IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 416 | OCTUBRE 2017

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
La lucha por la política monetaria del futuro

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Juego de tronos en China: claves y complejidades del sistema político

UNIÓN EUROPEA
Brexit, *el camino que queda por recorrer*

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Tres fortalezas del sector turístico español

DOSSIER: CONSUMO: NUEVAS TENDENCIAS

La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas

El consumo: ¿quién, cuánto y en qué?

El consumo en la era digital

Situación y perspectivas de la financiación del consumo

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 2017

CaixaBank, S.A.
Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:
30 de septiembre de 2017

Enric Fernández
Director Corporativo de Planificación Estratégica y Estudios

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía

Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

Estel Martín
Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

6 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La lucha por la política monetaria del futuro*

11 *Petróleo: mirando por el lado de la demanda*

13 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *Juego de tronos en China: claves y complejidades del sistema político*

17 *América Latina, ¿víctima del giro proteccionista de EE. UU.?*

19 UNIÓN EUROPEA

22 *La reforma laboral francesa: la revolución* soft *de Emmanuel Macron*

23 Brexit, *el camino que queda por recorrer*

25 ECONOMÍA ESPAÑOLA

28 *Tres fortalezas del sector turístico español*

29 *Emancipación juvenil: sueño o realidad*

32 DOSSIER: CONSUMO: NUEVAS TENDENCIAS

32 *La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas*
Judit Montoriol Garriga

34 *El consumo: ¿quién, cuánto y en qué?*
Anna Campos y Clàudia Canals

36 *El consumo en la era digital*
Roser Ferrer

38 *Situación y perspectivas de la financiación del consumo*
Ariadna Vidal y Pau Labró

Consumo y motores de crecimiento

El Dossier de este *Informe Mensual* lo dedicamos al consumo de los hogares, la principal partida del producto interior bruto (PIB) de la economía española por el lado de la demanda. Representa el 57% del PIB, una cifra que excluye bienes suministrados por las Administraciones públicas, como educación, sanidad, seguridad o defensa (en total, estos otros bienes sumarían otro 20% del PIB). Se puede argumentar que se trata de una medida que aproxima el nivel de bienestar mejor que el propio PIB. Al fin y al cabo, nos satisface más consumir que producir.

A algunos les puede sorprender que, a pesar de su recuperación en los últimos años, el consumo de los hogares en términos reales todavía se sitúa un 5% por debajo de los niveles máximos de precrisis. Así pues, aunque el PIB haya recuperado en el segundo trimestre de este año las cotas anteriores a la crisis, el consumo todavía no lo ha hecho. Ello se explica porque el principal motor de recuperación de la economía española han sido las exportaciones.

De hecho, cuando se dice que el consumo es el motor del crecimiento económico, se confunden a menudo causa y efecto. Ciertamente, el consumo ayuda a explicar los movimientos cíclicos de una economía: si la confianza cae o la incertidumbre se dispara, los consumidores tenderán a posponer decisiones de compra de bienes duraderos o a reducir su gasto en ocio, por ejemplo. Y como el consumo tiene un peso muy elevado sobre el PIB, pequeñas oscilaciones en la propensión a consumir se trasladan de forma significativa al conjunto del PIB.

Pero lo que en realidad determina el crecimiento de una economía a largo plazo, y su capacidad de consumo, son el ahorro y la inversión, y todo aquello que permite mejorar la productividad –producir más con menos–. El ahorro permite financiar la inversión, en capital físico y capital humano. Por ello, un consumo excesivo –o dicho de otra manera, un ahorro demasiado bajo– acaba repercutiendo negativamente en el potencial de crecimiento de una economía. La productividad crece con la innovación –la aparición de nuevos productos, modelos de negocio y la mejora de procesos productivos–, el aprovechamiento de economías de aglomeración –los *clusters* son importantes– y con una correcta asignación de recursos ante cambios en el entorno. Para todo ello, una educación de calidad, un sistema productivo flexible y abierto a la competencia, un entorno normativo que favorezca la creación y el crecimiento de las empresas, y un buen mecanismo de selección de inversiones públicas son algunos factores importantes, aunque hay muchos más.

