, a lo largo de 2018, el BCE acompañará la consolidación del crecimiento con una retirada gradual de su programa de compra de activos. No obstante, más allá de estas mejores perspectivas a corto plazo, la eurozona se enfrenta al reto de potenciar una aceleración del crecimiento a largo plazo e ilusionar a los ciudadanos con una economía más vigorosa y un proyecto político más integrador. En este sentido, las negociaciones del *brexit*, que inicialmente aparecieron como un golpe a la integración europea, abren la posibilidad de que se intensifiquen las propuestas para potenciar el proyecto europeo. Precisamente, en el Dossier de este mes, «El momento de Europa», el lector encontrará un análisis de la situación en la que se encuentra el proceso de construcción política y económica de Europa.

La economía española avanza a un ritmo robusto. La actividad de la economía española mantiene una excepcional trayectoria de crecimiento, como lo atestigua el avance del 3,1% interanual del PIB en el 2T, encadenando nueve trimestres consecutivos con tasas de crecimiento superiores al 3%. En los últimos años, esta buena dinámica se ha apoyado en factores internos (reformas estructurales y ganancias en competitividad) y externos (condiciones financieras acomodaticias y un precio del petróleo en cotas relativamente bajas) a los que, recientemente, hay que añadir una mayor firmeza en las economías vecinas de la eurozona. Así, el escenario de CaixaBank Research contempla que el crecimiento se mantendrá en cotas elevadas en los próximos trimestres, aunque se irá desacelerando a medida que el efecto de algunos factores de apoyo transitorios (el precio del petróleo y la apreciación del euro) vaya perdiendo intensidad. Esta fortaleza de la actividad de la economía española también se refleja en el mercado laboral, con un descenso acumulado de 2,8 p. p. en la tasa de paro en el último año. Asimismo, el crecimiento económico está facilitando la consecución del objetivo de déficit (del 3,1% en 2017). Pero, en este contexto propicio, lejos de ser complacientes, sería deseable seguir impulsando una agenda de reformas que permita, en el futuro, afrontar con mayor solidez coyunturas menos favorables.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2015	2016	2017	2018	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,5	3,7	3,4	3,5	3,6	3,6	3,8	3,7
Países desarrollados	2,1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,1	2,2	2,0
Estados Unidos	2,9	1,5	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,3	2,4	2,2
Eurozona	1,9	1,7	2,2	2,0	1,9	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1
Alemania	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	2,1	1,9
Francia	1,0	1,1	1,7	1,7	1,1	1,7	2,0	2,0	1,8	1,7
Italia	0,7	1,0	1,4	1,1	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
Portugal	1,6	1,4	2,7	2,2	2,8	2,9	2,6	2,5	2,1	2,2
España	3,2	3,2	3,1	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	2,8
Japón	1,1	1,0	1,7	1,0	1,4	2,1	1,9	1,5	1,4	0,7
Reino Unido	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,7	1,5	1,1	1,2	1,4
Países emergentes	4,2	4,1	4,5	4,8	4,5	4,5	4,5	4,6	4,9	4,8
China	6,9	6,7	6,8	6,3	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	6,4
India	7,5	7,9	6,3	7,3	6,1	5,7	6,5	7,0	7,0	7,2
Indonesia	4,9	5,0	5,1	5,5	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,5
Brasil	-3,8	-3,6	0,7	2,1	-0,4	0,3	1,0	2,0	2,2	2,0
México	2,7	2,3	1,9	2,1	2,8	1,8	2,0	1,2	1,5	2,0
Chile	2,3	1,6	1,3	2,6	0,1	0,9	2,1	2,2	2,5	2,6
Rusia	-2,8	-0,2	1,6	1,7	0,5	2,5	1,6	1,9	1,6	1,7
Turquía	6,0	2,9	3,7	3,2	5,0	4,0	3,0	2,9	3,0	3,1
Polonia	3,9	2,7	4,1	3,1	4,2	4,3	4,5	3,4	3,1	2,8
Sudáfrica	1,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,2	0,5	0,9	1,5	1,6
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,2	3,3	3,2	3,0	3,2	3,5	3,2	3,4
Países desarrollados	0,3	0,8	1,6	1,7	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7
Estados Unidos	0,1	1,3	1,9	2,0	2,5	1,9	1,7	1,5	1,3	2,0
Eurozona	0,0	0,2	1,6	1,6	1,8	1,5	1,4	1,5	1,4	1,6
Alemania	0,1	0,4	1,7	1,7	1,9	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
Francia	0,1	0,3	1,3	1,4	1,5	1,0	1,2	1,4	1,3	1,5
Italia	0,1	0,0	1,5	1,3	1,4	1,6	1,4	1,5	1,3	1,4
Portugal	0,5	0,6	1,5	1,6	1,4	1,7	1,4	1,5	1,4	1,6
España	-0,5	-0,2	1,8	1,5	2,7	2,0	1,5	1,0	0,6	1,3
Japón	0,8	-0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,5	0,2	0,8	0,6
Reino Unido	0,0	0,7	2,6	2,4	2,1	2,7	2,6	2,8	2,5	2,5
Países emergentes	4,7	4,4	4,4	4,3	4,2	4,0	4,4	4,9	4,5	4,6
China	1,4	2,0	1,9	2,2	1,4	1,4	2,1	2,9	2,2	2,6
India	4,9	4,9	3,5	3,9	3,6	2,2	3,5	4,8	4,8	4,1
Indonesia	6,4	3,5	3,9	4,3	3,6	4,3	3,9	3,9	3,8	4,3
Brasil	9,0	8,8	3,8	4,3	4,9	3,6	3,2	3,5	4,5	4,2
México	2,7	2,8	5,8	3,8	5,0	6,1	6,2	6,0	4,0	3,8
Chile	4,3	3,8	2,6	3,1	2,8	2,3	2,6	2,6	3,0	3,1
Rusia	15,5	7,1	4,3	4,6	4,6	4,2	4,2	4,1	4,2	4,5
Turquía	7,7	7,8	10,4	7,9	10,2	11,5	10,4	9,5	8,4	8,2
Polonia	-0,7	-0,2	1,7	2,3	1,7	1,5	1,7	2,0	2,1	2,3
Sudáfrica	4,6	6,3	5,5	5,3	6,3	5,3	5,0	5,3	4,7	5,1

Previsiones

Economía española

	2015	2016	2017	2018	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,8	3,2	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,5	2,6	2,5
Consumo de las AA. PP.	2,0	0,8	1,1	0,9	0,5	1,3	1,0	1,4	0,9	0,9
Formación bruta de capital fijo	6,0	3,1	4,2	3,5	3,9	3,4	4,6	5,0	3,8	3,8
Bienes de equipo	8,8	5,0	5,3	3,5	5,4	4,1	5,4	6,5	3,6	4,0
Construcción	4,9	1,9	3,5	3,6	2,9	3,0	3,9	4,1	4,0	3,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,5	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,4	6,3	4,4	7,3	4,5	7,1	6,1	4,2	4,6
Importación de bienes y servicios	5,6	3,3	4,8	3,3	5,7	2,8	5,9	4,9	2,6	3,8
Producto interior bruto	3,2	3,2	3,1	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	2,8
Otras variables										
Empleo	3,0	2,9	2,7	2,3	2,5	2,8	2,5	3,1	2,7	2,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,2	15,5	18,8	17,2	16,3	16,3	16,7	15,5
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,2	1,8	1,5	2,7	2,0	1,5	1,0	0,6	1,3
Costes laborales unitarios	0,2	-0,4	-0,1	1,0	0,0	-0,4	-0,2	0,3	0,3	1,2
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	1,9	2,0	1,8	1,9	1,7	1,8	2,0	1,9	1,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	2,1	2,2	2,0	2,1	1,9	2,0	2,2	2,1	2,1
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	1,11	1,94	0,79	1,05	1,25	1,33	1,58	1,83
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,29	1,99	1,07	1,20	1,34	1,54	1,73	1,20
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,82	2,43	1,75	1,75	1,76	2,02	2,21	1,75
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,41	2,52	1,23	1,28	1,39	1,75	2,09	1,28
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,42	3,31	2,44	2,26	2,30	2,69	2,99	2,26
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	-0,26	-0,33	-0,33	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,12	0,00	-0,10	-0,13	-0,14	-0,10	-0,07	-0,04
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,69	-0,29	-0,78	-0,74	-0,67	-0,57	-0,50	-0,40
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,43	0,85	0,34	0,31	0,46	0,60	0,66	0,71
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,12	1,16	1,07	1,10	1,17	1,16	1,15	1,16
¥/€	134,33	120,30	125,70	130,54	121,05	122,21	129,65	129,91	130,13	130,41
£/€	0,73	0,82	0,87	0,85	0,86	0,86	0,89	0,89	0,87	0,85
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,64	45,04	52,65	59,21	54,68	50,92	51,01	54,00	56,83	58,50
Brent (€/barril)	48,33	40,73	46,99	51,07	51,35	46,34	43,92	46,36	49,35	50,58

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

Previsiones

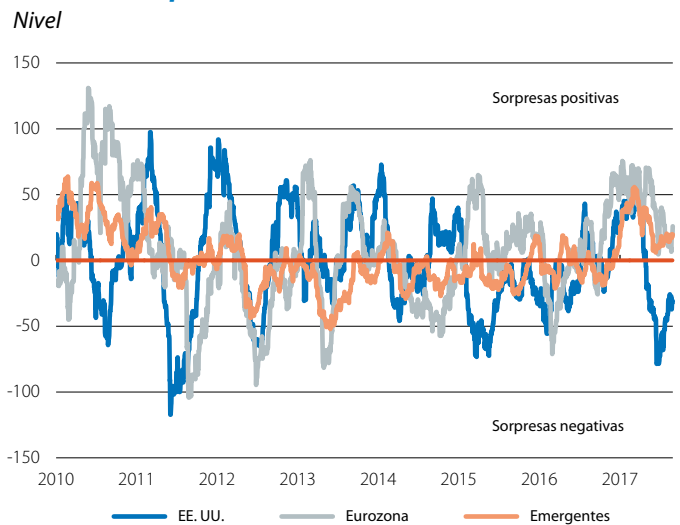
COYUNTURA · Un verano plácido en los mercados financieros

La política monetaria vuelve a escena tras un periodo vacacional tranquilo. En julio y agosto, los mercados financieros globales mantuvieron un tono constructivo, en un contexto de mayor firmeza del escenario macroeconómico mundial y bajos niveles de volatilidad financiera. En las economías avanzadas, los inversores cuentan con unas mejores perspectivas económicas gracias a la mayor fortaleza de la eurozona y a un avance de la actividad en EE. UU. que se mantiene sólido. Así, los mensajes procedentes de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) a lo largo de julio y agosto apuntaron a reajustes en la política monetaria para los próximos meses. En el caso de la Fed, ello pasa por el inicio de la reducción del balance, con una estrategia que fue recibida sin sobresaltos por los inversores y que podría ponerse en marcha tras la reunión de este septiembre. Por su parte, en la eurozona, los inversores esperan que la mejora del escenario económico se refleje en un BCE menos acomodaticio, con una reducción gradual del programa de compra de activos (QE) a lo largo de 2018. Finalmente, la reorientación de la política monetaria de la Fed y el BCE se produce en un contexto en el que los inversores también han revisado al alza las perspectivas macroeconómicas de las economías emergentes.

El escenario no está exento de riesgos, pese a la baja volatilidad. Los indicadores de volatilidad, como el VIX (volatilidad en renta variable) y el MOVE (volatilidad en renta fija), se mantuvieron en niveles muy bajos a lo largo del verano, con la excepción de un breve repunte en respuesta a la escalada de tensión geopolítica entre EE. UU. y Corea del Norte. Este episodio, que en agosto se saldó sin consecuencias graves, sirve de recordatorio de que la incertidumbre política se mantiene como un factor de riesgo latente. Adicionalmente, en los próximos meses será clave que se disipen las dudas surgidas a raíz de algunos indicadores macroeconómicos en EE. UU. por debajo de lo esperado. Ello es especialmente importante para convencer a los inversores de que la Fed proseguirá con la normalización gradual de las condiciones financieras, dado que actualmente las cotizaciones reflejan ciertas dudas al respecto. En la misma línea, los elevados niveles en los que se encuentra la renta variable estadounidense también constituyen una fuente de preocupación. Finalmente, cabe no olvidar que la capacidad de la OPEP para reducir el exceso de oferta de petróleo y las condiciones financieras de China se mantienen como fuentes de riesgo.

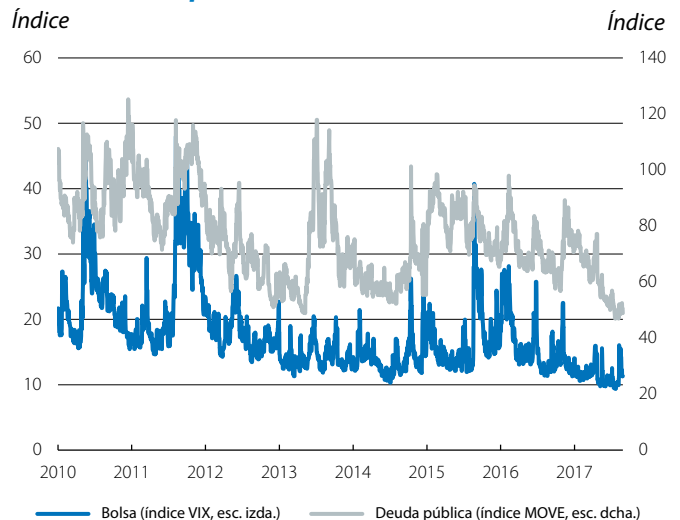
Pausa en las bolsas de las principales economías avanzadas. En el contexto de las importantes ganancias que acumulan los principales mercados de acciones desde el inicio del año (S&P 500, +10,4%; Nikkei, +2,8%; FTSE 100, +4,0%; DAX, +5,0%; CAC, +4,6%, e Ibex 35, +10,1%), en verano la evolución de las bolsas estuvo marcada por una relativa tranquilidad. Tras el menor dinamismo de junio, en julio, los principales índices tuvieron un tono más constructivo y, en agosto, se impusieron los bajos

Índice de sorpresas económicas



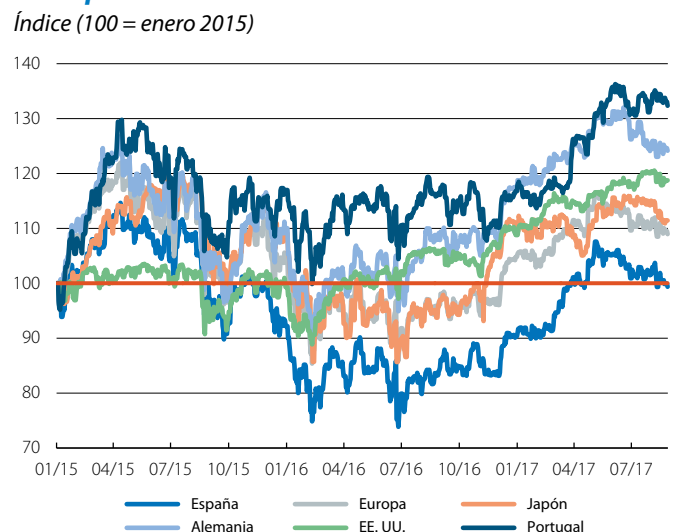
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

Principales bolsas avanzadas



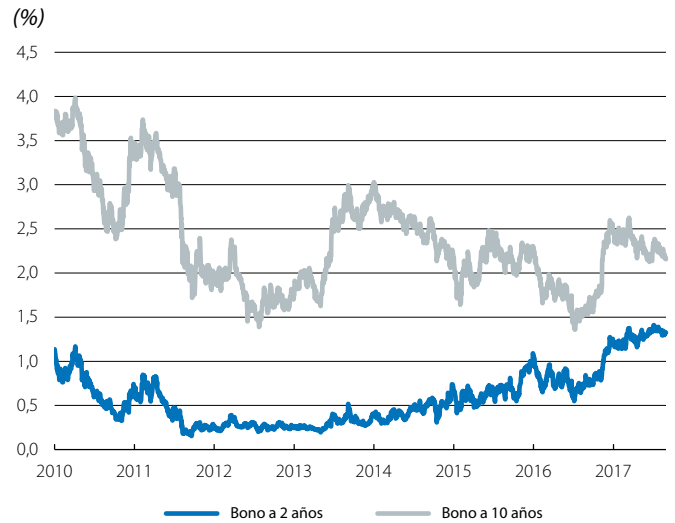
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

volúmenes de negociación. Sin embargo, en la semana del 7 al 13 de agosto, la escalada de tensión geopolítica entre EE. UU. y Corea del Norte se saldó con un repunte de la volatilidad y retrocesos en las bolsas. Por regiones, la bolsa estadounidense sigue marcando máximos, mientras que las bolsas de la eurozona muestran un tono más moderado y, en Alemania, concretamente, se mantuvo la tendencia a la baja de los últimos meses.

La Fed, lista para normalizar su balance. Los mensajes procedentes de la Fed a lo largo del verano reiteraron la confianza en las perspectivas de la economía estadounidense y la intención de proseguir con la normalización de la política monetaria. En la reunión de julio, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo el tipo de interés oficial en el intervalo 1,00%-1,25%, tal como se esperaba tras haberlo aumentado ya en dos ocasiones en la primera mitad del año, y apuntó la intención de empezar a reducir el tamaño del balance de la Fed «relativamente pronto». El consenso de analistas, en consonancia con el escenario de CaixaBank Research, espera que el anuncio se haga oficial en la próxima reunión de septiembre. Además, las actas de la reunión, así como las declaraciones de los miembros del FOMC a lo largo de julio y agosto, muestran que, a pesar de algunos datos por debajo de lo esperado, el FOMC mantiene un escenario de crecimiento sólido de la actividad y un aumento escalonado de la inflación hacia el objetivo del 2%, por lo que sus miembros reiteraron la adecuación de proseguir con aumentos graduales del tipo de referencia en los próximos trimestres. Sin embargo, al lado de estos mensajes de la Fed, contrasta la continuidad, durante los meses de julio y agosto, de la dinámica a la baja de los tipos de interés de la deuda soberana estadounidense, más marcada en los vencimientos a más largo plazo.

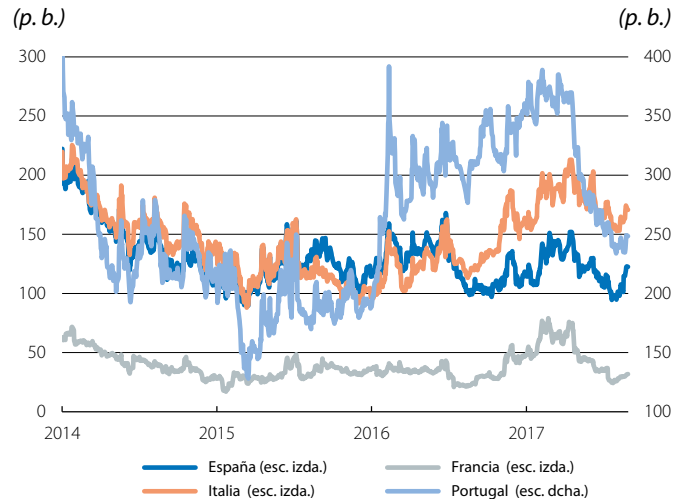
El BCE prepara un rediseño de la política monetaria con mayor confianza en las perspectivas de la eurozona. Como se esperaba, en la reunión de julio, el BCE no realizó cambios en los parámetros de la política monetaria y remarcó que la implementación del QE proseguirá hasta finales de año según lo planeado (compras netas por valor de 60.000 millones de euros mensuales). Sin embargo, tanto en esta reunión como a lo largo del verano, el BCE ha reforzado el mensaje de unas perspectivas más firmes para la actividad de la eurozona. Además, tras mejorar los riesgos alrededor del escenario de crecimiento, los últimos mensajes del BCE indican también una mayor confianza en la recuperación a medio plazo de la inflación, sustentada en el avance de la actividad y la desaparición de lastres temporales. Por ello, en la rueda de prensa posterior a la reunión de julio, Draghi indicó que este otoño el BCE discutirá el diseño de la política monetaria de los próximos trimestres y enfatizó la intención de que se base en una estrategia de persistencia, paciencia y prudencia. Con ello, apunta a una retirada gradual del estímulo que no comprometa la mejora de las perspectivas económicas de la eurozona. Ante estos anuncios, los mercados de deuda soberana de la eurozona mantuvieron un buen tono a lo largo del verano y las primas de riesgo soberanas se mostraron contenidas.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



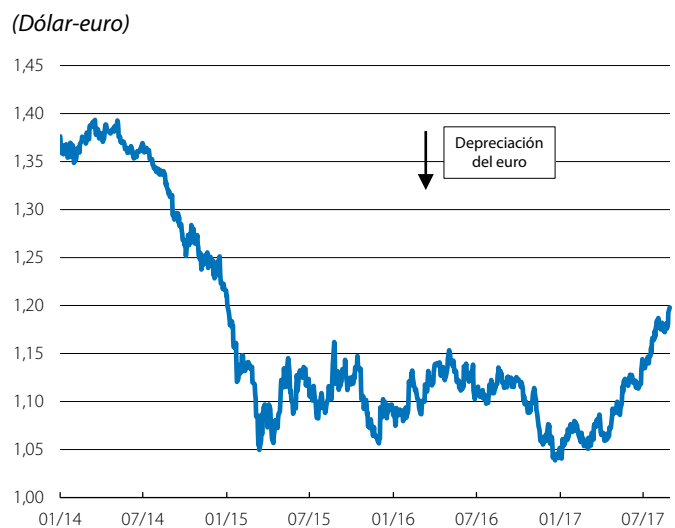
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

El euro se aprecia ante la mayor fortaleza económica de la eurozona. A lo largo del verano, el euro acentuó la tendencia a apreciarse que venía mostrando en los últimos meses, apoyado en las revisiones al alza del escenario macroeconómico de la eurozona. A lo largo de julio y agosto, el euro no solo alcanzó máximos de los últimos dos años en su cruce con el dólar (llegando a superar puntualmente los 1,20 dólares), sino que, respecto a una cesta de 19 divisas correspondientes a los principales socios comerciales de la eurozona, alcanzó niveles máximos desde el verano de 2014.