Impulsar el consumo sin impulsar todo lo anterior es poner el carro delante de los bueyes. En este sentido, aquellos que creen que, en estos momentos, un aumento generalizado y significativo de salarios en la economía española sería positivo para el crecimiento, seguramente cometen este error. Habrá empresas o sectores que sí pueden permitirse aumentos más fuertes de los salarios pero, con una tasa de paro que todavía supera el 17%, la moderación de los incrementos salariales todavía es importante para promover la creación de empleo y maximizar el crecimiento de las rentas de las familias.

En términos de equidad, también es importante que los más jóvenes, que en muchos casos son los que han sufrido los ajustes salariales más fuertes en los últimos años, puedan recortar distancias en su capacidad de consumo en comparación a sus mayores a la vez que continúa reduciéndose su tasa de paro.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de septiembre de 2017

CRONOLOGÍA

SEPTIEMBRE 2017

15 Standard & Poor's mejora el *rating* soberano de Portugal de BB+ a BBB– y lo sitúa dentro del grado de inversión.
20 La Fed anuncia que en octubre empezará a reducir su balance. Inicialmente se dejarán de reinvertir vencimientos por valor de 6.000 millones de dólares en deuda pública y 4.000 en deuda y bonos de titulización hipotecaria, cifras que aumentarán paulatinamente en los próximos trimestres.
21 Standard & Poor's rebaja el *rating* soberano de China de AA– a A+.
25 Angela Merkel gana las elecciones generales de Alemania.

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.

AGENDA

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).

NOVIEMBRE 2017

1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
8 Índice de producción industrial (septiembre).
15 PIB de Japón (3T).
17 Créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
21 Comercio exterior (septiembre).
28 Ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
29 Avance del IPC (noviembre).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (noviembre).
30 Balanza de pagos (septiembre).
Contabilidad nacional trimestral (3T).

Tras el verano, panorama positivo

La economía mundial, en la vía prevista. Los datos de actividad del 3T 2017 apuntan a que el ritmo de crecimiento global se mantiene elevado, probablemente en la zona del 3,5%. Como viene sucediendo en los últimos trimestres, la extensión geográfica de la aceleración del crecimiento es amplia, ya que alcanza tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. Tampoco se observan tensiones inflacionistas preocupantes. Aunque ciertamente los riesgos geopolíticos internacionales siguen presentes, se trata de un punto de partida firme para que, el año próximo, la economía acelere algo más y crezca en la zona del 3,7%, su mejor registro en siete años. Dado que la coyuntura económica se mueve por las coordenadas previstas, los focos de atención del mes han sido de naturaleza política (incluyendo la política económica) o provenientes del ámbito de los bancos centrales.

EE. UU. ejemplifica esta situación, ya que en el punto de mira se encontraban, por definirlos sintéticamente, los huracanes, el techo de deuda y la Fed. Pronto se vio que el impacto de los huracanes, en términos estrictamente económicos, será probablemente contenido y temporal. Más disruptivo podría haber sido el cierre de parte de la Administración por falta de fondos si se hubiera alcanzado el límite de deuda pública legalmente establecido. Finalmente, el presidente estadounidense llegó a un acuerdo con el Congreso para prorrogar hasta diciembre dichos fondos y posponer hasta el final del año el debate para elevar el techo de la deuda, lo que ha permitido ganar tiempo en materia presupuestaria. Así, el gran protagonista ha acabado siendo la Fed, que sigue tratando de bregar con unos mercados que manejan expectativas de tipo de interés algo menos agresivas que las que contempla la hoja de ruta que la Fed ha reiterado en los últimos meses. En septiembre, el banco central estadounidense anunció el inicio del proceso de reducción de su balance en octubre. Asimismo, reiteró el escenario de subidas de tipos de referencia (una en 2017 y tres más en 2018), el escenario que ya maneja CaixaBank Research desde hace meses. El mensaje permeó en cierta medida en los inversores, especialmente respecto a la siguiente subida, pero el mercado sigue pensando que en 2018 solo se producirá una subida.