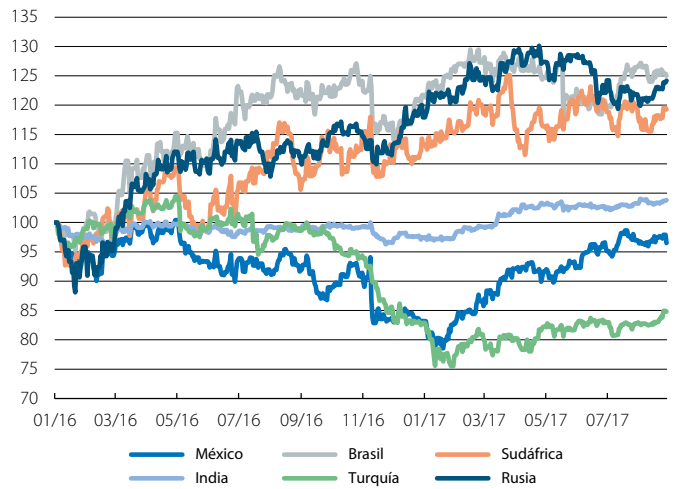
Fortaleza de las divisas emergentes. Entre julio y agosto, las divisas emergentes mostraron una ligera tendencia a apreciarse. La mejora del crecimiento económico en el bloque emergente; la publicación, en los últimos meses, de algunos indicadores por debajo de lo esperado en EE. UU., y la persistencia de la incertidumbre alrededor de la agenda de la nueva Administración de EE. UU. están contribuyendo a la debilidad del dólar y a la fortaleza de las divisas de las principales economías emergentes en su cruce con el dólar. De hecho, con la excepción de la lira turca, todas ellas ya han corregido plenamente la depreciación que sufrieron a finales de 2016 con la victoria de Trump en las elecciones presidenciales estadounidenses. En el transcurso del verano, destacó especialmente el buen tono del real brasileño, con una apreciación del 4,4% frente al dólar entre julio y agosto que se vio apoyada por un crecimiento positivo del PIB brasileño en el 2T 2017 por segundo trimestre consecutivo, con el que Brasil abandonó la situación de recesión técnica.

Las bolsas emergentes avanzan a un ritmo robusto. El índice global MSCI de la bolsa emergente ganó un 7,6% en el conjunto de julio y agosto. Los avances estuvieron liderados por América Latina y, concretamente, Brasil (Ibovespa +12,6%), cuya bolsa parte de niveles bajos a raíz de la recesión en la que se encontraba inmersa la economía. También fueron destacables los avances de la bolsa rusa (+9,5%), otra economía que abandonó la recesión en los últimos meses y que, además, en verano, se vio favorecida por la recuperación del precio del petróleo.

El precio del petróleo repunta y se estabiliza por encima de los 50 dólares por barril. El petróleo empezó el verano por debajo de los 50 dólares, sin un rumbo claro y mostrando cierta debilidad por las dudas acerca de la capacidad de la OPEP de limitar su producción. Sin embargo, después de la última reunión de la OPEP a finales de julio, el barril de Brent rebotó y se situó alrededor de los 52 dólares, nivel en el que se mantuvo relativamente estable a lo largo de agosto. La reunión de la OPEP se saldó sin novedades respecto a Libia y Nigeria, países miembros del cartel que, pese al aumento considerable de su producción en los últimos meses, seguirán exentos de los recortes acordados. Sin embargo, Arabia Saudí anunció la intención de recortar considerablemente sus exportaciones. Este anuncio, junto con la reducción de los inventarios de crudo en EE. UU., apoyó la recuperación del petróleo en agosto por encima de los 50 dólares.

Divisas emergentes frente al dólar

Índice (100 = enero 2016)



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

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.

FOCUS · ¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?

Los presidentes de la Fed y el BCE, J. Yellen y M. Draghi, han defendido que los bajos tipos de interés responden no solo a factores cíclicos, sino también a cambios estructurales. Ahora que estos bancos centrales se mueven hacia una política monetaria menos acomodaticia, nos preguntamos cuáles son estos elementos estructurales y cómo influirán en el proceso de normalización.

Para ello, debemos introducir el concepto de tipo de interés de equilibrio o natural: aquel que, a finales del siglo XIX, Knut Wicksell definió como el que equilibra la oferta de ahorro y la demanda de inversión. Por encima del tipo natural, la demanda de inversión es insuficiente y deprime la actividad y los precios. Por debajo del tipo natural, la demanda de inversión sobrecalienta la actividad y genera presiones inflacionistas. En otras palabras, es el tipo que sitúa el crecimiento de la economía en su potencial y estabiliza la inflación.

Así, el grado de estímulo o endurecimiento monetario que consigue un banco central depende de cuán lejos se encuentre su tipo de referencia del tipo natural. El concepto es relevante porque los cambios que afectan al ahorro y a la inversión, ya sean cíclicos o estructurales, inciden en el tipo de equilibrio y, por lo tanto, en el tipo de interés que debería fijar el banco central para conseguir sus objetivos.

Sin embargo, el tipo natural es un concepto teórico y solo podemos observarlo de manera indirecta. De hecho, la visión de Yellen y Draghi se basa en que, en los últimos 40 años, se ha producido un declive de los tipos de interés de mercado sin repuntes de la inflación ni un sobrecalentamiento de la demanda agregada. Por ello deducen que, si los menores tipos observados no han estimulado demasiado la economía, no deben de andar lejos del tipo natural, que también habría disminuido. Precisamente, a partir de técnicas estadísticas que formalizan esta intuición, se estima que el tipo de interés natural ha seguido una tendencia a la baja desde finales de la década de los ochenta, aunque la magnitud exacta de este declive varía según la metodología utilizada.¹

Además, las estimaciones muestran que el declive es generalizado entre las principales economías avanzadas, si se apunta a factores globales: algunos habrían aumentado la propensión a ahorrar (demografía, preferencia por activos seguros y mayor desigualdad) y otros habrían reducido la propensión a invertir (pesimismo sobre el crecimiento futuro y aumento del peso de sectores menos intensivos en capital físico). El abanico es amplio, pero la evidencia empírica disponible destaca, sobre todo, el papel de la demografía y la mayor preferencia por activos seguros.²

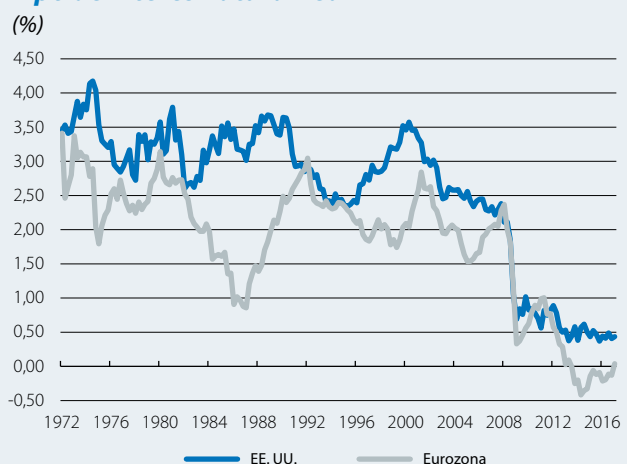
1. Véase Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Papers. La estimación de la tendencia a la baja es robusta al tipo de metodología utilizada.

En primer lugar, en las últimas décadas, el envejecimiento de la población de las economías avanzadas ha comportado un aumento de la proporción de población en edad de trabajar que ahorra para la jubilación. A la par, la mayor longevidad incentiva a ahorrar más para una jubilación más larga. En un futuro, el envejecimiento podría volver a empujar al alza el tipo natural al aumentar la proporción de jubilados, que reducen el volumen de sus ahorros. No obstante, vidas laborales más largas o la expectativa de menores pensiones de jubilación podrían seguir presionando los tipos a la baja. En cualquier caso, estos son procesos lentos y, por el momento, la demografía mantendrá el lastre sobre los tipos de interés.

En segundo lugar, las fluctuaciones del tipo natural están inversamente correlacionadas con la incertidumbre macroeconómica.³ En este sentido, es relevante el aumento de aversión al riesgo tras las crisis asiáticas de la década de los noventa y la crisis financiera de 2007, que provocaron un incremento de la demanda de activos seguros. Sin embargo, con el avance de la expansión económica, la aversión al riesgo está disminuyendo y se está corrigiendo la mayor preferencia por activos seguros de los últimos 20 años. A ello se le podría sumar el desvanecimiento de otros factores a corto plazo que, herencia de la recesión, presionan a la baja al tipo natural. Por ejemplo, el elevado endeudamiento todavía restringe la capacidad de gasto e inversión y reduce la sensibilidad de la actividad a los tipos de interés.

En definitiva, a corto plazo, algunos de los factores que presionan a la baja el tipo natural perderán fuerza, pero otros seguirán presentes y apoyarán una normalización monetaria gradual. A largo plazo, será la evolución de los factores de fondo (demografía, productividad y desigualdad) la que regirá los parámetros de la política monetaria futura.

Tipo de interés natural real



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Holston, Laubach y Williams (2016).

2. Véase Gagnon, E. et al. (2016), «Understanding the New Normal: The Role of Demographics», Consejo de la Reserva Federal de Washington, y Del Negro, M. et al. (2017), «Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest», Reserva Federal de Nueva York.

3. Lansing, J. L. (2017), «R-star, Uncertainty, and Monetary Policy», FRBSF Working Papers.

FOCUS · El dilema de la OPEP y el fin del *contango* en el mercado del crudo

Uno de los elementos que está permitiendo que el precio del petróleo se mantenga en cotas relativamente bajas es el fuerte aumento de la capacidad de producción de los productores de petróleo no convencional y, en especial, del auge del *shale oil* en EE. UU. Ello es globalmente positivo, pero los países de la OPEP están viendo cómo pierden cuota de mercado y, sobre todo, cómo se deteriora su situación fiscal, en general muy dependiente de los ingresos del sector petrolífero. La respuesta de los países de la OPEP no se ha hecho esperar, pero la estrategia para hacer frente al auge del *shale* es más difícil de lo que parece.

Por un lado, los países de la OPEP intentan aumentar los ingresos procedentes del petróleo para mejorar la situación fiscal. Ello, en parte, pasa por tomar medidas que presionen el precio al alza. Pero, por otro lado, un precio del barril más alto favorece a aquellos productores de petróleo que tienen un mayor coste de producción, como los de *shale*, por ejemplo, y les permite aumentar su producción.

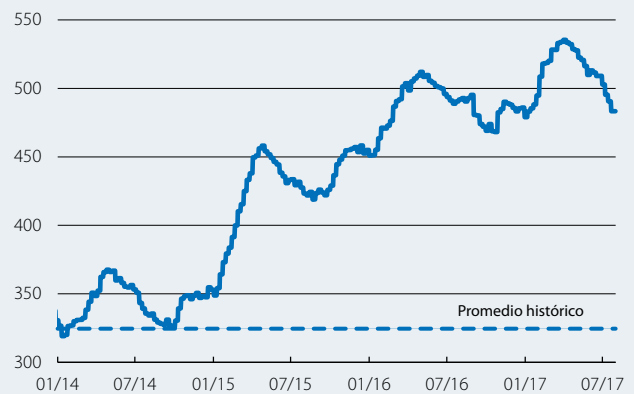
Para que la estrategia de la OPEP sea lo más efectiva posible para sus intereses, no solo es relevante el precio actual, sino también el precio esperado en el futuro. Esto se debe a la diferencia en el modelo de negocio de los distintos productores de petróleo. Por un lado, los países de la OPEP y sus aliados disfrutan de costes de producción muy bajos, la vida media de los pozos de petróleo es relativamente larga y tienen una capacidad de producción bastante flexible. En cambio, los productores de petróleo no convencional, y en especial los de *shale*, deben invertir permanentemente para mantener el nivel de producción, ya que la vida media de sus pozos es relativamente corta. Las decisiones de inversión, por tanto, están muy ligadas al precio esperado a corto y medio plazo, y los costes de financiación también. Así, cuando, por ejemplo, se espera un aumento del precio, se reducen sus costes de financiación y aumenta su capacidad de inversión. En última instancia, estos productores pueden asegurar el precio de venta de su producción en el mercado de futuros.

Durante los últimos años, los precios del petróleo han permanecido en una situación de *contango*, es decir, que los precios a futuro se han situado por encima del precio al contado, lo que ha beneficiado a los productores de *shale*. En parte, ello es debido a la presión a la baja sobre el precio *spot* que está ejerciendo el fuerte exceso de reservas. Es por ello que la OPEP anunció el pasado mes de noviembre un recorte de su producción, un acuerdo que en el mes de mayo extendió hasta marzo de 2018.

Las medidas tomadas por los países de la OPEP parece que están empezando a surtir efecto (véase el primer gráfico). De todas formas, aunque el descenso de las existencias desde niveles máximos ha sido pronunciado, parte se explica por efectos estacionales y el nivel absoluto todavía se sitúa lejos del promedio histórico de 325 millones de barriles, una cifra que es utilizada como referencia para valorar cuándo el mercado está en equilibrio. Asimismo es destacable que, tras las medidas tomadas por la OPEP, el mercado de futuros se ha acercado a una estructura de precios más favorable a los intereses de los países del cartel (véase el segundo gráfico).

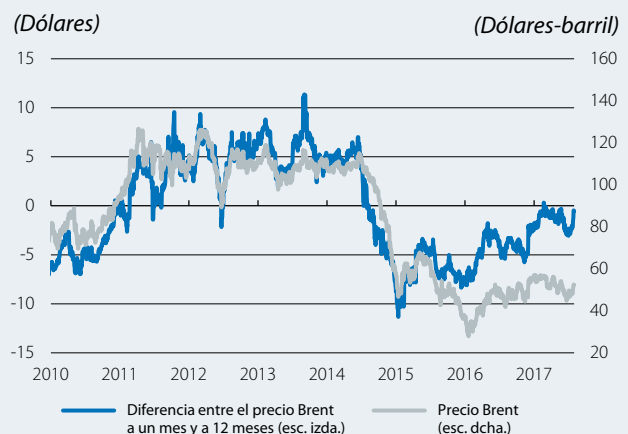
Una vez normalizado el nivel de existencias, la OPEP podrá volver a niveles de producción más elevados, siempre que se haga de forma paulatina y, sobre todo, sin que genere un nuevo exceso de producción.

Existencias de crudo en EE. UU. *
(Millones de barriles)



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

Precio del crudo: al contado y diferencial de los futuros



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-ago	31-jul	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	-1,0	-3,0
Euríbor 12 meses	-0,16	-0,15	-1	-7,8	-10,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,73	-0,67	-6	7,1	-12,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,73	-0,68	-5	3,6	-11,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,36	0,54	-18	15,2	42,5
Deuda pública a 10 años (España)	1,56	1,50	6	17,6	54,7
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	120	96	24	2,4	12,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,25	1,25	0	50,0	75,0
Líbor 3 meses	1,32	1,31	1	32,2	48,1
Líbor 12 meses	1,71	1,73	-2	2,4	15,3
Deuda pública a 1 año	1,22	1,21	1	40,9	62,9
Deuda pública a 2 años	1,33	1,35	-2	14,2	52,5
Deuda pública a 10 años	2,12	2,29	-17	-32,4	54,0

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	52	3	-16,9	-12,4
Itraxx Financiero Sénior	53	50	3	-40,1	-36,9
Itraxx Financiero Subordinado	124	118	6	-97,8	-79,8

Tipos de cambio

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,191	1,184	0,6	13,2	6,7
¥/€	130,980	130,570	0,3	6,5	13,5
£/€	0,921	0,896	2,8	7,9	8,5
¥/\$	109,980	110,260	-0,3	-6,0	6,3

Materias primas

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	435,6	441,7	-1,4	3,0	8,2
Brent (\$/barril)	52,4	52,7	-0,5	-7,8	11,4
Oro (\$/onza)	1.321,4	1.269,4	4,1	14,7	0,9

Renta variable

	31-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.471,7	2.470,3	0,1	10,4	13,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.421,5	3.449,4	-0,8	4,0	13,2
Ibex 35 (España)	10.299,5	10.502,2	-1,9	10,1	18,2
Nikkei 225 (Japón)	19.646,2	19.925,2	-1,4	3,2	16,3
MSCI emergentes	1.087,7	1.066,2	2,0	26,1	21,7
Nasdaq (EE. UU.)	6.428,7	6.348,1	1,3	19,4	23,3

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

COYUNTURA · El crecimiento mundial se mantiene firme

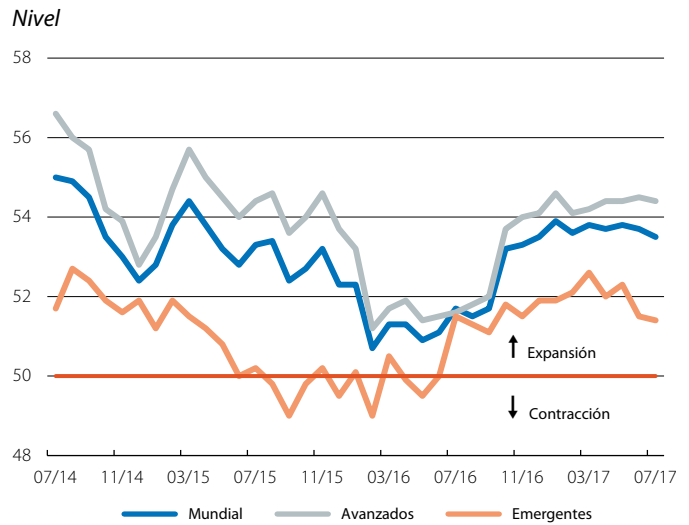
El ritmo de actividad global sigue siendo robusto. Los meses de verano están deparando escasas sorpresas en materia de evolución del ciclo de crecimiento mundial. Así, si se atiende a las señales que proporcionan los indicadores de actividad PMI, el pulso económico mundial es similar al de antes del verano, en especial gracias al apoyo de los avanzados. Los emergentes, en cambio, han aflojado algo el ritmo, si bien cabe señalar que se mantienen claramente situados por encima del nivel de 50, lo que implica que su actividad está en expansión. Esta evolución, que refleja adecuadamente el tono general de la coyuntura, refuerza la visión de que la economía mundial va camino de crecer un 3,5% en 2017. Se trata de una aceleración apreciable respecto a 2016, cuando el avance del PIB fue del 3,1%. Por lo que se refiere al balance de riesgos, estos siguen a la baja, ya que los principales frentes abiertos antes del verano (geopolíticos, políticos y estrictamente económicos) se mantienen sin excesivos cambios.

ESTADOS UNIDOS

La economía de EE. UU. acelera en el 2T. En dicho periodo, el PIB creció un 0,8% intertrimestral frente al 0,3% del 1T. En términos interanuales, el PIB avanzó un 2,2% (2,0% en el trimestre precedente), aunque hay que señalar que la variación interanual está afectada a la baja por el hecho de que se ha realizado la revisión de la serie histórica y el nivel de 2015 es más alto de lo anteriormente publicado. Por componentes de la demanda, la aceleración del ritmo de crecimiento se debió, en buena parte, a la mejora del avance del consumo privado y al repunte del consumo público. Asimismo, este trimestre, el componente de existencias no contribuyó negativamente, tal y como sí lo hizo en el 1T. Partiendo de los datos de contabilidad nacional del 2T, cabe preguntarse cuáles son las perspectivas inmediatas de la actividad en EE. UU. De entrada, cabe señalar que esta composición del avance del PIB por sí sola sugiere que el crecimiento tiene recorrido alcista, ya que pivota en gran medida sobre el consumo de las familias, un macroagregado que representa un 70% del PIB y que, además, acostumbra a mostrar inercia.

Ritmo de actividad sostenido en el 3T. A la buena composición del crecimiento en el 2T se le suma el hecho de que los primeros indicadores de actividad del 3T sugieren que el ritmo de actividad se está manteniendo en cotas similares a las del trimestre precedente. En particular, los indicadores de consumo apuntan a que el gasto de los hogares sigue mostrándose vigoroso. Se trata, en gran medida, del resultado del buen momento del mercado laboral. Así, en julio, se crearon 209.000 empleos, una cifra que sigue al también dinámico registro de junio, cuando se sumaron a la economía 231.000 empleos netos. En este contexto laboral expansivo, la tasa de paro disminuyó 1 décima porcentual en julio, hasta el 4,3%. El

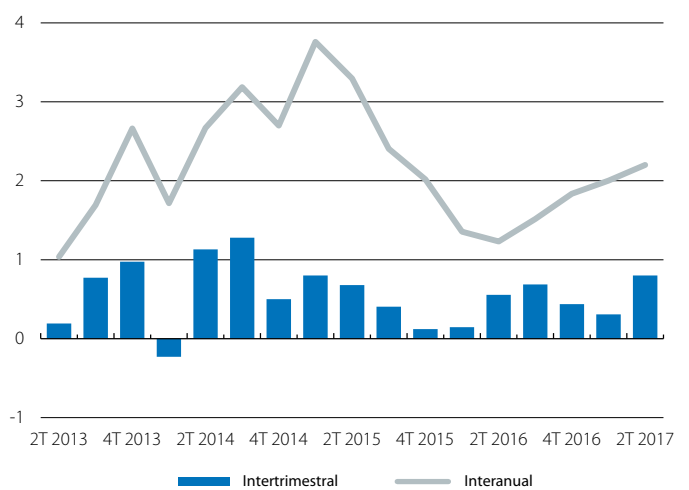
Indicadores de actividad: PMI



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

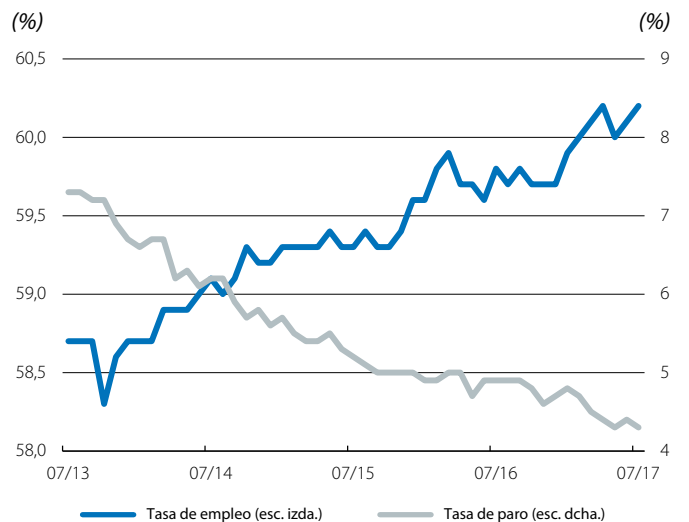
EE. UU.: PIB

Variación intertrimestral e interanual (%)



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

EE. UU.: mercado laboral



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

avance de los salarios, por su parte, se mantuvo en el 2,5% interanual.

Inflación contenida. No deja de ser paradójico, al menos en cierta medida, que, en un contexto de madurez del ciclo económico y con el ritmo de actividad en aceleración, la evolución de la inflación sea a la baja. Si en enero el IPC se situaba en niveles un 2,5% mayores a los de un año antes, en julio el avance interanual era de un 1,7%. Dado que el núcleo subyacente (sin alimentos ni energía) también se ha desacelerado, del 2,3% en enero al 1,7% en julio, no cabe achacar a factores volátiles como el petróleo la contenida evolución de los precios. En este contexto, ¿qué acciones de política monetaria cabe esperar por parte de la Fed? El elemento central de la valoración de la Fed, de acuerdo a lo que se desprende de sus actas de julio, es la consideración de que esta remisión de la inflación es un desarrollo temporal y que, a medio plazo, se recuperará hacia la zona del 2% anual. De esta lectura se desprende que, en los próximos meses, cabe esperar el inicio del proceso de reducción del balance del banco central junto con un paulatino aumento del tipo de interés de referencia.

JAPÓN

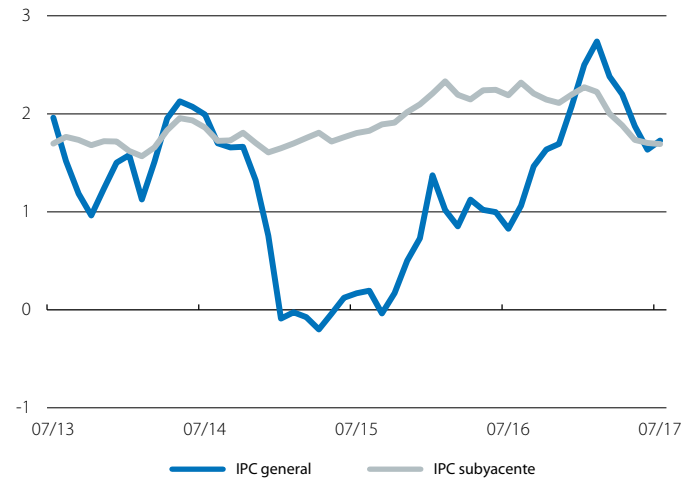
Fuerte crecimiento en Japón. En el 2T 2017, el PIB avanzó un dinámico 1,0% intertrimestral (2,1% interanual), por encima del 0,4% del trimestre anterior, con lo que se encadenan seis trimestres consecutivos de crecimiento positivo, algo que no sucedía desde 2006. El crecimiento se apoyó en el buen tono de la inversión, en especial la pública, y en el incremento del consumo privado. A diferencia de los trimestres anteriores, las exportaciones retrocedieron en términos reales. Más allá de la rotundidad del dato, dada la ausencia de reformas estructurales de calado y la propia volatilidad de la serie de PIB nipona, cabe esperar que en los próximos trimestres el ritmo de avance, aun siendo positivo, sea significativamente menor. Asimismo, cabe mencionar que, como sucede en EE. UU., este mejor ritmo del crecimiento coexiste con una evolución de los precios que revela la inexistencia de tensiones inflacionistas (en julio, crecimiento del 0,5% interanual).

EMERGENTES

Tono satisfactorio de los emergentes, aunque las fuentes de incertidumbre se mantienen. Tal como se mencionaba anteriormente, los emergentes, en su conjunto, mantienen un ritmo de actividad notable. Así lo atestigua, por ejemplo, el indicador del IIF, que estima el crecimiento agregado de los emergentes principales (IIF *growth tracker*) y apunta a que el ritmo de avance del PIB de dicho conjunto sigue siendo elevado a finales del 2T. Además, los indicadores más recientes han tendido a ser mejores de lo previsto, como reflejan los índices que se denominan «de sorpresas económicas» y que controlan la divergencia entre realidad y previsión en los datos macroeconómicos. Como respuesta a este flujo de indicadores más constructivos, la entrada de capitales financieros con destino a los emergentes ha tendido a recuperarse en los últimos meses.

EE. UU.: IPC

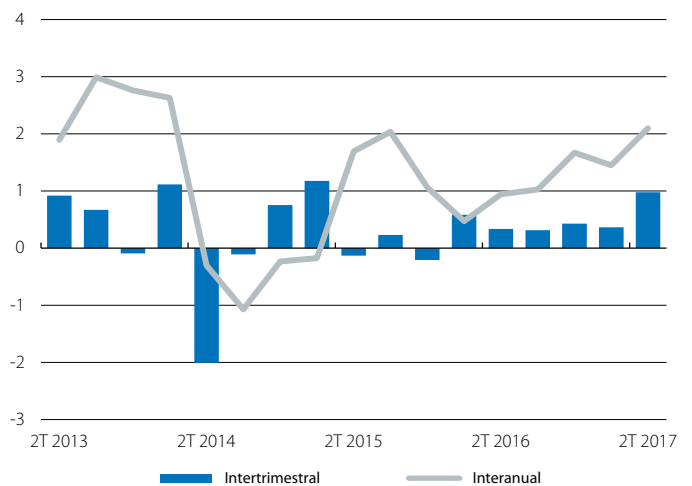
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

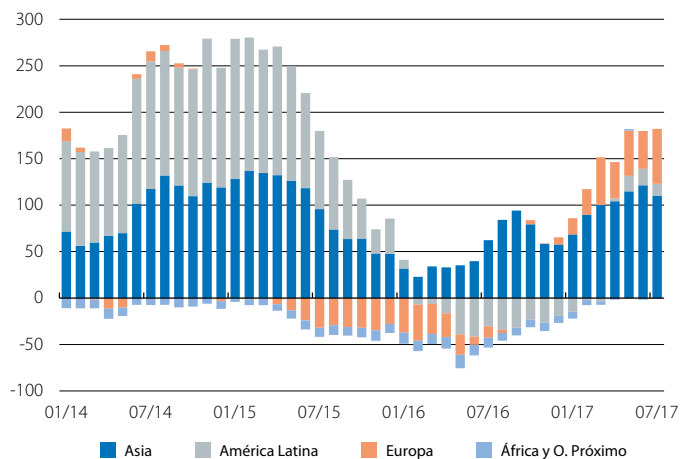
Variación intertrimestral e interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina del Gabinete de Japón.

Emergentes: entradas de capitales de cartera *

Acumulado de 12 meses (miles de millones de dólares EE. UU.)



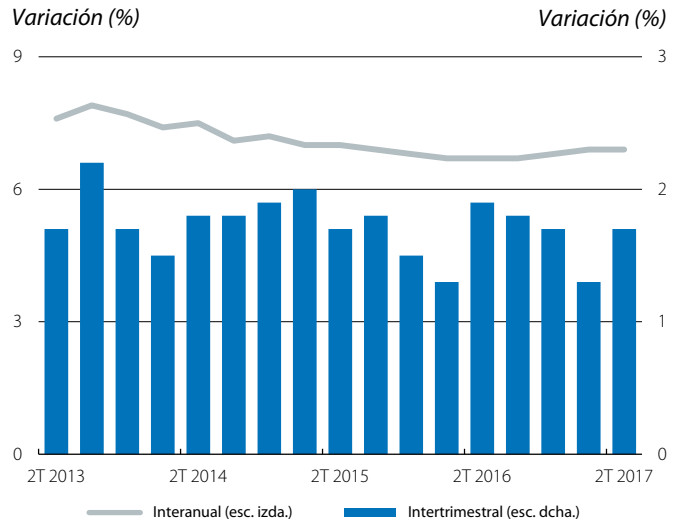
Nota: * Flujos de renta variable y deuda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

Asia: en el 2T, la economía china aguanta el tipo, pero la India flojea. La economía china creció un 6,9% interanual en el 2T, sin cambio respecto al ritmo de avance del 1T. Los datos de contabilidad nacional, junto con los indicadores más recientes conocidos, avalan que la economía mantiene un ritmo de crecimiento elevado y estable. Tampoco en el ámbito de los precios se atisban grandes cambios. En julio, el IPC avanzó un 1,4% interanual, cifra similar a la de junio (1,5%). En cambio, en el 2T, el PIB de la India creció un 5,7% interanual, por debajo del 6,1% del trimestre precedente y de lo previsto. Con este, son ya cinco trimestres consecutivos en desaceleración. Una de las causas de la pérdida de ritmo económico ha sido la introducción del nuevo impuesto sobre el consumo (GST), que entró en vigor el 1 de julio. A pesar de esta tónica de debilidad, a medida que se superen la secuencia de *shocks* temporales de los últimos trimestres (cambio monetario y de la fiscalidad del consumo), las perspectivas futuras son algo más optimistas.

Rusia, con el petróleo a favor, acelera el crecimiento. Uno de los aspectos que está afectando, con mayor o menor intensidad, la evolución económica de algunos de los emergentes de referencia es la incertidumbre de origen político. Con todo, cada economía exhibe aspectos idiosincráticos propios que las diferencian entre ellos. Rusia, por ejemplo, está finalmente cerrando la fuerte crisis de 2015-2016. En el 2T, el crecimiento fue del 2,5% interanual, frente al 0,5% del trimestre anterior. Aunque no se dispone del detalle de componentes, la recuperación del precio del petróleo es probablemente una causa fundamental de la aceleración del crecimiento. Sin embargo, y a pesar de la recuperación del PIB, la sensación de fondo sigue siendo de fragilidad en la recuperación, entre otros motivos porque la economía sigue sufriendo por el mantenimiento de las sanciones internacionales, un frente que, en un contexto de tensiones territoriales en las fronteras rusas, podría incluso recrudecerse.

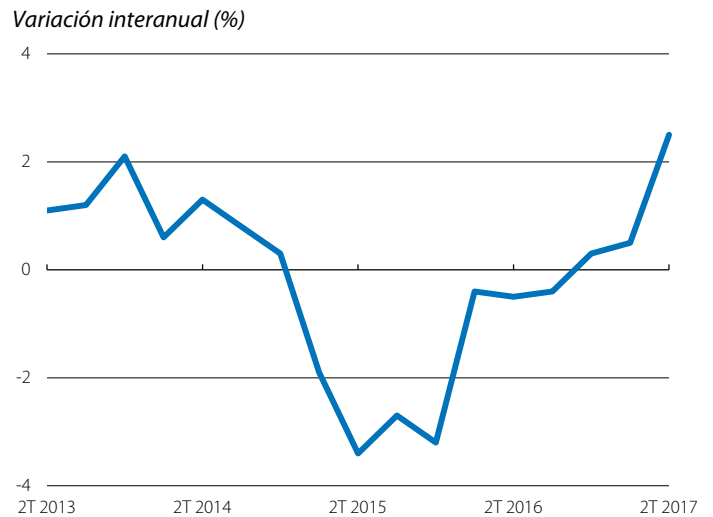
Brasil y México, lastrados por la incertidumbre. Aunque el presidente Temer evitó *in extremis* ser juzgado por presunta corrupción, la incertidumbre institucional que rodea al gigante sudamericano se mantiene. En este contexto, los indicadores ratifican que la economía está recuperando el ritmo de crecimiento, pero que lo hace, probablemente, a un ritmo por debajo del que se produciría en ausencia de dicha incertidumbre. México, por su parte, pasó de crecer un 2,8% interanual en el 1T 2017 al 1,8% del 2T. Se constata que el país latinoamericano empieza a acusar los efectos de la persistente incertidumbre política, tanto interna (presidenciales en 2018) como externa (en agosto empezaron las trascendentales negociaciones del NAFTA).

China: PIB



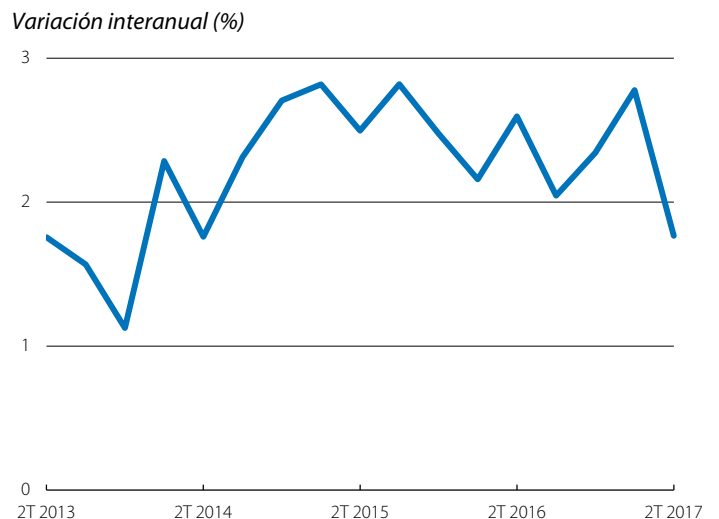
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística China.

Rusia: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Servicio Federal Estadístico.

México: PIB



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

FOCUS · Volatilidad financiera e incertidumbre política: ¿quién dijo miedo?

Uno de los temas que ha acaparado una mayor atención en el ámbito macrofinanciero en estos últimos meses ha sido la cohabitación de una volatilidad financiera en mínimos históricos y una elevada incertidumbre política. Pero, ¿debe sorprendernos esta aparente paradoja? ¿Hasta qué punto la volatilidad financiera y el riesgo político están relacionados?

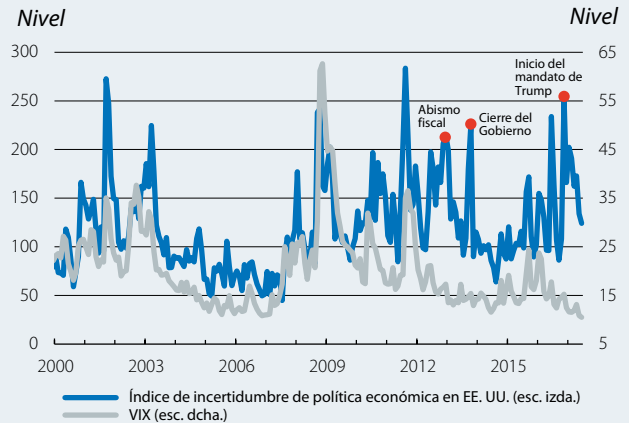
El indicador más utilizado para medir la volatilidad financiera de la bolsa americana es el índice VIX, popularmente conocido como el «índice del miedo», que calcula la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones que componen el índice S&P 500. Como se puede observar en el primer gráfico, la brecha entre el índice de incertidumbre de política económica estadounidense y el VIX alcanzó su máximo histórico en enero, coincidiendo con la toma de posesión de Donald Trump, y, desde entonces, ha bajado sensiblemente. De hecho, dicha brecha se emplaça actualmente por debajo del nivel alcanzado en dos episodios no muy lejanos: el llamado «abismo fiscal»¹ a finales de 2012 y el cierre del Gobierno de EE. UU. en 2013 tras la falta de acuerdo para aprobar los presupuestos. El reciente descenso de la brecha se explica principalmente por una caída del índice de incertidumbre política en EE. UU. del 39% entre enero y junio. Con todo, aunque la incertidumbre política ha bajado, esta se mantiene relativamente elevada.

Una forma un poco más rigurosa y sofisticada de medir hasta qué punto el VIX es anormalmente bajo dada la incertidumbre política consiste en comparar el VIX observado con el VIX predicho a partir de los índices de incertidumbre política americana y global. Cuando se realiza este ejercicio, el resultado es que, desde julio de 2016, el VIX predicho por los factores políticos sobreestima ampliamente la volatilidad observada.

Los otros dos candidatos naturales para explicar el descenso del VIX son las condiciones macroeconómicas y las financieras. Así, si realizamos el mismo ejercicio y comparamos el VIX observado con el VIX predicho a partir de las condiciones macrofinancieras,² obtenemos que el VIX predicho se aproxima más al VIX observado estos últimos meses. Así, por ejemplo, el VIX predicho por la incertidumbre política cometía un error de predicción de 5,90 puntos

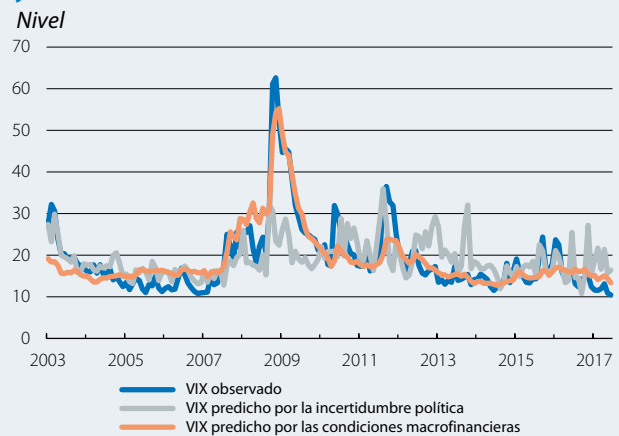
1. Se trata de la combinación de aumentos automáticos en los impuestos y recortes masivos en los gastos del Gobierno de EE. UU. para reducir el déficit federal.
 2. Las variables macroeconómicas que incluimos son el índice de sentimiento empresarial americano (ISM) y una medida de volatilidad macroeconómica global construida a partir del índice de sorpresas económicas del G-10. Medimos las condiciones financieras con el índice de la Reserva Federal de Chicago.

Índice VIX e incertidumbre política*



Nota: * Índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom y Davis.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Saint Louis y de Thomson and Reuters.

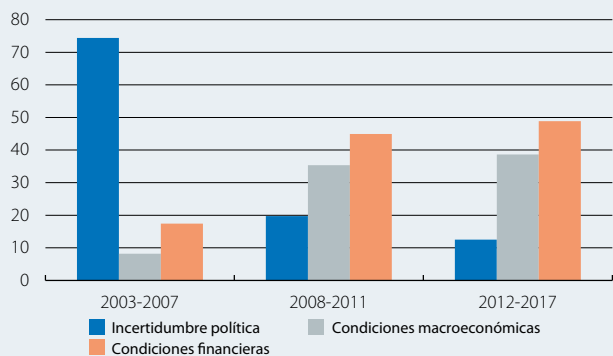
Índice VIX predicho por factores políticos y macrofinancieros



Fuente: CaixaBank Research.

Factores que explican el índice VIX

Contribución de cada factor (% del total)



Nota: Los resultados se obtienen a partir de la especificación lineal detallada en la nota 3. La varianza explicada de la volatilidad financiera mensual en EE. UU. es del 76% entre 2003 y 2007, del 89% entre 2008 y 2011, y del 47% entre 2012 y 2017.

Fuente: CaixaBank Research.

en el mes de junio frente a un error de tan solo 2,86 puntos en la predicción realizada a partir de las condiciones macrofinancieras.

Si se analiza con atención la evolución del VIX observado y de los VIX predichos en el segundo gráfico adjunto, parece que entre 2003 y 2007 el VIX predicho por la incertidumbre política se asemejaba bastante al VIX observado, pero desde 2012 las condiciones macrofinancieras dibujan una trayectoria mucho más parecida a la del VIX. Para comprobar si esto es así, separamos la muestra en tres periodos, esto es, de 2003 a 2007, de 2008 a 2011 y de 2012 a 2017, y estudiamos el peso de los factores políticos, macroeconómicos y financieros para explicar la volatilidad financiera.³ Pues bien, los resultados no dejan lugar a dudas: los factores políticos representaban un 74% de la varianza explicada del VIX entre 2003 y 2007, pero solamente el 12,5% entre 2012 y 2017, a la par que el peso relativo de los factores macroeconómicos y, especialmente, financieros ha sido más elevado entre 2008 y 2017 que entre 2003 y 2007. También cabe destacar el descenso de la varianza explicada del VIX en estos últimos años: el poder explicativo de los factores políticos y macrofinancieros sobre el total era del 76% entre 2003 y 2007, y del 89% entre 2008 y 2011, pero solamente del 47% entre 2012 y 2017, lo que indica que actualmente factores ajenos a la incertidumbre política, a las variables macroeconómicas y al índice de condiciones financieras explican un mayor porcentaje de la variación del VIX.

Estos resultados pueden parecer sorprendentes, pero no lo son tanto si se tienen en cuenta algunos elementos. Por una parte, la incertidumbre política ha podido perder peso a la hora de explicar la volatilidad financiera debido a que, tal y como documentan los economistas de la Universidad de Chicago Pastor y Veronesi,⁴ ha disminuido la fiabilidad de la información política y se ha producido un aumento de la dispersión de los mensajes políticos. Así, la dificultad de interpretar la información política de forma nítida habría llevado a los inversores a reaccionar en menor medida a los eventos políticos a pesar del aumento de la incertidumbre.