En Europa, la tesitura era semejante: atención a la política y al BCE. Tras confirmarse que, gracias al buen tono de la demanda interna, la economía de la eurozona sigue manteniendo un ritmo de crecimiento elevado (0,6% intertrimestral en el 2T 2017, 2,3% interanual), el interés se centró en Fráncfort y Berlín, es decir, en la reunión del BCE y en los resultados de las elecciones legislativas alemanas. De la primera reunión se esperaba que se empezara a aclarar la senda futura de la política monetaria. De la segunda cita se buscaba, también, clarificación, en este caso de la fortaleza política de Angela Merkel y su partido para afrontar los retos de una nueva legislatura, fundamental para Alemania, pero también para una Europa necesitada de un nuevo impulso. Lo primero se atuvo al guion previsto: el BCE confirmó que será en octubre cuando empiece a concretar cómo y cuándo empezará el proceso de normalización de la política monetaria. Recordemos que CaixaBank Research espera *tapering* en 2018, primera subida del *depo* a finales de 2018 y primera subida del *refi* en 2019. En cambio, la victoria de Angela Merkel fue algo más ajustada de lo previsto y, tras la negativa socialista de reeditar la «gran coalición», aboca al país a una coalición tripartita de más difícil gestión y de ambiciones europeístas seguramente más modestas.

La economía española y la portuguesa van bien. En España, los indicadores más recientes, en especial los del mercado laboral y otros de actividad como la producción industrial, sugieren que el escenario de CaixaBank Research (recordemos, suave desaceleración del crecimiento, del 3,1% de 2017 al 2,7% de 2018) empieza a materializarse, todo ello en un contexto económico que sigue siendo positivo. Específicamente, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el 3T, un ritmo de crecimiento significativo, aunque algo más suave que el del trimestre anterior (0,9%). Por lo que se refiere a Portugal, la mejora en las perspectivas de crecimiento económico del país de los últimos trimestres, el progreso en materia fiscal y los menores riesgos procedentes de la financiación externa han sido los factores esenciales que justifican la decisión de la agencia de calificación crediticia S&P de revisar al alza el *rating* de Portugal y situarlo en «grado de inversión» (de BB+ a BBB–). Otra voz internacional relevante, el FMI, apuntó en la misma línea en su informe anual sobre Portugal al valorar positivamente el esfuerzo de la economía lusa en la reducción de riesgos a corto plazo (fiscal, bancario y financiación externa).

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	3,2	3,5	3,7	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7
Países desarrollados	*2,1*	*1,7*	*2,1*	*2,1*	*2,0*	*2,2*	*2,1*	*2,1*	*2,2*	*2,1*
Estados Unidos	2,9	1,5	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,3	2,5	2,3
Eurozona	1,9	1,8	2,2	2,0	2,0	2,3	2,4	2,2	2,2	2,0
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	1,8	2,1	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	1,8	1,5	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	2,4	2,2	2,2
España	3,4	3,3	3,1	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	2,8
Japón	1,1	1,0	1,4	1,0	1,4	1,6	1,4	1,1	1,1	0,7
Reino Unido	2,3	1,8	1,6	1,4	1,8	1,5	1,6	1,4	1,4	1,5
Países emergentes	*4,3*	*4,3*	*4,6*	*4,8*	*4,6*	*4,6*	*4,6*	*4,7*	*4,8*	*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	4,4	3,4	5,2	5,1	4,5	3,0	3,2	3,3
Polonia	3,9	2,7	4,2	3,2	4,2	4,4	4,7	3,6	3,3	3,0
Sudáfrica	1,3	0,4	0,8	1,6	0,7	0,4	0,7	1,2	1,7	1,6
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,2	3,3	3,2	3,0	3,1	3,4	3,2	3,4
Países desarrollados	*0,3*	*0,8*	*1,6*	*1,8*	*1,8*	*1,5*	*1,5*	*1,4*	*1,5*	*1,8*
Estados Unidos	0,1	1,3	2,0	2,2	2,5	1,9	1,8	1,7	1,6	2,3
Eurozona	0,0	0,2	1,6	1,6	1,8	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7
Alemania	0,1	0,4	1,7	1,7	1,9	1,6	1,7	1,7	1,5	1,8
Francia	0,1	0,3	1,2	1,5	1,5	1,0	1,0	1,4	1,3	1,5
Italia	0,1	0,0	1,4	1,4	1,4	1,6	1,2	1,5	1,3	1,4
Portugal	0,5	0,6	1,5	1,6	1,4	1,7	1,3	1,7	1,6	1,7
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	0,4	0,8	0,3	0,4	0,6	0,3	0,9	0,7
Reino Unido	0,0	0,7	2,6	2,5	2,1	2,7	2,7	2,8	2,5	2,5
Países emergentes	*4,7*	*4,3*	*4,1*	*4,5*	*4,0*	*3,9*	*4,0*	*4,6*	*4,5*	*4,6*
China	1,4	2,0	1,9	2,2	1,4	1,4	1,7	2,9	2,2	2,6
India	4,9	4,9	3,5	4,5	3,6	2,2	3,4	4,7	4,8	4,6
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	3,7	4,3	4,9	3,6	3,1	3,2	4,3	4,2
México	2,7	2,8	5,8	3,9	5,0	6,1	6,2	6,0	4,5	3,8
Chile	4,3	3,8	2,6	2,9	2,8	2,3	2,6	2,6	2,6	3,0
Rusia	15,5	7,1	4,2	4,1	4,6	4,2	3,9	4,1	4,1	4,1
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	1,6	2,2	1,7	1,5	1,4	1,7	2,0	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	3,0	2,9	2,6	2,4	2,3	2,6	2,6	2,8	2,8	2,5
Consumo de las AA. PP.	2,1	0,8	1,0	1,0	0,6	1,1	0,8	1,6	1,1	0,9
Formación bruta de capital fijo	6,5	3,3	4,5	3,4	4,7	3,5	4,9	5,1	3,4	3,8
Bienes de equipo	11,6	4,9	5,2	3,3	6,2	3,7	4,9	6,1	3,0	4,0
Construcción	3,8	2,4	4,3	3,5	3,9	3,6	5,2	4,7	3,6	3,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,9	2,5	2,5	2,3	2,4	2,3	2,6	2,9	2,5	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,2	4,8	5,8	4,2	6,7	4,4	6,2	5,8	3,4	4,6
Importación de bienes y servicios	5,9	2,7	4,5	3,2	5,1	2,3	5,1	5,4	2,0	3,8
Producto interior bruto	**3,4**	**3,3**	**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	1,8	1,7	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	2,0	2,1	2,0	1,9	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
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	1,75	0,79	1,05	1,25	1,33	1,50	1,58
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,27	1,95	1,07	1,20	1,32	1,51	1,72	1,20
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,81	2,40	1,75	1,75	1,73	1,99	2,21	1,75
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,37	2,35	1,23	1,28	1,36	1,59	1,90	1,28
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,34	3,06	2,44	2,26	2,24	2,43	2,71	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	–0,33	–0,26	–0,33	–0,33	–0,33	–0,32	–0,30	–0,30
Euríbor 12 meses	0,17	–0,03	–0,13	0,00	–0,10	–0,13	–0,16	–0,14	–0,08	–0,04
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,24	–0,58	–0,71	–0,29	–0,78	–0,74	–0,72	–0,60	–0,50	–0,40
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,41	0,85	0,34	0,31	0,42	0,57	0,66	0,71
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,11	1,11	1,13	1,18	1,07	1,10	1,17	1,20	1,20	1,19
¥/€	134,33	120,30	127,05	133,13	121,05	122,21	130,38	134,56	134,84	133,69
£/€	0,73	0,82	0,88	0,88	0,86	0,86	0,90	0,89	0,89	0,88
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	53,64	45,04	53,10	59,21	54,68	50,92	52,12	54,67	56,83	58,50
Brent (€/barril)	48,33	40,73	47,06	49,93	51,35	46,34	44,84	45,71	47,46	49,16

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

Previsiones

COYUNTURA · Tono globalmente constructivo en los principales mercados financieros internacionales