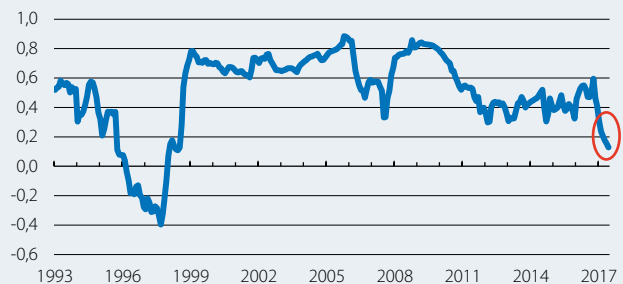
3. Formalmente se plantea la regresión lineal:
 $VIX_t = \beta * IPE_t + \gamma * CM_t + \alpha * ICF_t + \varepsilon_t$. Donde IPE_t es el vector de los índices de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom y Davis para EE. UU. y el mundo, CM_t es el vector de variables macroeconómicas detalladas en la nota 2, e ICF_t es el índice de condiciones financieras. Por último, ε_t es un término de error aleatorio.
 4. Véase Pastor, L. y Veronesi, P. (2017), «Explaining the puzzle of high policy uncertainty and low market volatility», VOX Column.
 5. Para más detalles, véase Mallick, S., Mohanty, M. S. y Zampolli, F. (2017), «Market volatility, monetary policy and the term premium», BIS Working Papers.
 6. La gestión pasiva de carteras de inversión es una estrategia de inversión, en renta fija o renta variable, cuyo objetivo es replicar la evolución de un determinado índice. En EE. UU. representan cerca de la mitad del capital gestionado por los fondos de inversión y el 14% del valor del mercado bursátil.

Por otra parte, las variables financieras habrían podido ganar peso en relación con los factores políticos en el periodo 2008-2017 respecto al periodo 2003-2007 debido a las políticas monetarias no convencionales (recordemos que el primer programa de *quantitative easing* en EE. UU., el QE1, arrancó a finales de 2008). Y es que los programas de compra masiva de bonos de la Fed han aumentado la liquidez del sistema financiero, lo que ha apoyado el aumento del precio de algunos activos financieros a la vez que ha ayudado a disminuir los temores a que se puedan producir descensos bruscos de dichos precios, provocando así una caída de la volatilidad.⁵

A la hora de explicar la menor varianza del VIX entre 2012 y 2017, parece que también subyacen elementos macrofinancieros, amén del mayor ruido de la información política. En particular, el reciente auge de fondos de gestión pasiva⁶ puede haber sido un factor relevante, ya que dichos fondos se limitan a replicar la evolución de un determinado índice y, por tanto, reducen el capital que se compra y se vende a diario en los mercados financieros, lo que podría estar mitigando la sensibilidad de la volatilidad financiera a determinados vaivenes macroeconómicos y financieros.

Correlación entre el índice VIX y la incertidumbre política en EE. UU.

(Índice de correlación)

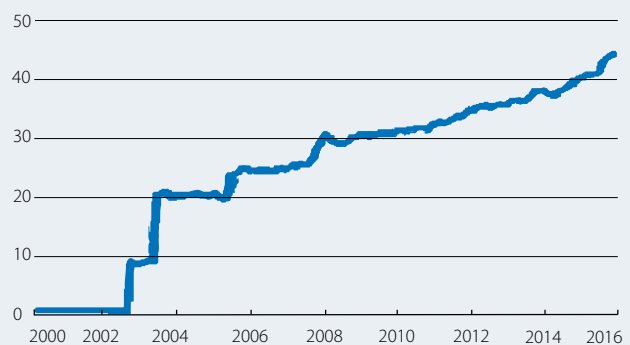


Nota: El índice de correlación entre dos variables toma valores entre -1 y +1, y mide su grado de relación lineal; una correlación de 1 corresponde a una relación lineal positiva perfecta y una correlación de 0 corresponde a una relación lineal nula. En este ejercicio, se calcula la correlación móvil en los últimos tres años entre el VIX y el índice de incertidumbre de política económica de EE. UU.

Fuente: CaixaBank Research.

Inversiones en fondos de gestión pasiva sobre el total de fondos de inversión en EE. UU.

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de EPFR Global.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Actividad								
PIB real	2,9	1,5	1,5	1,8	2,0	2,2	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	3,4	3,4	4,0	2,9	4,0	...
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	100,7	107,8	117,5	118,1	120,0	122,9
Producción industrial	-0,7	-1,2	-1,2	-0,1	0,6	2,1	2,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,5	51,1	53,3	57,0	55,8	56,3	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.107	1.177	1.150	1.248	1.238	1.165	1.155	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	189	192	197	198	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	59,8	59,7	60,0	60,1	60,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	...	...
Precios								
Precios de consumo	0,1	1,3	1,1	1,8	2,5	1,9	1,7	...
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	1,8	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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17
Actividad							
PIB real	1,1	1,0	1,0	1,7	1,4	2,1	-
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	42,1	42,2	43,4	43,4	43,8
Producción industrial	-1,2	-0,2	1,0	2,8	3,9	5,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	6,0	10,0	12,0	17,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,0	3,1	2,9	2,9	2,8
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,8
Precios							
Precios de consumo	0,8	-0,1	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,5
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17
Actividad							
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	-
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,5	10,6	10,0	10,8	10,4
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,8	6,9	6,4
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	50,2	51,4	51,6	51,4	51,4
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	608	512	554	512	467	458	456
Exportaciones	-2,3	-8,4	-7,0	-5,3	7,8	9,1	7,2
Importaciones	-14,2	-5,7	-4,7	2,1	23,9	14,3	11,3
Precios							
Precios de consumo	1,4	2,0	1,7	2,2	1,4	1,4	1,4
Tipo de interés de referencia ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8

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

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

COYUNTURA · El momentum de la eurozona se materializa

El crecimiento económico de la eurozona gana tracción. Tras varios años de tibia recuperación en la eurozona, finalmente el avance económico se generaliza en la mayoría de países y se hace más autosostenible tras una perceptible reducción de los riesgos domésticos y una mejora de la confianza. Reflejo de esto son las revisiones al alza llevadas a cabo por el FMI en julio para las principales economías de la eurozona. En esta misma línea, en CaixaBank Research también se han mejorado las perspectivas de la actividad de la eurozona hasta el 2,2% en 2017 y el 2,0% en 2018, una revisión al alza tras varios trimestres con avances superiores al promedio de los últimos años. A pesar de la reducción de los riesgos domésticos, en particular los políticos, siguen existiendo importantes focos de incertidumbre global (tanto políticos como geopolíticos) y obstáculos a una aceleración del crecimiento de la eurozona más a largo plazo, como el envejecimiento poblacional o el elevado endeudamiento, tanto público como privado. En los próximos meses, en el plano político, deberemos estar atentos a la evolución de las negociaciones del *brexit*, en particular a la discusión en torno a la *brexit bill*, la cantidad que el Reino Unido debería pagar a la UE por los compromisos financieros ya adquiridos. Paralelamente, podríamos asistir a una intensificación de las discusiones sobre la necesaria reformulación de la UE para aumentar su integración económica, cuestión que analizamos con detalle en el Dossier de este mes, «El momento de Europa».

Los datos del 2T confirman la mejora en el ritmo de crecimiento de la eurozona. El PIB de la eurozona avanzó un 2,2% interanual (0,6% intertrimestral) en el 2T 2017. El ritmo de crecimiento aceleró en las principales economías de la eurozona: en Alemania, hasta el 2,1% interanual; en Francia, hasta el 1,7% interanual, y, en Italia, hasta el 1,5%. En las tres economías destaca el vigor de la demanda doméstica, aunque con menor solidez en el caso de Italia, vulnerable aún a riesgos bancarios y políticos. Fuera de la eurozona, en Europa del Este, destaca Polonia con un avance del 4,4% interanual. Asimismo, se confirma la ligera desaceleración económica del Reino Unido, con un crecimiento del 1,7%, que empieza a reflejar el impacto negativo del *brexit* sobre la actividad.

Los indicadores de actividad apuntan a que la buena marcha de la economía continúa en el 3T. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona se situó en los 55,8 puntos en agosto, manteniendo así la firmeza mostrada durante la primera mitad del año (promedio de 56,1). Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) aumentó hasta los 111,9 puntos en agosto, niveles máximos de los últimos 10 años. Los datos de producción industrial de la eurozona de junio salieron algo más débiles que los del mes anterior, con una caída del 0,6% intermensual, pero el cuadro global de indicadores sugiere que la economía de la eurozona mantendrá un buen ritmo de crecimiento en el 3T.

Unión Europea: previsiones del FMI

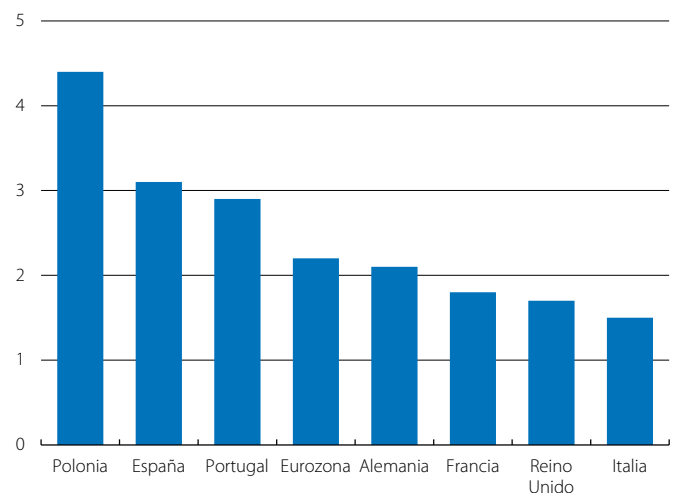
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión de abril 2017	
	2016	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,8	1,9	1,7	▲ 0,2	▲ 0,1
Alemania	1,8	1,8	1,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Francia	1,2	1,5	1,7	▲ 0,1	▲ 0,1
Italia	0,9	1,3	1,0	▲ 0,5	▲ 0,2
España	3,2	3,1	2,4	▲ 0,5	▲ 0,3
Reino Unido	1,8	1,7	1,5	▼ 0,3	= 0,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, julio de 2017).

Unión Europea: PIB del 2T 2017

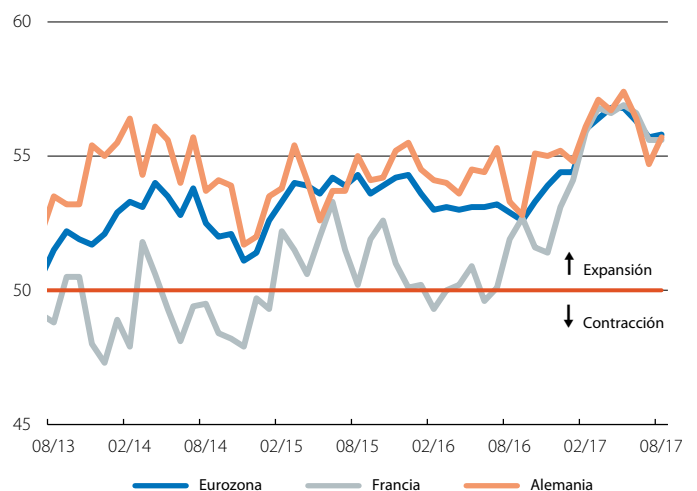
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

El consumo sigue siendo un importante pilar del crecimiento de la eurozona. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas, que aumentaron un 3,1% interanual en junio, 0,7 p. p. por encima del mismo registro del mes anterior. Asimismo, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona alcanzó los -1,5 puntos en junio, el registro más alto desde mayo de 2007. En los próximos meses, esperamos que continúe el buen tono del consumo privado, favorecido por el entorno de bajos tipos de interés y unas mejoras continuadas del mercado laboral.

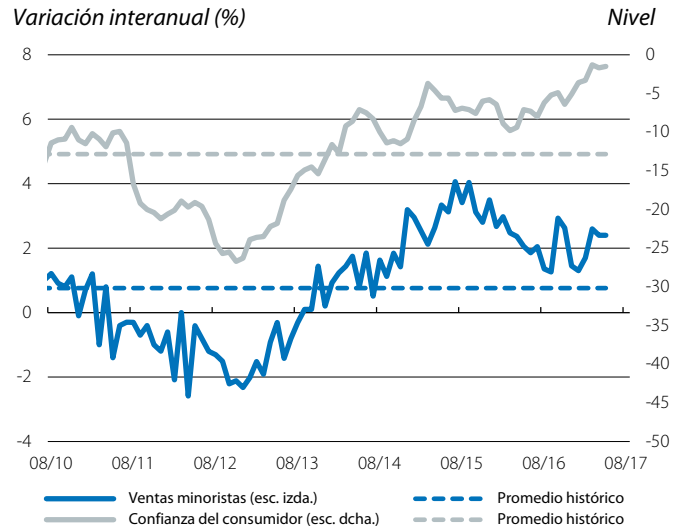
El buen tono de la economía se refleja en el mercado de trabajo. La tasa de paro de la eurozona se situó en el 9,1% en julio, 2 p. p. por debajo del nivel de dos años atrás. La mejora está siendo generalizada entre países, aunque en distintos grados y partiendo de niveles muy distintos. Alemania, Francia e Italia redujeron su tasa de paro en casi 1 p. p. en estos dos últimos años. España y Portugal, por su parte, redujeron la tasa de desempleo en el mismo periodo en más de 5 y 3 p. p., respectivamente, y mostraron una recuperación del mercado laboral de marcada intensidad. De particular mención es el caso de Portugal, que redujo su tasa de paro hasta el 9,1% en julio, el mismo nivel que el conjunto de la eurozona.

La inflación mantiene una senda de normalización muy gradual. En agosto, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,5%, 0,2 p. p. por encima del registro del mes anterior, debido a una mayor contribución del componente energético y de los servicios. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados), se mantuvo en el 1,3%, el mismo registro que el mes anterior. Esperamos que en los próximos meses la inflación subyacente, más indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, continúe la senda de recuperación gradual, de la mano del crecimiento de la actividad y de las mejoras en el mercado laboral.

LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DE PORTUGAL CONTINÚA

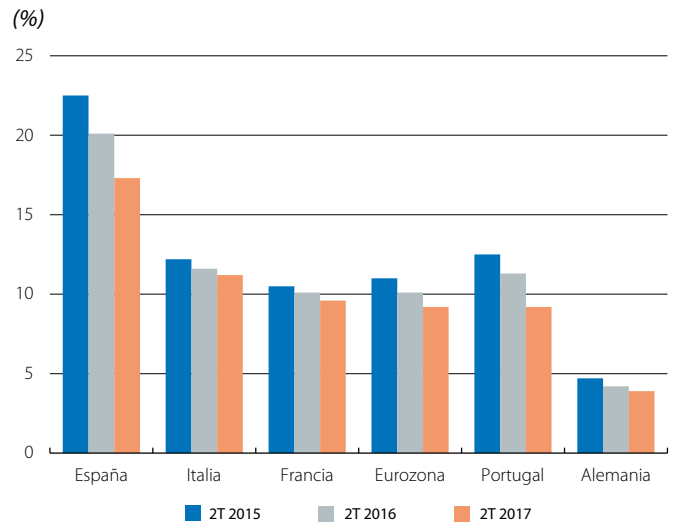
El crecimiento del PIB de Portugal en el 2T fue del 2,9% interanual, el ritmo de crecimiento más elevado de los últimos 15 años y claramente superior al experimentado desde el inicio de la recuperación (+1,3% en promedio entre el 4T 2013 y el 4T 2016). Si bien el crecimiento se desaceleró en términos intertrimestrales hasta el 0,3%, ello sucedió tras varios trimestres excepcionalmente buenos. La contribución de la demanda interna al crecimiento interanual del PIB en el 2T se situó en los 2,9 p. p., apoyada en el avance del consumo (2,1% interanual) y en la fuerte recuperación de la inversión (10,3% interanual). El consumo público, por su parte, retrocedió un 0,9% interanual. La demanda externa, a su vez, contribuyó en 0,1 p. p. al crecimiento interanual del PIB debido a un avance algo menor tanto de las exportaciones (8,2% interanual) como de las importaciones (7,5% interanual). De cara a los próximos trimestres, el crecimiento seguirá apoyado en la demanda

Eurozona: indicadores de consumo



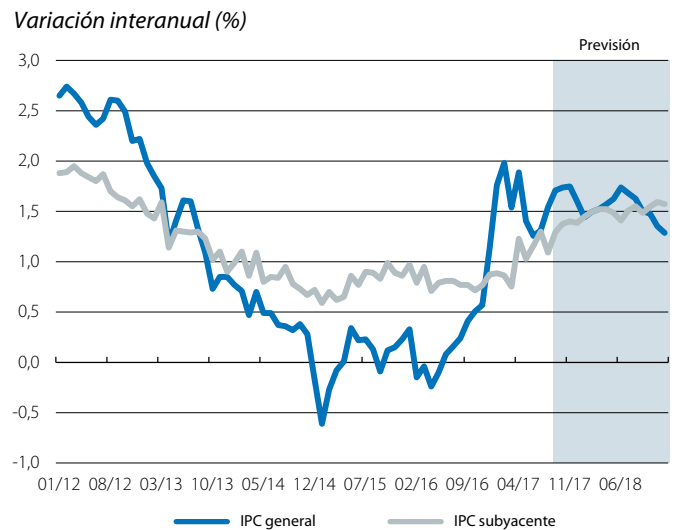
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Tasa de paro



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

Eurozona: IPC armonizado



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

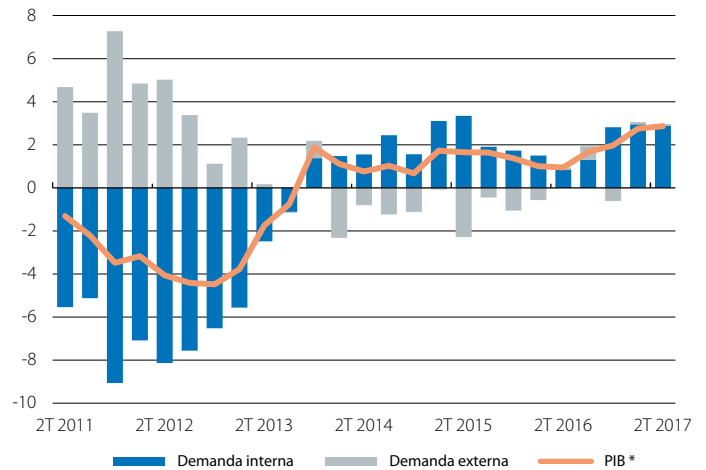
interna, que goza de una mayor solidez, en parte, gracias a la recuperación gradual del mercado laboral y de la confianza empresarial. La demanda externa también debería contribuir positivamente al crecimiento, dado que las exportaciones se beneficiarán de un entorno exterior más favorable, en particular, de la eurozona.

El buen tono de la actividad prosigue en el 3T. El indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal, el cual resume la evolución de los indicadores de alta frecuencia de Portugal, muestra una clara tendencia al alza desde el 4T 2016 y en julio avanzó un 3,6% interanual. Esta marcada mejora apunta a que la buena dinámica de la actividad se mantendrá en la segunda mitad del año. Por su parte, también en julio, el indicador coincidente del consumo del Banco de Portugal avanzó un 2,6% interanual, y las ventas minoristas (excluyendo las ventas de automóviles) registraron un avance interanual del 3,8%. Ambos indicadores apuntan a que el buen comportamiento del consumo privado observado en los últimos trimestres se mantiene en el 3T.

El turismo, un elemento clave en la mejora del sector exterior portugués. El buen momento que vive el turismo global se muestra con espectacular fuerza en Portugal. Los turistas extranjeros realizaron más de 40 millones de pernoctaciones en establecimientos hoteleros en julio (acumulado de 12 meses), un aumento del 11,1% interanual respecto al registro del año anterior y un récord de pernoctaciones registradas. La mayoría de visitantes proceden del Reino Unido (22,9% en 2016), seguidos de Alemania (13,9%), Francia (10,6%) y España (10,3%). Así, el sector turístico está ganando peso en el conjunto de la economía portuguesa: en 2016 representó el 6,9% del PIB (+0,5 p. p. respecto al año anterior) y está teniendo un papel protagonista en la mejora del superávit de la balanza de servicios (los ingresos turísticos aumentaron un +21% de enero a julio de 2017 con respecto al mismo periodo del año anterior).

Portugal: PIB

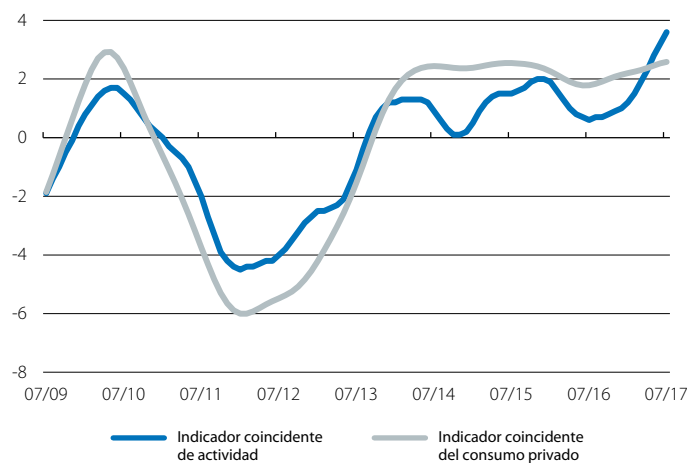
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Portugal: indicadores coincidentes de actividad y del consumo privado

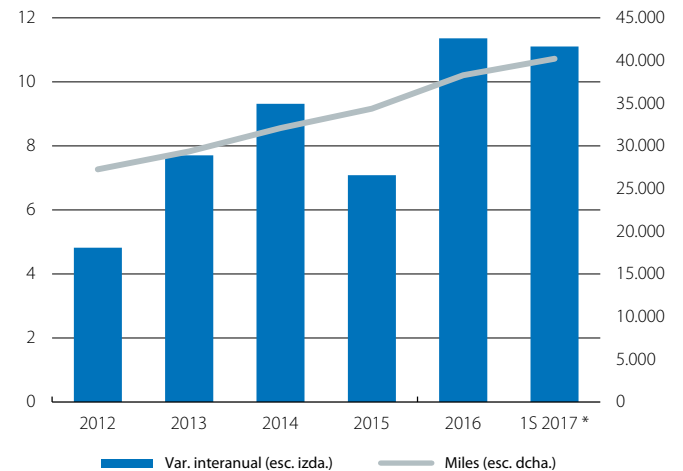
Variación interanual (%)



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

Portugal: pernoctaciones de turistas extranjeros

Variación interanual (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

FOCUS · Mercado inmobiliario europeo: de la recuperación a la ebullición

El mercado inmobiliario se está recuperando a buen ritmo en la mayoría de países europeos. En los últimos dos años, los precios de la vivienda en la UE han crecido un 3,5% anual en promedio,¹ comparado con caídas del 1,0% anual en promedio entre 2011 y 2013. Si bien este incremento de precios se ha producido de manera generalizada, se observan diferencias significativas en la velocidad de avance entre países. Concretamente, mientras que el ritmo de crecimiento se mantiene contenido en algunos países, en otros se observa una fuerte aceleración, hecho que genera preocupación sobre el grado de sobrecalentamiento del sector. Este es el caso, por ejemplo, de Austria, Dinamarca y Suecia. El Reino Unido constituye un caso especial. Tras unos años de fuerte crecimiento del precio de la vivienda, esta se ha empezado a ralentizar (para más detalle, véase el Focus «Brexit y corrección en el sector inmobiliario, un cóctel peligroso» de este Informe Mensual).

Este movimiento al alza de los precios residenciales en Europa es, en parte, resultado de un contexto económico más favorable. Concretamente, el crecimiento económico en la UE ha ido ganando firmeza en los últimos años: del 0,8% anual en promedio entre 2011 y 2014 al 1,9% en 2016. Las mejores perspectivas económicas, junto con la buena evolución del mercado laboral,² se han traducido en un aumento de la renta disponible y la riqueza de los hogares, lo que ha fortalecido la demanda de vivienda. Por otra parte, la recuperación del sector inmobiliario es también resultado del mantenimiento de unas condiciones financieras muy acomodaticias, propiciadas por la política monetaria del BCE, con tipos de interés en mínimos históricos.³

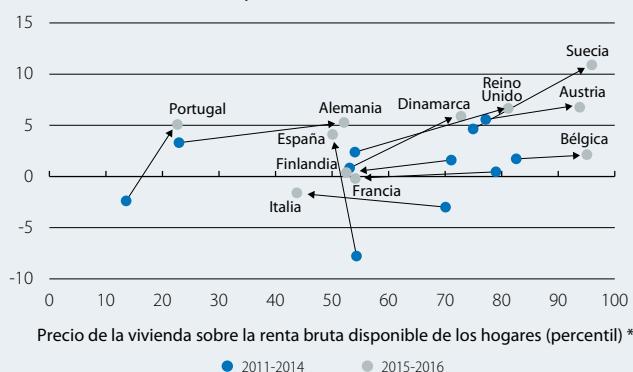
De cara a los próximos trimestres, tanto el cuadro macroeconómico favorable como el entorno de bajos tipos de interés seguirán apoyando la buena marcha del sector y

de los precios. No obstante, en algunos países, como Austria, Bélgica, Dinamarca y Suecia, el mantenimiento de esta tendencia o su intensificación supondrían un foco de preocupación. En efecto, la ratio del precio de la vivienda sobre la renta bruta de los hogares –un indicador de acceso a la vivienda– sugiere que, en estos países, los precios ya se encuentran cerca de máximos históricos (véase el gráfico adjunto) y el nivel de endeudamiento de los hogares también es relativamente alto (véase la tabla adjunta).

Dado que esta tendencia alcista de los precios puede tener implicaciones importantes para la estabilidad financiera y macroeconómica, es probable que aumente la presión para que empiece el proceso de normalización monetaria y/o para que se implementen herramientas macroprudenciales.

Precio e indicador de acceso a la vivienda

Variación interanual del precio de la vivienda (%)



Nota: * Denota el porcentaje de observaciones históricas por debajo del valor en los periodos indicados. Para calcular los percentiles usamos datos trimestrales que empiezan en 1995 para todos los países excepto Austria (2000).

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

Tabla de indicadores relacionados con el sector inmobiliario

	Dinamarca	Suecia	Finlandia	Reino Unido	Alemania	Francia	Austria	Bélgica
Peso del sector								
Construcción y servicios inmobiliarios (% del PIB)	15,0	14,8	19,6	19,1	15,7	18,5	16,9	14,0
Hogares								
Ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (% , 2015)	243,5	156,9	112,6	124,0	82,3	88,3	86,4	101,3
Coste de servir la deuda sobre la renta bruta disponible (% , 2016) *	16,1	11,1	7,1	9,7	18,7	6,2	–	7,9
Tasa de ahorro (%)	11,7	18,5	5,5	5,2	17,3	14,2	13,8	12,2
Sector bancario								
Ratio de morosidad (% total de préstamos)	2,9	0,8	1,6	1,8	2,4	3,5	4,8	2,9
Ratio de apalancamiento	4,3	4,4	6,7	5,1	4,5	4,8	6,2	5,0
Capital (CET1, fully loaded)	16,4	20,9	20,0	14,4	14,2	13,8	13,9	13,1
Crédito hipotecario (% del PIB)	104,4	65,8	44,2	64,5	36,3	42,5	28,5	33,0
Crédito hipotecario (variación interanual, %, 2016)	1,2	6,8	2,5	-7,9	3,7	3,5	4,3	8,6

Nota: * El coste incluye el pago de intereses más la amortización del principal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BIS, EBA y BCE.

1. En términos nominales.

2. La tasa de paro se ha reducido de cerca del 11% en 2013 al 7,7% en 2016.

3. Asimismo, en algunos países, factores idiosincráticos (regulación, sistema impositivo...) también han jugado un papel importante.

FOCUS · *Brexit* y corrección en el sector inmobiliario, un cóctel peligroso

El Reino Unido atraviesa un periodo delicado. En un contexto dominado por la incertidumbre derivada del *brexit*, los datos que apuntan a un enfriamiento del sector inmobiliario generan preocupación (véase el gráfico adjunto). Sin duda, un posible desplome del precio de la vivienda constituye un riesgo para la buena marcha de la economía. Por un lado, los sectores que se verían más afectados, el de la construcción y el de los servicios inmobiliarios, representan alrededor del 19% del PIB. Por el otro, la vivienda es uno de los activos más comúnmente utilizados como garantía de crédito, por lo que una caída de su precio reduce la capacidad de endeudamiento de hogares y empresas y, por tanto, erosionaría el crecimiento del consumo y de la inversión. En un contexto alcista del mercado de la vivienda a nivel europeo (para más información véase el Focus «Mercado inmobiliario europeo: de la recuperación a la ebullición» en este mismo *Informe Mensual*), dos factores específicos del Reino Unido explican, en gran parte, el cambio de tendencia del sector inmobiliario del país.

En orden cronológico, el primer factor fue la modificación del impuesto sobre las transacciones patrimoniales, el llamado *Stamp Duty Land Tax* (SDLT). Este impuesto es proporcional al valor de la propiedad y solo se aplica a propiedades con un valor superior a 125.000 libras. A finales de 2015, el Gobierno decretó un aumento de la tasa de 3 p. p. para las compraventas de segundas residencias y viviendas *buy-to-let* —aquellas compradas con el único fin de alquilarlas— con efecto a partir de abril de 2016. A raíz de ello, el mercado inmobiliario se enfrió tras la punta de actividad alcanzada justo antes de la entrada en vigor de la nueva ley.¹

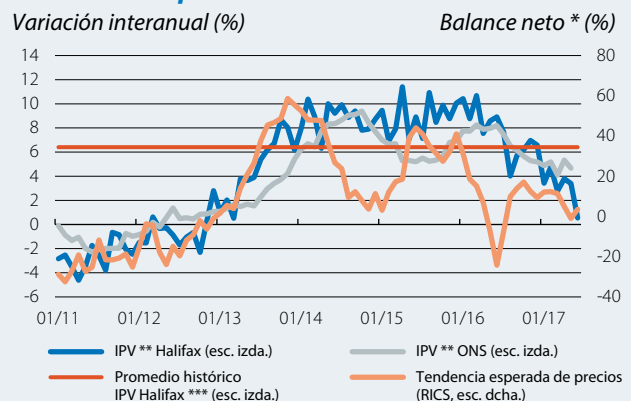
El otro factor de calado está siendo, naturalmente, el *brexit*. Después del referéndum, la libra ha caído de forma sustancial, lo que, a medida que el impacto de la depreciación se ha ido transmitiendo en la cadena de precios, ha conllevado un aumento de la inflación y una reducción del poder adquisitivo de los hogares que ha derivado en una reducción de la demanda en el sector inmobiliario. A ello hay que añadirle el menor crecimiento de la inversión tanto de los propios británicos como de los inversores internacionales que se ha producido a raíz del efecto incertidumbre del *brexit*.

En la medida en que esperamos que la desaceleración económica que el Reino Unido sufre debido al *brexit* será limitada, el enfriamiento del sector inmobiliario también debería ser moderado. En primer lugar, porque, aunque las

posiciones hoy en día parece que están muy alejadas, el escenario más probable es que las negociaciones entre el Reino Unido y la UE arrojarán un *brexit* que permita al Reino Unido mantener un acceso razonable al mercado único. En segundo lugar, porque el sector bancario del Reino Unido goza de una buena capitalización y es muy probable que el Banco de Inglaterra mantenga una política monetaria acomodaticia con subidas muy graduales del tipo de interés. Finalmente, el contexto internacional, marcado por la recuperación económica de la UE, también ayuda.

Sin embargo, la probabilidad de que la corrección del precio de la vivienda acabe siendo más amplia de lo esperado no es despreciable. En primer lugar, porque la demanda de vivienda se encuentra en una posición delicada. El endeudamiento de los hogares es elevado, con una ratio de deuda sobre ingresos de las más altas entre los países desarrollados, y la tasa de ahorro ha alcanzado un mínimo histórico del 1,7%.² Si la desaceleración económica resultara más pronunciada de lo previsto o el Banco de Inglaterra tuviera que subir tipos de una forma más agresiva de lo esperado (debido a un repunte de la inflación), los hogares dispondrían de un escaso margen de maniobra. El auge de las hipotecas *buy-to-let* constituye otro factor de riesgo. Del total del saldo de crédito hipotecario, estas han pasado de representar el 8,5% en el 2007 al 15,6% en el 1T 2017. Este segmento del mercado, al ser más sensible a cambios en la rentabilidad esperada de sus activos, puede generar fuertes presiones a la baja del precio de la vivienda en un contexto recesivo del sector.

Reino Unido: precio de la vivienda



Notas: * Balance neto indica el porcentaje neto de encuestados que esperan una subida de precio de la vivienda en los próximos meses. ** IPV significa índice del precio de la vivienda. *** Promedio desde enero de 1996. No tomamos el promedio de la serie de ONS puesto que empieza en enero de 2006.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Halifax, ONS y Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).

1. Según datos de HM Revenues & Customs, el promedio de transacciones de viviendas entre enero de 2014 y febrero de 2016 fue de 102.000 inmuebles por mes. En marzo de 2016 hubo 170.000 transacciones. Posteriormente, hasta junio de este año se han realizado un promedio de 97.000 transacciones por mes.

2. Según datos de la OCDE de 2015, los hogares en el Reino Unido son los más endeudados, después de los canadienses, dentro del grupo de países del G-7.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	2,6	1,4	1,0	2,2	1,9	2,6	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	2,1	1,5	1,1	2,3	1,4	2,5	...	...
Confianza del consumidor	-6,1	-7,7	-8,3	-6,5	-5,5	-2,7	-1,7	-1,5
Sentimiento económico	104,2	104,8	104,2	106,9	108,0	110,0	111,3	111,9
PMI manufacturas	52,2	52,5	52,1	54,0	55,6	57,0	56,6	57,4
PMI servicios	54,0	53,1	52,6	53,4	55,1	55,8	55,4	54,9
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,0	1,4	1,3	1,4	1,5	...	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,9	10,0	9,9	9,7	9,5	9,2	9,1	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8	3,7	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,0	9,9	10,0	9,6	9,6	9,8	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,6	11,8	11,6	11,3	11,3	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	19,3	18,7	18,2	17,3	17,1	...

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17	07/17
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,7	3,8	3,7	3,7	3,5	3,5	3,4	...
Alemania	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3	7,9	7,9	7,8	...
Francia	-0,4	-0,9	-1,1	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	...
Italia	1,4	2,6	2,5	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	...
España	1,4	1,9	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	91,7	94,3	94,8	94,5	93,7	93,7	95,5	96,3	97,6

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17	07/17
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,5	2,0	2,4
Crédito a hogares ^{1,2}	0,7	1,7	1,8	1,9	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,3	1,3
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8
Depósitos									
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,5	9,3	9,5	10,2	10,3	10,7	10,1
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,9	-1,2	-2,0	-2,3	-2,9	-2,8	-3,0	-3,2
Instrumentos negociables	2,6	2,7	5,4	4,2	5,7	1,1	1,6	-0,6	-2,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	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 actividad económica avanza a buen ritmo

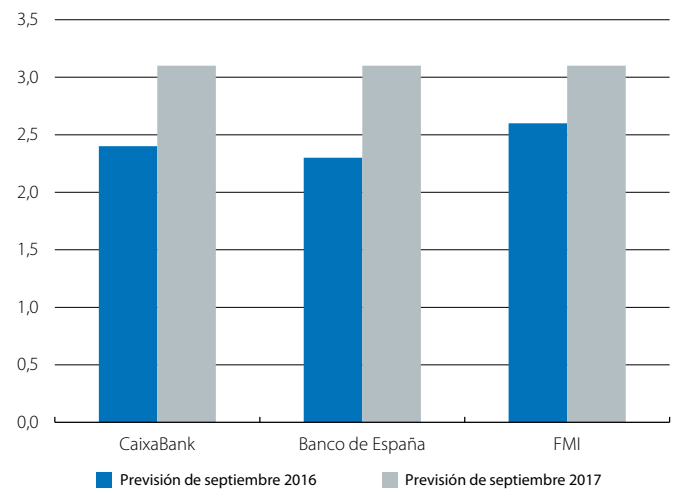
El avance del PIB gana tracción. En el 2T, la economía española aceleró el ritmo de crecimiento hasta el 0,9% intertrimestral, 1 décima por encima del registro del 1T. Para el conjunto del año, CaixaBank Research espera un crecimiento del 3,1%, una previsión que coincide con las del Banco de España y el FMI, después de que este último revisara al alza las previsiones de crecimiento en julio (0,5 p. p.). La excepcional trayectoria de la economía española, que lleva ya tres años creciendo por encima del 3%, está siendo posible gracias a la confluencia de factores externos e internos que, de momento, no parecen mostrar síntomas de agotamiento. A nivel interno, las reformas estructurales y las ganancias en competitividad están teniendo un impacto positivo y duradero sobre el crecimiento económico. El entorno exterior favorable también apoya el buen desempeño de la economía española. Así destacan la aceleración de la actividad económica de los países de la eurozona, un precio de petróleo que se mantiene en cotas relativamente bajas y un proceso de normalización monetaria en la eurozona que se espera muy gradual. Para el próximo año, CaixaBank Research prevé que el crecimiento del PIB se mantenga robusto, en el 2,7%.

El consumo privado recupera el protagonismo. El desglose del PIB por el lado de la demanda muestra que la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual en el 2T fue de 2,4 p. p., 1 décima superior a la del 1T y de acuerdo con lo previsto por CaixaBank Research. Tal como se esperaba, el consumo privado recobró el protagonismo y creció un 0,7% intertrimestral tras la desaceleración puntual experimentada en el 1T. La inversión, por su parte, ralentizó su crecimiento (0,8% intertrimestral) como consecuencia de la desaceleración de la inversión en equipo. Esta ralentización entra dentro de la variabilidad habitual de la serie y no hace cambiar la visión a medio plazo sobre su evolución favorable. Paralelamente, la inversión en construcción mantuvo un ritmo de crecimiento similar al 1T. La demanda externa, por su lado, mantuvo una aportación positiva al crecimiento interanual del PIB de 0,7 p. p. a pesar de que tanto los datos de exportaciones como de importaciones, los cuales suelen presentar alta variabilidad, fueron más débiles de lo esperado.

El mercado laboral mantiene el tono positivo en consonancia con el crecimiento de la actividad económica. En el 2T, la creación de empleo aumentó un notable 0,9% en términos desestacionalizados, según la EPA, lo que situó el número de ocupados en los 18,8 millones, tal como los buenos registros de afiliación a la Seguridad Social durante estos meses hacían prever. De este modo, la tasa de variación interanual de los ocupados subió al 2,8% (2,3% en el 1T). El aumento del empleo permitió que la tasa de paro se redujera significativamente, hasta el 17,2%, y ya acumula un descenso de 2,8 p. p. en el último año, lo que ha permitido que el total de parados se

Previsión de crecimiento del PIB en 2017

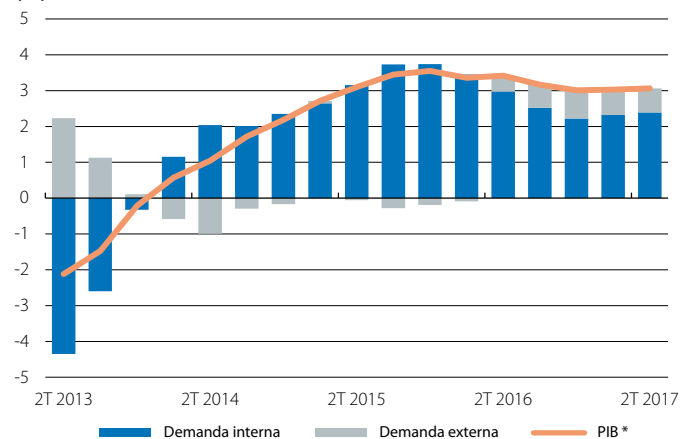
Variación anual (%)



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

Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB *

(p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).

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

PIB

Variación intertrimestral (%)

	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017
PIB	0,7	0,7	0,8	0,9
Consumo privado	0,6	0,7	0,4	0,7
Consumo público	0,5	-0,2	0,8	0,2
Inversión	-0,1	0,5	2,1	0,8
Inversión en equipo	0,0	-0,1	3,6	0,5
Inversión en construcción	0,1	0,7	1,1	1,1
Exportaciones	-1,2	2,0	3,0	0,7
Importaciones	-2,0	1,8	3,1	-0,2

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

sitúe por debajo de los cuatro millones por primera vez desde el inicio de la crisis. Este considerable descenso del paro suele ser habitual en el 2T, dado el inicio de la temporada turística. De hecho, el sector servicios generó el 75% del total del empleo creado en el 2T. A pesar de que la contratación indefinida siguió aumentando (1,8% interanual), el número de asalariados con contrato temporal mostró mayor crecimiento, por lo que la tasa de temporalidad aumentó en este 2T hasta el 26,8%.

La buena marcha del mercado de trabajo se mantiene en el segundo semestre. El ritmo de aumento de afiliados a la Seguridad Social se situó en julio en el 3,6% interanual y registró el mayor ascenso en un mes de julio desde el inicio de la crisis. De igual modo, el paro registrado también presentó una buena evolución y anotó un descenso del 9,4% (10,7% en junio). De cara a los próximos meses, se espera que el mercado laboral mantenga el tono positivo al compás del crecimiento económico, lo que debería permitir la creación de más de 500.000 empleos entre el 4T 2016 y el 4T 2017.

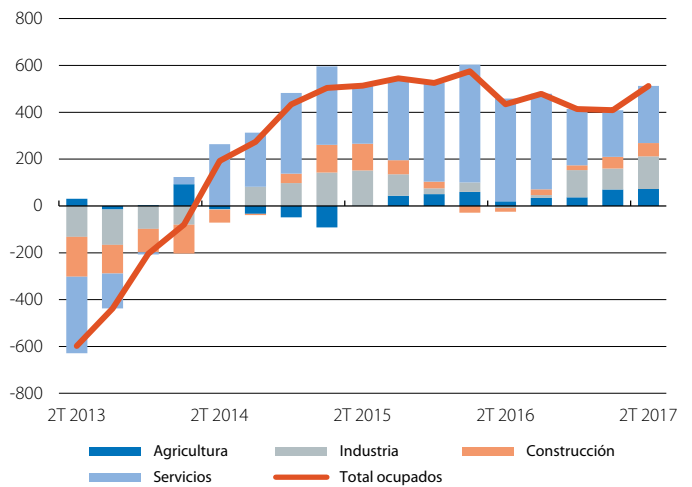
La recuperación del empleo y las condiciones financieras favorables impulsan la compra de vivienda. En concreto, las transacciones de compraventa de vivienda aumentaron un 12,1% interanual en junio (en el acumulado de 12 meses) y ya suman 235.672 en lo que va de año. Además de la pujanza interna, las compras por parte de extranjeros, que representan un 13% del total de las compras de vivienda realizadas en España, también mantienen el tono expansivo, a pesar de la reducción de compras por parte de ciudadanos británicos (véase el Focus «Consecuencias del *brexit* sobre el sector inmobiliario» en este mismo *Informe Mensual*). Por su parte, los visados de inicio de obra ralentizaron su tendencia ascendente (crecieron un 14% interanual en mayo en el acumulado de 12 meses frente al 20% en abril) y siguen lejos de los niveles registrados antes de la crisis. Este hecho, junto con el incremento de la demanda de vivienda, favorece la tendencia alcista de los precios de vivienda.

La inflación se estabiliza por la evolución del precio del petróleo. El IPC registró una variación interanual del 1,6% en agosto, 1 décima superior al dato de julio, después de la notable desaceleración respecto a los registros del 3,0% de principios de año. De cara a los próximos meses, el débil precio del petróleo moderará la inflación en el último tramo del año. Por su parte, la inflación subyacente (índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) subió 2 décimas en julio, hasta el 1,4%, aupada por el incremento de los precios industriales que más que compensó la desaceleración del precio de la electricidad.

La temporada turística y el aumento más moderado del precio del petróleo favorecen el sector exterior. En junio, el superávit por cuenta corriente ascendió a 3.570 millones de euros en el acumulado del año, un registro que es claramente inferior a los 5.754 millones registrados hasta junio de 2016. Esta peor

Ocupación por sectores

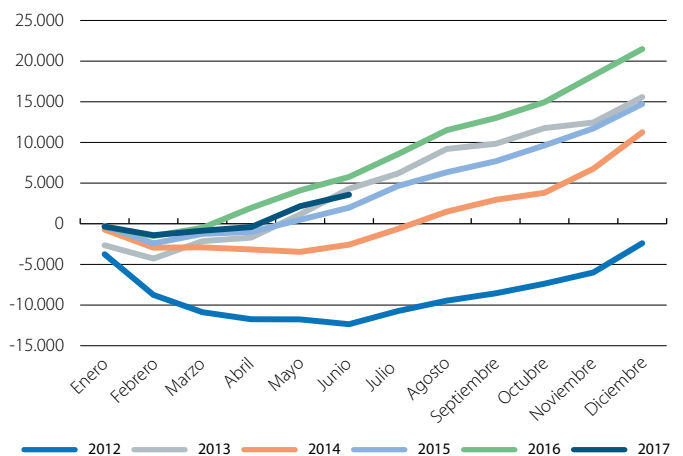
Variación interanual (miles)



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

Saldo corriente

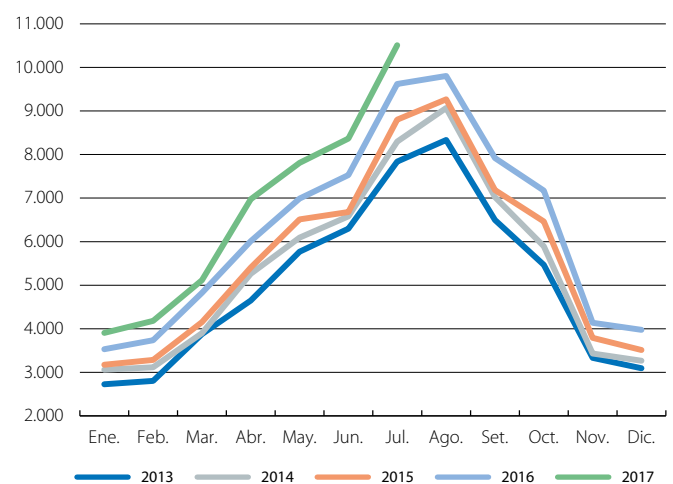
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

Entrada de turistas extranjeros

Número de turistas (miles)



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

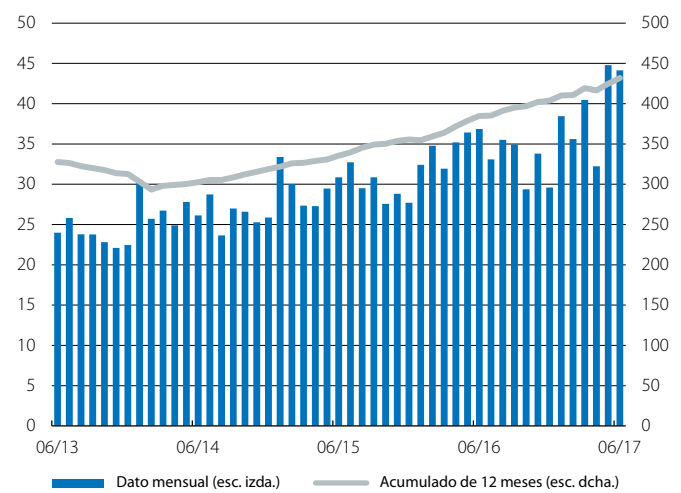
evolución es consecuencia del deterioro en el saldo energético ocasionado por el aumento en el precio del petróleo en los primeros meses del año. Sin embargo, de cara a la segunda mitad del año, el aumento más moderado previsto en el precio del petróleo contendrá el aumento de la factura energética, a la vez que se prevé que la balanza de rentas y servicios mantenga una tendencia positiva. En particular, los bajos tipos de interés están apoyando la evolución del saldo de rentas (para más detalle, véase el Focus «La mejora de la balanza de rentas» en este *Informe Mensual*). El turismo, por su parte, sigue liderando la mejora en el saldo de servicios. En julio, la llegada de turistas internacionales se incrementó un 11,1% interanual y alcanzó los 46,9 millones en lo que va de año.

El crecimiento económico facilita la consecución del objetivo de déficit. Los buenos datos de actividad han permitido un incremento de ingresos tributarios del orden del 6,6% respecto al dato de mayo del año anterior (excluidas las Corporaciones locales), a la vez que los gastos de las Administraciones públicas han disminuido un 0,1% respecto a mayo de 2016. Las cotizaciones sociales y el IRPF, por su parte, siguen mostrando crecimientos moderados y algo por debajo de lo previsto. La ejecución presupuestaria del Estado, de la que ya se disponen datos hasta junio, muestra una mejora del déficit del Estado de 8 décimas respecto al registro del año anterior, lo que lo sitúa en el 1,1% del PIB. La positiva evolución de las cuentas públicas, juntamente con la alta probabilidad de que el impacto de las contingencias derivadas del rescate de las autopistas de peaje se traslade íntegramente a 2018, facilitan la consecución del objetivo de déficit del 3,1% del PIB en 2017.

El sector bancario, más solvente y resistente, aumenta la oferta de crédito. La Comisión Europea publicó en julio el séptimo informe de seguimiento de la economía española que elabora tras la asistencia financiera que se llevó a cabo en 2014. El informe destaca que la implementación de los planes de reestructuración de los bancos con participación pública está muy avanzada y debería concluir al final del año. Además, señala que la reestructuración bancaria ha ido más allá de los bancos que han recibido ayudas públicas, dado que el sector bancario en general ha ajustado su modelo de negocio. Así pues, el sector bancario está cada vez en mejor posición para incrementar el flujo de crédito a hogares y empresas, tal como lo corroboran los datos de nuevas operaciones hasta julio. En concreto, tanto el crédito al consumo como el de compra de vivienda avanzaron un 17% interanual en el acumulado del año. En el caso de las sociedades no financieras, mientras que el crédito a pymes siguió fluyendo de manera significativa (8% interanual), las nuevas operaciones a grandes empresas incrementaron un tímido 0,2% interanual debido a las buenas condiciones que ofrece la financiación mediante bonos corporativos. Esta tendencia se mantendrá en el tramo final del año gracias al mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE, que apoyará las favorables condiciones de financiación bancaria y del mercado de bonos corporativos.

Compraventas de viviendas

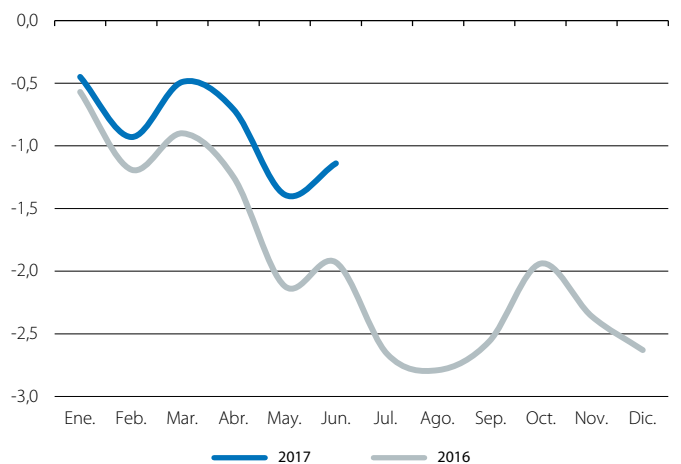
(Miles de viviendas) Datos acum. de 12 meses (miles de viviendas)



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

Saldo del Estado

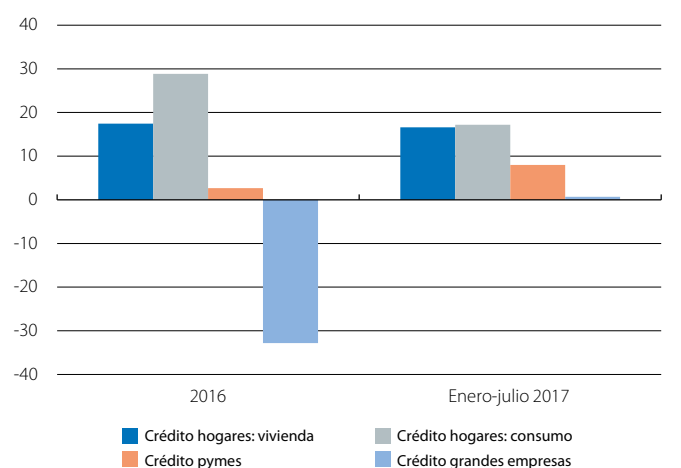
(% del PIB)



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

Nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



Nota: Crédito a hogares excluye refinanciaciones. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

FOCUS · La población activa en España: envejecimiento y nivel educativo

A pesar del vigor con el que se ha generado ocupación en los últimos tres años, la población activa no ha dejado de retroceder. En concreto, entre el 1T 2014 y el 1T 2017, la población activa¹ descendió en 190.600 personas. En este mismo periodo, la población de 16 años o más aumentó en 121.000 personas, por lo que el retroceso de la población activa se explica enteramente por la caída de la tasa de actividad: dicha tasa se situó en el 58,8% en el 1T 2017, 0,6 p. p. por debajo del 1T 2014.² Este descenso, como veremos a continuación, se debe principalmente al envejecimiento de la población.

En general, la evolución de la tasa de actividad en relación con la edad exhibe una forma de U invertida: la tasa de los jóvenes es relativamente baja, al coincidir con la etapa formativa, y aumenta gradualmente con su incorporación al mercado laboral; alcanza su nivel máximo entre los 35 y 45 años, para luego descender abruptamente a medida que se acerca la edad de jubilación. En este sentido, el envejecimiento poblacional que está teniendo lugar en España conlleva una disminución de la tasa de actividad.³ De hecho, si calculamos la tasa de actividad ciéndonos a la población entre 16 y 64 años, es decir, sin tener en cuenta a las personas que superan la edad de jubilación, se observa que esta se ha mantenido constante en el 75%, lo que pone de relieve que la caída de la población activa se debe al retroceso de la población en edad de trabajar.

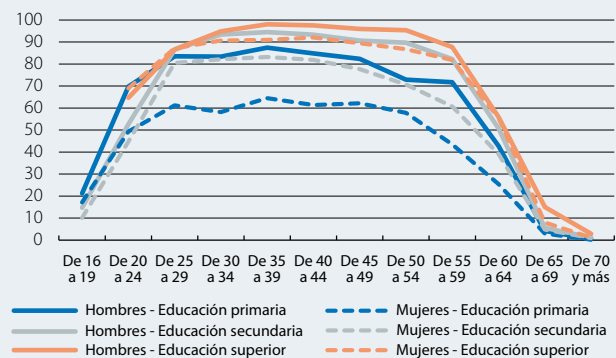
El descenso de la tasa de actividad con la edad es más pronunciado en las personas de menor nivel educativo. Las personas con estudios superiores que, en un primer momento, retrasan la entrada en el mercado laboral, en el resto de la vida laboral registran tasas de actividad más elevadas y suelen retrasar la salida del mercado laboral (véase el primer gráfico). El mayor nivel educativo de las nuevas generaciones está ayudando a mitigar el descenso de la población activa debido al envejecimiento poblacional. El segundo gráfico muestra que el retroceso de la población activa se concentra en la población con estudios primarios (-531.000). En cambio, la población activa con estudios secundarios y universitarios ha crecido en este mismo periodo, en 310.000 y 139.000 personas, respectivamente.

1. La población activa comprende las personas ocupadas y paradas de 16 o más años.
2. La tasa de actividad mide el porcentaje de la población activa entre el total de la población de 16 años o más.
3. Entre el 1T 2014 y el 1T 2017, el porcentaje de población con edad superior a los 50 años (edad en la que la tasa de actividad empieza a caer) se ha incrementado en 2 p. p. hasta alcanzar el 39% del total.

Las proyecciones disponibles⁴ apuntan a que la población activa irá descendiendo a medida que un mayor número de personas alcance la edad de jubilación. Si bien parte de esta caída se verá compensada por un nivel educativo superior de las nuevas generaciones y la mayor tasa de actividad asociada, ello no será suficiente. En particular, se prevé que la población activa retroceda en 1,7 millones entre 2016 y 2029, y que la tasa de actividad se sitúe en el 53,8% en 2029. En definitiva, el envejecimiento poblacional es uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la economía española a medio plazo y, en este contexto, las políticas destinadas a favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad pueden ayudar a ralentizar la caída de la población activa.

Tasa de actividad según nivel educativo,* edad y sexo

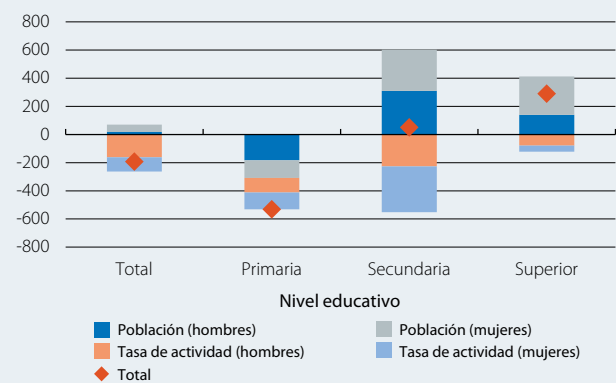
(% de activos sobre el total de población de 16 años o más)



Nota: * Nivel educativo máximo alcanzado. Datos del 1T 2017.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

Desglose del cambio en la población activa según nivel educativo

Variación entre 1T 2014 y 1T 2017 (miles)



Nota: Por cada nivel educativo, se descompone el cambio en la población activa entre el 1T 2014 y el 1T 2017 en dos factores: el cambio en la población de 16 años o más y el cambio en la tasa de actividad. El cálculo se realiza de forma separada para hombres y mujeres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

4. Proyecciones de tasas de actividad 2016-2029 (INE).

FOCUS · Consecuencias del *brexit* sobre el sector inmobiliario

El sector inmobiliario ha iniciado un nuevo ciclo alcista, como así se desprende de la evolución de las compras de vivienda, que llevan dos años creciendo a ritmo de dos dígitos. Si bien la demanda interna se ha avivado aupada por la recuperación del empleo y las condiciones financieras favorables, la demanda extranjera no está siendo nada desdeñable: en el 1T 2017, creció un 14% en el acumulado de cuatro trimestres.

Sin embargo, esta dinámica positiva de la demanda extranjera esconde diferentes tendencias. Por un lado, la mayor parte de las compras se localizan en la costa mediterránea y las islas, donde llegan a representar más del 30% del total de compras en algunas provincias (véase el mapa adjunto).

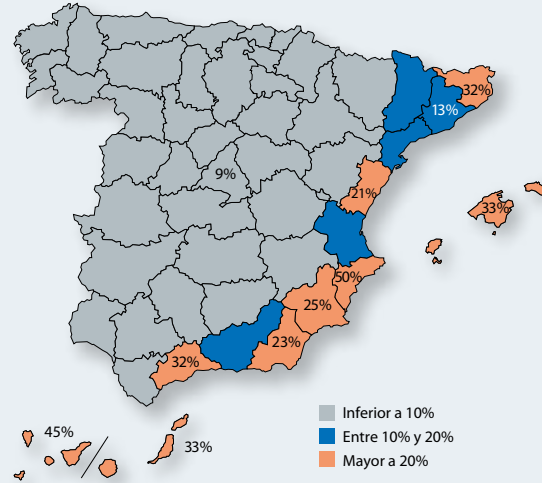
Por otro lado, la evolución de las compras de vivienda es muy diferente entre nacionalidades. En este sentido, la incertidumbre en torno al *brexit* y la depreciación de la libra están dejando huella en la adquisición de vivienda por parte de ciudadanos del Reino Unido, los principales compradores extranjeros de vivienda en España. En el 1T 2017, las compras realizadas por ciudadanos británicos se redujeron un 13% interanual. Sin embargo, esta caída está siendo más que compensada por el dinamismo de las compras realizadas por ciudadanos franceses, alemanes, belgas y suecos que, en el 1T 2017, aumentaron a ritmos iguales o superiores al 20% interanual.¹

Las diferentes tendencias observadas entre los compradores internacionales han generado cambios en el peso relativo de cada país en las compras de vivienda, a la vez que han permitido disminuir el grado de concentración de los compradores extranjeros. Si bien el Reino Unido sigue encabezando la lista de compradores foráneos, las compras por parte de este grupo han pasado a representar el 15% del total de las compras de extranjeros en el 1T 2017, frente al 21% que representaban en 2015.

De cara al futuro, las compras de viviendas por parte de ciudadanos británicos podrían recuperar cierto brío si las negociaciones del *brexit* evolucionan favorablemente y la libra consigue recuperar posiciones. Sin embargo, episodios de alta incertidumbre en torno al *brexit*, o un *hard brexit*, podrían empañar una recuperación dado que las compras de viviendas por parte de los ciudadanos británicos históricamente han sido muy sensibles a las condiciones económicas de su país. En un tono más positivo, las buenas perspectivas económicas del resto de los principales países compradores de vivienda en España, junto con el mantenimiento de unas condiciones monetarias acomodaticias y la disminución de la incertidumbre política en torno a los países de la eurozona, representan una oportunidad para el sector inmobiliario español.

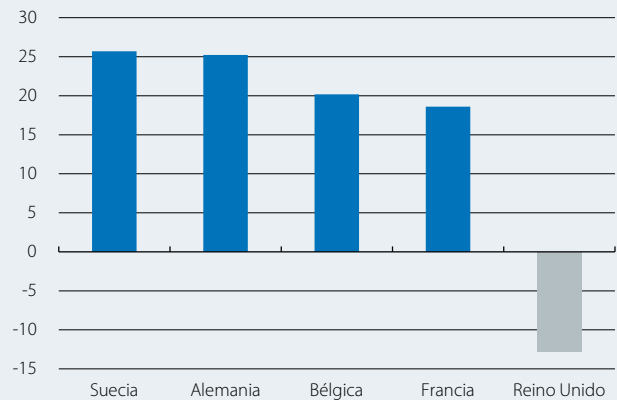
1. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Compras de vivienda por extranjeros en el 1T 2017 (% del total de compraventas)



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

Compras de vivienda por nacionalidad en el 1T 2017 Variación interanual (%)

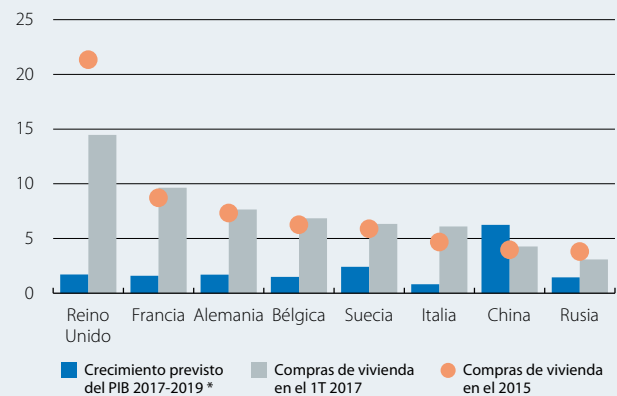


Nota: Datos acumulados de cuatro trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Estadística Registral Inmobiliaria.

Crecimiento del PIB y compras de vivienda por nacionalidad

(% del total de compraventas de extranjeros)



Nota: * Variación interanual (%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Estadística Registral Inmobiliaria y el FMI.

FOCUS · La mejora de la balanza de rentas

Desde 2008, la cuenta corriente de la economía española ha experimentado una drástica mejora, y ha pasado de un déficit que llegó a ser del 10,2% del PIB a un superávit del 1,9% en el 1T 2017. En este periodo, la mejora del saldo corriente se cifra en 124.340 millones de euros, de los cuales el 29,9% (36.516 millones de euros, el 3,2% del PIB) es atribuible a la reducción del déficit de la balanza de rentas primarias y secundarias.¹

La mejora de la balanza de rentas se explica por una disminución de los pagos, 39.717 millones de euros, que supera con creces la reducción de ingresos, 3.201 millones de euros. Asimismo, si consideramos los saldos netos (ingresos menos pagos) de los distintos conceptos que componen la balanza de rentas primarias y secundarias, el grueso de la mejora en el periodo considerado, el 86,7%, se centra en las rentas netas de la propiedad.² La segunda contribución por orden de importancia, que explica el 10,7% de la mejora total del saldo de rentas, procede del neto de las transferencias personales, que incluye la disminución de las remesas de los inmigrantes extranjeros a sus países de origen. En tercer lugar, se encuentra la remuneración de los asalariados temporales y estacionales, con una aportación del 4,1% del total. El resto de las partidas contribuyó de forma más modesta.

Un análisis más detallado de las rentas de la propiedad confiere un claro protagonismo a la disminución de los tipos de interés. Así, los ingresos y pagos de intereses se redujeron en 17.186 y en 39.255 millones de euros, respectivamente, lo que arroja una aportación neta de 22.069 millones de euros (el 60,4% de la mejora de la balanza de rentas). España se beneficia de un entorno de bajos tipos de interés gracias a que la deuda (pública y privada) en manos de inversores extranjeros es muy superior a la deuda extranjera en manos de inversores españoles (1,3 billones frente a 0,5 billones en el 1T 2017).

Las rentas de la propiedad por participaciones de capital aportaron una mejora acumulada de 9.651 millones de euros, el 26,4% del total de la mejora del saldo de rentas entre el 2T 2008 y el 1T 2017. Ello se explica por el mayor incremento de las inversiones que no son deuda (participaciones de capital y en fondos de inversión) en el activo que en el pasivo.

1. La balanza por cuenta corriente se compone de la balanza comercial de bienes y servicios más la balanza de rentas que, a su vez, se compone de rentas primarias (rentas del trabajo e inversión, impuestos y subvenciones ligados a la producción) y secundarias (transferencias corrientes personales, impuestos de la renta y patrimonio, y prestaciones sociales).

2. El neto de los ingresos provenientes de las rentas de las inversiones de residentes españoles en el extranjero y los pagos originados por las rentas de las inversiones de residentes extranjeros en España.

La conclusión es que se espera que los dos factores principales de la mejora del saldo de rentas tengan cierta continuidad. Por un lado, los beneficios de los tipos de interés bajos deberían mantenerse o experimentar deterioros contenidos de acuerdo con las actuales previsiones de CaixaBank Research, que contemplan un aumento gradual y moderado de los tipos de interés en los próximos trimestres. Asimismo, la aportación positiva de los rendimientos de la propiedad de participaciones de capital debería mantenerse en los próximos años, dado que la inversión directa se caracteriza por ser a largo plazo.

La mejora de la balanza de rentas

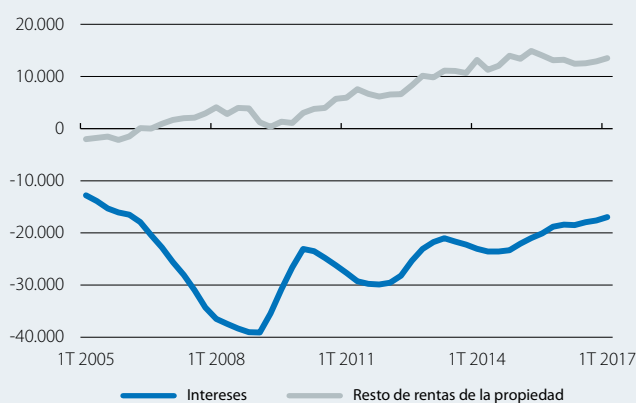
	Valor 2T 2008 (millones de euros)	Valor 1T 2017 (millones de euros)	Variación (millones de euros)	Aportación a la mejora del saldo de rentas (%)
Balanza de rentas *	-45.654	-9.138	36.516	100,0
Rentas primarias	-29.956	2.019	31.975	87,6
Remuneración de asalariados	740	2.221	1.481	4,1
Rentas de la propiedad	-35.160	-3.440	31.720	86,9
Intereses	-39.034	-16.965	22.069	60,4
No intereses	3.874	13.525	9.651	26,4
Resto impuestos y subvenciones ligados a productos	4.464	3.238	-1.226	-3,4
Rentas secundarias	-15.698	-11.157	4.541	12,4
Transferencias personales	-17.317	-13.392	3.925	10,7
Resto transferencias, impuestos de renta y propiedad, seguros	1.619	2.235	616	1,7

Nota: * Acumulado de cuatro trimestres. Saldos.

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

Rentas de la propiedad netas *

(Millones de euros)



Nota: * Ingresos menos pagos (acumulado de cuatro trimestres). Cuenta del resto del mundo.

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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Industria								
Consumo de electricidad	1,7	0,1	0,4	0,0	1,4	1,5	1,1	1,6
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	-3,8	-0,6	0,3	-0,5	-1,8	-0,6
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	51,4	54,4	54,8	54,9	54,0	52,4
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	44,8	36,9	24,5	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	13,0	13,4	13,7	14,9	12,0	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	1,6	1,5	2,2	...	-	...
Servicios								
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	9,3	10,1	10,0	10,2	10,4	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	54,9	54,9	56,4	57,8	57,6	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,8	3,0	0,5	2,5	0,4	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	11,0	8,9	7,8	6,3	2,5	13,0
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-6,1	-3,2	-2,8	1,5	2,0	-0,2

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

Indicadores de empleo

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	05/17	06/17	07/17
Afiliados a la Seguridad Social¹									
Sectores de actividad									
Industria	2,2	2,8	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1
Construcción	4,7	2,6	2,7	3,3	5,3	6,1	6,3	6,0	6,3
Servicios	3,5	3,2	3,3	3,5	3,4	3,8	3,8	3,8	3,7
Situación profesional		3,5							
Asalariados	3,5	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,5	4,4	4,2
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8
TOTAL	3,2	3,0	3,0	3,3	3,4	3,8	3,9	3,8	3,6
Población ocupada²	3,0	2,7	2,7	2,3	2,3	2,8	2,8	-	-
Contratos registrados³									
Indefinidos	12,3	14,2	17,9	13,3	15,4	10,2	14,8	12,2	10,6
Temporales	11,2	7,2	7,1	6,6	12,1	9,6	16,1	8,5	5,8
TOTAL	11,3	7,8	7,9	7,1	12,4	9,6	16,0	8,8	6,2
Paro registrado³									
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-14,4	-13,2	-13,3	-17,3	-17,5	-16,5	-11,9
Resto de edades	-7,2	-8,2	-8,6	-9,0	-9,2	-10,3	-10,5	-10,2	-9,2
TOTAL	-7,5	-8,6	-9,1	-9,4	-9,6	-10,9	-11,1	-10,7	-9,4

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
General	-0,5	-0,2	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,5	1,6
Subyacente	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,5	1,0	4,1	2,5	-1,0	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	-8,6	1,6	15,3	8,0	4,1	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	4,3	1,7	4,3	-1,1	3,2	14,1	-2,0	15,2	5,7
Importaciones (variación interanual)	3,7	-0,4	-0,3	-3,7	3,0	16,5	0,5	16,7	5,0
Saldo corriente	14,7	21,5	18,5	20,0	21,5	21,1	19,1	19,5	19,3
Bienes y servicios	26,2	32,7	29,3	31,2	32,7	30,0	29,4	29,1	29,3
Rentas primarias y secundarias	-11,5	-11,2	-10,8	-11,2	-11,2	-8,9	-10,3	-9,6	-10,0
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	21,7	23,3	24,0	24,3	23,3	23,5	21,5	21,9	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	05/17
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	-1,4
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,6	-0,1	-0,8	-0,2	-0,3	-0,4
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	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	05/17	06/17	Saldo 06/17 ¹
Financiación a los sectores no financieros²										
Sector privado	-3,9	-2,6	-2,9	-2,0	-2,1	-1,1	-0,6	-0,6	-1,3	1.621,4
Empresas no financieras	-4,0	-2,7	-3,2	-2,1	-2,2	-0,7	0,2	0,1	-1,1	906,1
Hogares ³	-3,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	715,4
Administraciones públicas ⁴	4,0	3,9	4,2	4,6	3,2	3,4	3,4	3,3	2,9	1.138,9
TOTAL	-1,0	-0,1	-0,2	0,5	0,0	0,7	1,0	1,0	0,4	2.760,3
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	-0,6	-1,4	...	...
A la vista	16,0	14,6	14,2	14,1	15,4	16,8	16,8	16,2	...	...
A plazo y preaviso	-15,0	-16,9	-16,0	-17,1	-19,3	-23,6	-25,3	-27,2	...	...
Resto del pasivo ⁵	-13,0	-15,7	-16,3	-11,3	-18,6	-16,7	-16,8	-11,9	...	...
En moneda extranjera	-0,8	1,1	0,9	2,3	-0,4	-1,7	-6,6	-8,9	...	...
TOTAL	-2,2	-1,6	-1,7	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,2	...	...
Tasa de morosidad (%)⁶	10,1	9,1	9,4	9,2	9,1	8,8	8,9	8,7	...	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,9	58,9	58,7	59,3	58,9	59,1	58,6	59,4	...	-

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.

EL MOMENTO DE EUROPA

Unión Europea: claves para un renacimiento

La construcción europea no pasa por su mejor momento. Cuando se celebran 60 años de la firma del Tratado de Roma, los retos se acumulan. En pocos años, la UE está teniendo que hacer frente a una serie de *shocks* económicos (la Gran Recesión de 2008-2009 y la crisis de la deuda), políticos (el auge de los populismos y el *brexit*), migratorios (la gestión de los refugiados y las migraciones masivas en el flanco mediterráneo), de seguridad interna (el terrorismo) y geoestratégicos (la resurgencia de Rusia, el recrudecimiento de los conflictos en Oriente Medio y el giro aislacionista de EE. UU.). Y si los retos a corto plazo son abrumadores, las perspectivas a largo plazo tampoco son tranquilizadoras ya que, en un futuro que se percibe de forma falaz como lejano, asoma la realidad del declive demográfico y el envejecimiento de la sociedad, una circunstancia que afectará al desempeño económico y al estado del bienestar, un elemento central del contrato social europeo.

Como se ve, se trata de un contexto que justifica recuperar las palabras de Jean Monnet, que afirmaba que «Europa se forjará en las crisis, y (Europa) será la suma de todas las soluciones adoptadas en dichas crisis». Ese es precisamente el espíritu que alienta el presente Dossier y, en particular, este primer artículo: el de explorar algunas posibles soluciones que permitan anticipar cómo podría configurarse una nueva UE capaz de afrontar con expectativas de éxito los retos actuales y futuros. Las soluciones y los elementos constituyentes de esa renovada UE deberán buscarse en los análisis de ciertos ámbitos críticos actuales (unión económica, unión fiscal, etc.). Pero antes, y siguiendo la estela de Monnet, se tratará de saber qué soluciones pasadas alumbraron la actual UE a fin de afrontar en mejores condiciones de acierto el ejercicio prospectivo que aquí se propone. Aunque es factible realizar el análisis de diferentes maneras, una opción que consideramos especialmente útil es partir de una versión estilizada de lo que se denominan las «grandes visiones» (a veces también llamadas relatos, narrativas o filosofías) de la integración europea. Una visión, en nuestro marco de análisis, es un conjunto de premisas básicas de carácter conceptual que ayudan, en el momento de la toma de decisiones, a decantar la balanza en un determinado sentido. Por ejemplo, cuando, a finales de la década de 1980, se debe decidir cómo se van a controlar los déficits públicos excesivos en la futura Unión Económica y Monetaria (UEM), la solución final es una combinación de preferencias, intereses y motivaciones técnicas, pero también de las ideas previas sobre cuál es el objetivo último de dicha UEM. Las ideas, en definitiva, son algo más que simples coartadas intelectuales. Pues bien, ¿cuáles son estas grandes visiones en juego?

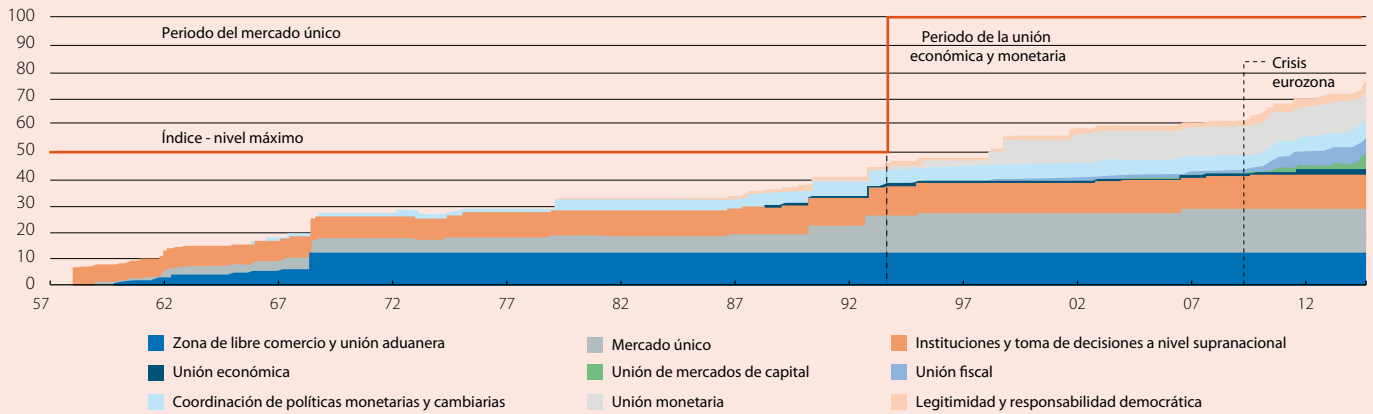
Dos visiones en juego a lo largo de la historia

La que es quizás la visión principal que ha orientado el diseño de la integración europea tiene una clara matriz germánica. Lo que a veces se ha denominado la «visión alemana» de la integración europea, dado que Alemania fue en gran medida la impulsora, ha sido indudablemente un ancla conceptual vital: en distintos momentos, cuando se tenían que adoptar decisiones críticas sobre el diseño institucional como la ampliación de las competencias de la UE, etc., estas han sido directamente inspiradas por dicha visión. De manera sintética, la visión alemana entiende que la integración europea debe consistir en la creación de un orden, o marco de referencia, mediante la definición de una serie de reglas o normas.¹ Esta filosofía general pivota sobre tres grandes nociones. En primer lugar, una preocupación máxima por el riesgo moral. Así, bajo lo que a veces se denomina principio de responsabilidad, se entiende que quien toma el riesgo en los procesos de decisión merece el beneficio que deriva de sus acciones, pero también la responsabilidad de sus consecuencias negativas. Una segunda noción clave es que los mercados actúan como contrapeso de los gobiernos, por ejemplo, señalizando las consecuencias de las decisiones públicas. En ese sentido, el orden supranacional deberá permitir que la señalización de los mercados opere sin interferencias. En tercer lugar, los gobiernos deberán ser los garantes del marco de estabilidad e intervenir cuando sea necesario a fin de hacer creíble el cumplimiento del principio de responsabilidad. Bajo estas tres nociones, el instrumento político «natural» por el cual se debería producir la integración es, bajo la visión alemana, la creación de marcos legislativos supranacionales cuya forma de expresión política es el modelo federal. En términos quizás algo simplistas, lo que se plantea es la creación de un orden federal europeo que se integre (o sea compatible) con la federación estatal que es Alemania.

1. Esta visión a veces se presenta bajo la denominación de ordoliberalismo. El ordoliberalismo es la doctrina económica que orienta la política económica interna de la República Federal Alemana cuando se constituye tras la II Guerra Mundial. La visión alemana de la integración europea sería, por tanto, una versión adaptada al orden supranacional que comporta la UE.

Índice de integración institucional europea

Nivel (100 = máx.)



Nota: El índice mide cuantitativamente la evolución de la integración institucional europea desde 1958 hasta 2015. El nivel máximo en el periodo del mercado único (1958-1993) está fijado en 50 y en el periodo de la UEM en 100. La distancia al máximo indica el camino que falta para conseguir un steady state en el proceso de integración.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de Dorrucí, E. et al. (2015), «The Four Unions "PIE" on the Monetary Union "CHERRY": A New Index of European Institutional Integration», ECB Occasional Paper Series 160.

Por supuesto, esta no es la única visión que guía la toma de decisiones que conlleva la construcción europea. Aunque el término sea quizás algo impreciso, a la visión alemana se le puede contraponer lo que a veces se denomina la «visión francesa». La imprecisión radica en que mientras el ordoliberalismo alemán es una doctrina bastante homogénea y defendida en numerosas ocasiones por los políticos germanos en decisiones clave de la construcción europea, la visión francesa no se encuentra claramente articulada y es, más bien, un cuerpo doctrinario que se infiere implícitamente de las posiciones que defiende muchas veces Francia, pero también, en otras ocasiones, los países mediterráneos de la UE o incluso otros países alineados en contra de las posiciones alemanas. A fin de caracterizar este conjunto diverso de propuestas, es útil comparar la integración «a la francesa» con la integración «a la alemana». Así, cuando se plantea la cuestión de cómo alcanzar la integración, la respuesta de los primeros se da mediante una serie de instituciones supranacionales a las cuales se trasladan un grupo de competencias anteriormente exclusivamente nacionales. La de los segundos, recordemos, es la preferencia por la integración mediante reglas. Como sucede con la visión alemana, el diseño político por excelencia de la visión francesa es federalista, pero con una lógica distinta. En la visión gala, la cesión de competencias a nivel supranacional es la solución preferida habitualmente. En la alemana, no, ya que esta solo debería producirse en la medida en que sea necesaria para crear el marco político supranacional. Un segundo aspecto que se puede identificar en muchas de las propuestas inspiradas por la visión francesa (insistamos: no siempre, o no solo, defendidas por Francia) es que se entiende que el fino equilibrio entre el juego de contrapesos públicos y privados no es tan relevante. En cambio, es mucho más proclive a la intervención directa de las instituciones, con frecuencia mediante políticas sectoriales, como la política agrícola común o la política industrial.

Una manera de entender mejor cómo estos principios de carácter tan general condicionan las «soluciones» (en el sentido que le da Monnet a la palabra) que la UE ha ido adoptando y la han ido definiendo consiste en analizar una serie concreta de toma de decisiones relativa a la configuración inicial de la UEM. Cuando se revisan los elementos definitorios de la UEM original, la que se define en el Tratado de Maastricht de 1993, se percibe de forma clara que prácticamente todo su diseño tiene la huella de la visión alemana: se establece un mecanismo de control del déficit basado en reglas, en la no monetización de la deuda, en la ausencia de rescates (cláusula del *non bail out*) de los estados insolventes (el principio de responsabilidad antes mencionado), en la señalización de los mercados, en la coordinación laxa (esto es, basada en la presión entre pares y en la mencionada señalización de los mercados) y en el establecimiento de criterios (reglas, de nuevo) de convergencia nominal. Todo el mecanismo de gobernanza de la UEM se basa, en definitiva, en un planteo a la alemana: creación de un marco de estabilidad de las finanzas públicas sin necesidad de una institucionalización fuerte. ¿Cuál era la alternativa? La propuesta de Francia en su día, reiterada prácticamente cada vez que se ha revisado la gobernanza de la UEM, era la creación de un cuasigobierno económico europeo que tuviese claramente atribuidas las competencias de control presupuestario y de intervención en caso de crisis de las finanzas públicas. La visión alemana, como se ha dicho, prevaleció.

Sin embargo, en ese mismo Tratado se decide la creación del BCE, una de las instituciones supranacionales de la UE con mayor poder. En apariencia, esta es una «solución» institucional claramente dentro del espíritu de la visión francesa. Sin embargo, la decisión de crear el BCE pone de manifiesto que las ideas, encarnadas en las visiones, operan dentro de unos límites. En este

caso, predomina el consenso, llamémosle técnico, de que una moneda única tiene mayores posibilidades de éxito si se ve amparada por un único banco central: Cohen (1993) constata que en siete uniones monetarias internacionales anteriores a la UEM, cuando se crea una moneda única, también se constituye un banco central, mientras que solo se opta por un sistema que coordine los bancos centrales nacionales participantes cuando la opción es mantener las divisas nacionales vinculadas por un tipo de cambio fijo, pero diferenciadas.²

Las ideas, por tanto, han importado en el pasado y cabe esperar que condicionen la tan necesaria reinención de la UE. Más concretamente, cabe pensar que dicha UE renovada será el resultante de la combinación de retos y de ideas, que cristalizarán en una serie de propuestas inspiradas en gran medida en las visiones alemana y francesa en los dos ámbitos críticos en los que la UE se juega gran parte de su futuro: el de la integración económica y el de la coordinación de las políticas económicas. Y ya anticipamos que no hay que llamarse a engaño: aunque en ambas áreas encontramos el adjetivo «económico», las dos, especialmente la segunda, tienen una vertiente política fundamental, como se verá después.

Integración y convergencia económica

En el primero de los ámbitos es fundamental reforzar la integración económica con políticas que permitan la movilidad de personas, capital, bienes y servicios. La eurozona sigue teniendo un grado de sincronización inferior al de otras uniones monetarias, como la del dólar estadounidense, tal como se muestra en el artículo «Sincronización económica en un área económica y monetaria común» del presente Dossier, factor que se vincula a un grado de integración económica también inferior al de EE. UU. Entre las políticas requeridas para conseguir un auténtico mercado interior, destacan el desarrollo de un marco normativo y regulatorio común («a la alemana»). La armonización regulatoria ha sido enfoque tradicional de acción de la UE y, ciertamente, en algunos sectores, como el de las telecomunicaciones, se ha mostrado fructífero. Pero, con carácter general, las nuevas etapas en el proceso de integración económica requerirán enfoques más innovadores. En este sentido, el progreso hacia la unión bancaria apunta a cómo podría avanzar este ámbito de la integración económica.

Aunque, como apuntan Arqué, Fernández y Plata (2017), el detonante explícito de esa propuesta fue la necesidad de separar el vínculo perverso existente entre riesgo soberano y riesgo bancario durante la última crisis de la deuda soberana, lo cierto es que dicha unión se ha demostrado como una pieza angular imprescindible para completar el diseño de la eurozona en el sentido que ya apuntaba Gual (2012) de avanzar hacia la provisión eficiente de capitales a nivel paneuropeo.³ En dicha construcción se han combinado el instrumento de la armonización de la regulación del sector bancario con la creación de otros elementos que refuerzan, a la práctica, el grado de institucionalización. Así, en la primera vía, la de la armonización, se ha creado un código normativo único para todas las entidades financieras, que incluye los requisitos de capital necesarios o las normas para la gestión de bancos en dificultades. En la segunda, se refuerza una institución ya existente, el BCE, mediante su conversión en el supervisor único de todos los bancos de la eurozona desde 2014 y la puesta en marcha del Mecanismo Único de Resolución (MUR), operativo desde 2016. El gran elemento ausente por el momento es el Fondo de Garantía de Depósitos Europeo. Una combinación, por tanto, de integración mediante reglas más institucionalización reforzada que no deja de representar una solución que toma elementos de las dos visiones antes mencionadas, la alemana y la francesa.

Pero esta vía seguramente no será suficiente para superar los obstáculos existentes para alcanzar un grado de integración y convergencia económicas suficientes. En este mismo ámbito financiero, está en marcha, además de la unión bancaria, una unión del mercado de capitales. Aunque se ha progresado en este frente, se percibe un posible obstáculo: si el impulso principal se ganó cuando la crisis financiera de la eurozona arreció, ¿no podría ser que en épocas menos estresadas financieramente el incentivo a su consecución languidezca? En el fondo, este obstáculo apunta a una de las mayores dificultades para alcanzar mayores cotas de integración, la falta de un factor político de fondo. Gual en 2012 lo expresó con precisión «una integración económica profunda exitosa (...) requiere reformas económicas de calado. De hecho, estas son tan significativas y abarcan tantos aspectos del tejido social y económico que es poco realista que puedan ser impuestas desde Bruselas con el actual tramado institucional y sin recurrir a un grado de unión política radicalmente superior».

2. Véase Cohen, B. (1993), «Beyond EMU: The Problem of Sustainability», *Economics and Politics*, n.º 5.2: 187-203.

3. Sobre la cuestión en detalle, véase Arqué, G., Fernández, E. y Plata, C. (2017), «¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?», *Anuario del Euro 2016*, Fundación ICO y Fundación de Estudios Financieros, y Gual, J. (2012), «European Integration at the Crossroads», *“la Caixa” Economic Papers*, n.º 8.

Coordinación de políticas económicas

Y aún más clara es la demanda de mayor integración política en el ámbito de la coordinación de las políticas económicas. En apariencia, la mejora de la coordinación de las políticas económicas para hacer frente a *shocks* asimétricos entre países es una materia estrictamente técnica. Sin embargo, no lo es en absoluto, ya que los obstáculos para alcanzarla revisten un claro aspecto político.

Como se comenta en el artículo «Unión fiscal y el largo camino hacia los eurobonos» de este mismo Dossier, la coordinación de la política económica y fiscal entre los diferentes países de la eurozona requiere de mejoras. ¿Cómo podrían diseñarse los pasos siguientes en el refuerzo de dicha coordinación? Seguramente, mediante la combinación de elementos de la visión alemana y de la francesa. Parece improbable que la necesidad última de dotarse de capacidad de estabilización que permita afrontar los *shocks* asimétricos del futuro sea posible sin un grado de institucionalización elevado, más correspondiente con la visión francesa de crear instrumentos supranacionales. Pero, al mismo tiempo, deberían existir límites claros, de condicionalidad fuerte, que permitiesen mitigar la relajación del principio de responsabilidad. Por ejemplo, sería factible arbitrar un sistema de estabilización en el cual no se previesen transferencias permanentes, sino limitadas temporalmente al momento del *shock* asimétrico, y con restricciones fuertes a las políticas fiscales insostenibles (por ejemplo, mediante límites al endeudamiento máximo en las constituciones), de forma que se redujese el riesgo moral (la tradicional preocupación germana) de llevar a cabo políticas fiscales no prudentes.

Hacia una visión de síntesis: ideas, instrumentos y política

En definitiva, la historia y el análisis prospectivo antes realizado sugieren que la UE está entrando en una nueva etapa, mucho más exigente, pero también mucho más prometedora que la de la última década. En prácticamente todos los ejemplos antes presentados, se constata la combinación de ideas que se nutren de las visiones alemana y francesa. Se está gestando, a nuestro juicio, una nueva visión de síntesis, capaz de dar respuesta a problemas irresolubles desde solo una de las visiones. También en el repaso precedente de los retos pendientes y de los obstáculos a superar se constata que la respuesta tiene, de una forma u otra, elementos que implican una mayor integración política, aunque sea embrionaria. En este camino será más habitual el recurso a la llamada «integración flexible». Si en el pasado, el objetivo fue alcanzar «una unión cada vez más estrecha», como postula el Tratado de Maastricht, en la actualidad, conseguir un acuerdo unánime en muchos de los ámbitos antes mencionados es extremadamente difícil y raya lo imposible. Pero la imposibilidad de alcanzar un objetivo único común no debe impedir reformas ambiciosas en el seno de la UE. Una solución para sortear el *impasse* es una integración a distintas velocidades y niveles.⁴ Muchas propuestas de desarrollo de la UE son posibles si los miembros se adhieren a ellas de manera voluntaria y se alcanzan múltiples niveles de integración reforzada. Y, quizás, en la medida en que estos nuevos ámbitos de integración demuestren sus bondades, otros Estados miembros optarán por sumarse.

Josep Mestres y Àlex Ruiz

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

4. Véase, por ejemplo, Morillas, P. (2017), «Formes per a una unió: del "ever closer union" a una diferenciació flexible després del Brèxit», Notes Internacionals, CIDOB 166.

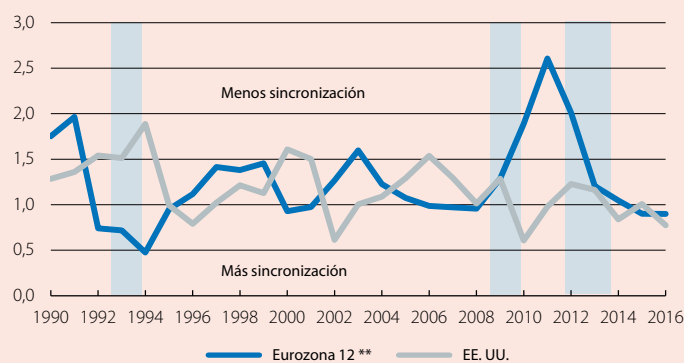
Sincronización económica en un área económica y monetaria común

En 2008, para celebrar el décimo aniversario del nacimiento del euro, la Comisión Europea publicó un extenso documento que discutía la experiencia de la Unión Económica y Monetaria.¹ Aunque en el documento se trazaban áreas de menor y mayor éxito, la conclusión que se extraía es que «tras 10 años de existencia, el euro es un éxito rotundo».² Pasados nueve años de su publicación, y una crisis económica global, nos costaría encontrar adherentes a esta visión. Este cambio de percepción está ligado a los problemas que ya se mencionaron en el debate previo a la creación del euro. Este artículo se enfoca en el peligro que entraña la ausencia de un ciclo económico común entre los países de la eurozona. Repasaremos las razones por las que es deseable que los países de la eurozona compartan un ciclo económico, evaluaremos el grado de sincronización económica entre sus distintos países y discutiremos algunos factores que limitan dicho grado de sincronización.

El debate previo a la creación del euro giró alrededor del concepto de «área monetaria óptima». Este concepto, que nace, en gran parte, del trabajo del Premio Nobel de Economía Robert Mundell establece que los países que comparten un área monetaria común deberían tener un ciclo económico sincronizado. Para evitar confusiones, siempre que hablemos de sincronización del ciclo económico en este artículo, nos estaremos refiriendo a que un grupo de países experimenta las fases expansivas y recesivas del ciclo de forma simultánea y que los *shocks* económicos afectan a los países miembros del grupo de forma similar. Así, cuando un grupo de países establece un área monetaria común, por definición, al perder cada país la soberanía sobre su política monetaria y sobre el tipo de cambio, se pierden dos valiosos instrumentos de ajuste frente al ciclo económico. Si todos los países experimentan un ciclo sincronizado de similar intensidad, la pérdida de estos instrumentos no genera tensiones, dado que la política llevada a cabo por la autoridad central monetaria es adecuada para todos los países miembros. Por lo contrario, si los ciclos no están sincronizados o tienen una intensidad distinta, la ausencia de los instrumentos mencionados anteriormente podría ser problemática.

Indicador de sincronización del ciclo económico *

Desviación estándar



Notas: * El indicador es la desviación estándar del crecimiento del PIB de cada país menos el promedio de crecimiento de la eurozona (o EE. UU.). Irlanda está excluida del cómputo en el año 2015 dado un cambio en la definición en la serie del PIB. El cómputo de la desviación estándar se hace usando una media ponderada por población del país. ** Se excluyen algunos países de la eurozona por falta de datos.

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

Entonces, la pregunta sería ¿cómo ha evolucionado la sincronización del ciclo económico entre los países miembros de la eurozona en las últimas décadas? Para responder a esta cuestión, en este artículo usamos una medida basada en el grado de dispersión de las tasas de crecimiento del PIB. Existen otras medidas, como las basadas en la correlación de las tasas de crecimiento o las basadas en la descomposición del crecimiento del PIB en factores comunes y factores idiosincráticos de cada país. Sin embargo, dado que el cómputo de correlaciones no da importancia al diferencial entre tasas de crecimiento y las medidas basadas en la descomposición del crecimiento del PIB requieren de supuestos arbitrarios para identificar la descomposición, la medida basada en el grado de dispersión nos parece la más adecuada.³

En el gráfico, comparamos el indicador de sincronización de un grupo de 12 países de la eurozona con el de las ocho grandes regiones de EE. UU.⁴ A mayor magnitud del indica-

dor, menor es el grado de sincronización. Las áreas en gris indican aquellos años en los que la eurozona sufrió una recesión. Como se puede ver, el grado de sincronización del ciclo de las regiones de EE. UU. se ha mantenido relativamente estable durante el periodo analizado. En el caso de la eurozona, se puede apreciar que después de un pronunciado aumento de la sincronización a principios de los noventa, probablemente debido al esfuerzo armonizador de cara a la creación del mercado

1. Comisión Europea (2008), «EMU@10, Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union», European Economy, vol. 2.

2. Traducido del inglés por el autor.

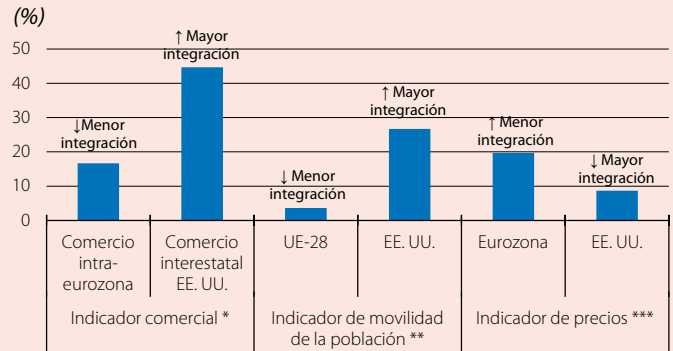
3. Véase el artículo de la Comisión Europea (2008) para una exposición más detallada de los problemas relacionados con cada medida.

4. Los países incluidos de la eurozona son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Países Bajos, Irlanda, Italia y Portugal. Las regiones de EE. UU. son: New England, Mideast, Great Lakes, Plains, Southeast, Southwest, Rocky Mountains y Far West. Las ocho regiones engloban el conjunto del territorio de EE. UU.

único en 1993, este se mantuvo relativamente constante y a un nivel similar al de EE. UU. durante el resto de los noventa y la primera década de los 2000. En efecto, si hubiéramos escrito este artículo en el 2008, y basándonos en el indicador mostrado, hubiéramos concluido, del mismo modo que el artículo de la Comisión Europea mencionado anteriormente, que la eurozona había logrado un grado de sincronización aparentemente satisfactorio.⁵ Sin embargo, el grado de sincronización en la eurozona cayó de forma significativa durante los años de la crisis financiera global, cosa que no ocurrió en EE. UU. Pese al aparente buen grado de sincronización previo a la crisis, el indicador sugiere que hay *shocks* que pueden afectar a los países de la eurozona de forma muy asimétrica.

Existen varios elementos que hicieron que la profundidad de la recesión fuera muy distinta entre los países de la eurozona. Como se comenta en los otros dos artículos del presente Dossier, en parte, ello fue debido a que la arquitectura institucional de la eurozona no estaba preparada para hacer frente a *shocks* de tal magnitud. Otro elemento diferencial entre EE. UU. y la eurozona es el grado de integración de sus respectivos mercados. Ello es relevante, dado que si los mercados están más integrados, el grado de sincronización es más elevado. En el gráfico adjunto, mostramos tres indicadores: uno de integración comercial, uno de movilidad de la población y uno de dispersión de precios. En un mercado muy integrado, esperaríamos ver que los Estados miembros comercian mucho entre ellos, que hay muchas personas viviendo en estados en los que no han nacido y que los precios de los bienes y servicios no varían demasiado entre estos. Tal como se puede ver en el gráfico, la eurozona compara de manera muy desfavorable respecto a EE. UU.

Indicadores de integración de mercado



Notas: * Exportaciones de bienes entre los Estados miembros de la eurozona (o EE. UU.) sobre el PIB de la eurozona (o EE. UU.). Datos de 2012. ** Proporción de personas que viven en un estado de la UE-28 (o EE. UU.) pero que han nacido en otro estado de la UE-28 (o EE. UU.). Datos de 2015. *** Coeficiente de variación de la serie de precios sobre el promedio de la serie (en porcentaje). Datos de 2015. Para la eurozona, usamos la serie del índice de precios del consumo final de las familias. Para EE. UU. usamos el deflactor regional implícito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, US Bureau of Transportation Statistics, US Census Bureau y BEA.

Si los cuatro principios que rigen el mercado único son la libre circulación de personas, bienes, servicios y capitales, ¿a qué se debe la fragmentación presente en el mercado único? En gran medida, la fragmentación es debida a la propia naturaleza de la eurozona. El mercado único se compone de países con lenguas, culturas y leyes muy distintas. Esta heterogeneidad, que hace al continente tan rico y diverso, limita también la capacidad de integración de los países de la eurozona si no se toman las medidas adecuadas.

Desde la creación del mercado único con la firma del Acta Única Europea en 1987, la construcción del mercado único ha avanzado mucho. Sin embargo, un mayor grado de integración es posible. Por ejemplo, para aumentar el grado de movilidad de las personas, se podría establecer un sistema rápido de homologación de grados educativos y títulos profesionales o ampliar las garantías de portabilidad de los planes de pensiones o de los seguros médicos entre estados. En el mercado de productos, facilitarían la circulación de bienes y servicios a nivel europeo reformas en los mercados de productos que armonizaran las regulaciones y especificaciones técnicas, o la unificación de los trámites administrativos y requisitos legales para ejercer actividad económica en cada uno de los países de la eurozona. Asimismo, un mayor grado de interconectividad en sectores como la energía, con la creación de un regulador único, aumentaría la eficiencia económica y reduciría el diferencial de precios entre los estados. Finalmente, en términos de circulación de capitales, si bien la unión bancaria supone un paso importante hacia adelante, el sector bancario de la eurozona todavía está fragmentado. En este sentido, medidas que contribuirían a una mayor integración incluyen, entre otras, armonizar los regímenes de insolvencia y eliminar discrecionalidades supervisoras todavía existentes entre países y unificar criterios (por ejemplo, la definición de préstamo dudoso). Asimismo, queda pendiente también dotar al Fondo Único de Resolución de un mecanismo de última instancia (o *backstop* fiscal) y crear un sistema europeo de garantía de depósitos que permita una mayor mutualización de riesgos entre países. Aún queda mucho por hacer.

Oriol Carreras Baquer

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

5. Los indicadores alternativos mencionados anteriormente también sugerían un buen grado de sincronización antes de la crisis.

Unión fiscal y el largo camino hacia los eurobonos

A pesar de las reformas encaminadas a mejorar la arquitectura institucional de la eurozona que se han implementado en los últimos años,¹ la Unión Económica y Monetaria permanece incompleta. Muestra de ello son las continuas declaraciones por parte de los principales líderes políticos europeos a favor de seguir avanzando en el proceso de reformas de las instituciones de la eurozona. Uno de los ámbitos que centra más la atención es la llamada unión fiscal, tanto por su relevancia como por la concreción de algunas propuestas en los últimos meses.

Son muchos los elementos que deberían componer la unión fiscal y, a menudo, se hacen propuestas en alguno de los ámbitos de manera aislada. En conjunto, las reformas que se deberían llevar a cabo se pueden agrupar en dos grandes áreas. Por un lado, la mejora de los mecanismos que deben guiar y apoyar la política fiscal de las distintas economías que integran la eurozona. Ello incluye tanto el conjunto de reglas que guían la política fiscal de cada país como, eventualmente, la creación de un ente a nivel europeo al que le podrían ser transferidas algunas de las competencias de política económica. La otra gran pata de la unión fiscal es la financiación de dichas competencias.²

En los últimos meses se ha intensificado el debate en ambos frentes. Así, por un lado, Merkel se ha manifestado a favor de la creación de un Ministerio de Economía Europeo (refiriéndose a los países que conforman la eurozona), siempre que ello vaya acompañado del refuerzo de las reglas actuales que guían la política fiscal de los distintos países. Su homólogo francés, Macron, ha ido un paso más allá, y ha concretado que las áreas de responsabilidad de este ministerio deberían incluir: inversión en infraestructuras, asistencia financiera de emergencia y apoyo a aquellos países que se encuentren en recesión. Conocedor de la visión alemana, el presidente francés también ha añadido que solo podrían recibir el apoyo de este ministerio aquellos países que cumplan las reglas fiscales comunes. Aunque el paso definitivo hacia la unión fiscal está lejos de concretarse, parece que la visión alemana y la francesa van acercando posiciones. Para seguir avanzando es clave conseguir un nivel de definición suficientemente concreto de las reglas y responsabilidades del eventual ministerio para que la posición alemana se sienta confortable. Al mismo tiempo, sin embargo, la posición francesa también exigirá que dicho ministerio tenga suficiente margen de actuación para que las políticas que lleve a cabo puedan ser efectivas.

Respecto a la segunda gran área de la unión fiscal, la concreción es todavía menor. Poco se ha dicho sobre si el eventual Ministerio de Economía Europeo recibiría los recursos mediante transferencias ordinarias de los distintos Estados miembros o si, por el contrario, le sería transferida parcial o totalmente la recaudación de algún impuesto. En cambio, sí que hay un interesante debate sobre si la creación del Ministerio de Economía podría ir acompañada de la creación de un instrumento de deuda europeo, los llamados eurobonos. El interés por el tema es doble. Por un lado, ello podría ampliar la capacidad de gestión de las políticas a llevar a cabo por el eventual Ministerio de Economía. Durante los periodos recesivos, por ejemplo, en los que quizás los recursos disponibles podrían ser más escasos y, al mismo tiempo, más necesarios, el presupuesto podría mantenerse o aumentar a través de la emisión de deuda.

Por otro lado, la creación de eurobonos podría ayudar a mejorar la estabilidad financiera de la eurozona. El motivo es el siguiente: una parte importante de la deuda pública de cada país está en manos de los bancos que concentran su actividad en dicho país y, durante la crisis, ello propició que los *shocks* se transmitieran del sector público al sector bancario (y viceversa), amplificando su impacto económico a nivel agregado.

Así, la creación de un instrumento de deuda a nivel europeo podría ser un catalizador para que los bancos diversifiquen las tenencias de deuda pública, lo que ayudaría a desligar la evolución del sector bancario de cada país de la del sector público. Además, en última instancia, se cree que el compromiso que los distintos países adquirirán con la creación de eurobonos podría servir para eliminar el riesgo de ruptura del euro, un factor que en los momentos álgidos de la crisis pesó enormemente sobre el sector bancario y público de los países de la periferia.

1. Concretamente, se hicieron cambios en el marco de gobernanza a nivel de la UE, con la creación del Semestre Europeo, encaminado a coordinar las políticas económicas, y el *Six pack*, para reforzar el cumplimiento de las normas fiscales. Además, también se aprobaron el *Fiscal Compact* y el *Two pack* para aumentar la supervisión y la coordinación de políticas fiscales en los países de la eurozona. También se crearon mecanismos para gestionar episodios de crisis, como el MEDE (para recapitalizar bancos y proveer liquidez a Estados miembros en dificultades), y se han hecho importantes avances en la unión financiera.

2. Véase, por ejemplo, Allard, C. *et al.* (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area», IMF Discussion Note, September.

En este sentido, en un artículo reciente, la Comisión Europea plantea la creación de un Tesoro a nivel europeo encargado de emitir un activo de deuda común. Sin embargo, lo apunta como un objetivo a medio y largo plazo. Primero hay que llegar a un acuerdo sobre la creación del eventual Ministerio de Economía o, lo que es lo mismo, antes de que los países de la eurozona acepten que se emita un título de deuda cuyo riesgo compartirían, hay que acordar a qué se dedicarán estos recursos.

A más corto plazo, la Comisión Europea sugiere que podría ser útil, y factible, la introducción de títulos respaldados por bonos soberanos (eurobonos sintéticos o SBBS, por sus siglas en inglés).³ La propuesta se basa en la que hace unos años plantearon M. Brunnermeier *et al.*, y contempla que una o varias entidades acreditadas (públicas o privadas) compren una cartera diversificada de bonos soberanos de la eurozona en el mercado secundario utilizando un esquema de ponderación transparente y predecible.⁴ Para financiar esta cartera, se emitirían dos tipos de títulos: uno sénior (*European Safe Bond Asset* o ESBies) y uno júnior (*European Junior Bond* o EJBies).⁵ Este último sería el primero en absorber cualquier pérdida derivada del incumplimiento del pago de las obligaciones soberanas de un país.

Esta iniciativa está desligada de la creación de un Ministerio de Economía Europeo y pretende contribuir a mejorar la estabilidad financiera de dos maneras. En primer lugar, porque según los autores de la propuesta, permitiría aumentar la oferta de activos libres de riesgo en la eurozona (activos con *rating* AAA denominados en euros). En segundo lugar, porque facilitaría la reducción de la exposición de los bancos al riesgo soberano de su país de origen al proveer a estos de un instrumento para diversificar su cartera de bonos. Este segundo elemento es importante, porque al desligar el vínculo entre el riesgo soberano y el del sector bancario de cada país, los *shocks* económicos tendrían un menor impacto agregado.

En definitiva, aunque la unión fiscal parece un objetivo lejano y difícil de alcanzar, poco a poco se van poniendo encima de la mesa algunas piezas que podrían hacer que el puzle finalmente encaje. Europa siempre ha parecido que avanza lentamente, pero, cuando uno mira atrás, hay momentos en los que se han tomado decisiones de calado. Probablemente nos encontramos en la antesala de uno de estos momentos y la unión fiscal es uno de los ámbitos en los que se podría avanzar de forma decidida en los próximos años.

Roser Ferrer

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

3. Véase Brunnermeier, M. *et al.* (2011), «European Safe Bonds», The Euronomics Group, resumen disponible en voxeu.org.

4. Por ejemplo, Brunnermeier, M. *et al.* (2016), «The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, n.º 5.

5. Los SBBS estarían completamente garantizados por la cartera subyacente. Es decir, el valor nominal de los títulos ESBies y EJBies sería igual a la suma del valor nominal de los bonos soberanos nacionales que respaldan estos títulos.

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