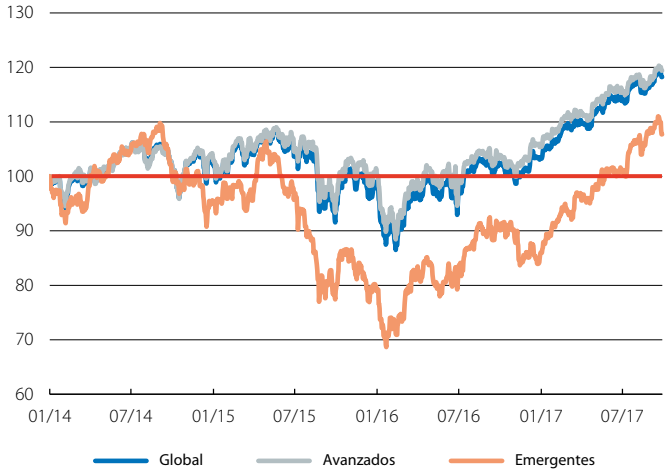
Tras un verano relativamente plácido, los mercados internacionales adoptan un tono constructivo, en particular en el bloque desarrollado. Si el verano estuvo marcado por una relativa estabilidad o incluso una tendencia a la baja en el caso de las bolsas europeas, en septiembre los activos de renta variable adoptaron un tono más firme y los tipos a largo plazo experimentaron repuntes moderados. La continuidad de la firmeza de la actividad económica fue uno de los principales factores de apoyo de estas tendencias positivas, en particular, en Europa y en el bloque emergente. Con todo, repuntes de aversión al riesgo recurrentes recuerdan que el entorno financiero global es sensible a varios focos de incertidumbre.

El riesgo geopolítico vuelve al centro del escenario. Aunque, en general, la volatilidad se ha mantenido en cotas históricamente muy bajas, los principales activos financieros se mostraron relativamente sensibles a los repuntes de tensión debido a la escalada (principalmente verbal, de momento) en el conflicto que opone a EE. UU. y Corea del Norte, especialmente en los activos emergentes. Con todo, este riesgo tiene hasta ahora un alcance temporal y limitado. Respecto a los otros focos de riesgo, las preocupaciones por los elevados niveles de la renta variable en EE. UU. se mantienen presentes y las dudas respecto a la salud de la economía estadounidense permanecen, si bien se han moderado ligeramente gracias a la solidez de los datos de actividad más recientes. Por otro lado, el riesgo sobre la capacidad de la OPEP de equilibrar el mercado de petróleo parece haber disminuido, por lo menos a medio plazo, ante el fuerte compromiso de la gran mayoría de los países de la organización (véase el último párrafo del artículo para más detalles).

El BCE muestra confianza en la actividad de la eurozona y empieza a analizar las distintas opciones en la estrategia de salida del programa de compra de bonos (QE). Tal y como se esperaba, el BCE no reajustó los parámetros de la política monetaria ni modificó su orientación futura en la reunión de septiembre. Sin embargo, el Consejo de Gobierno (CG) de la entidad apreció positivamente la mejora del escenario macroeconómico, si bien mencionó que la apreciación del euro constituye una fuente de incertidumbre y de riesgo para sus previsiones de crecimiento e inflación. Como se había anunciado en la reunión anterior, el CG también indicó que había empezado a valorar los posibles cambios que podría introducir en el QE. Según ha indicado Draghi, se espera que las decisiones se tomen en la próxima reunión, que tendrá lugar a finales de octubre. Como de costumbre, Draghi enfatizó que la estrategia del BCE estará fundamentada en la paciencia, la persistencia y la prudencia.

Bolsas internacionales por geografía

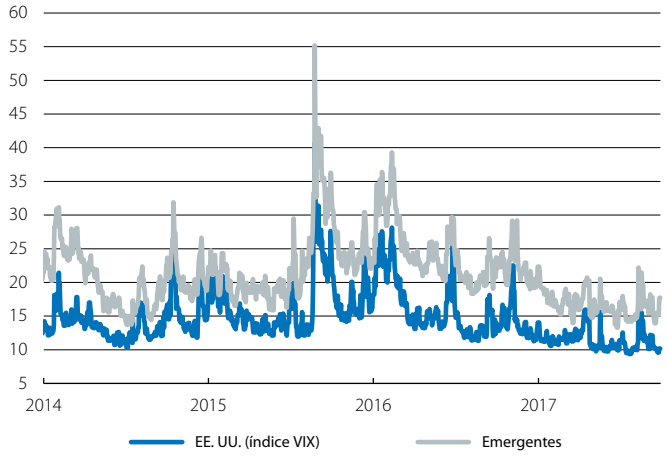
Índice (100 = enero 2014)



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

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

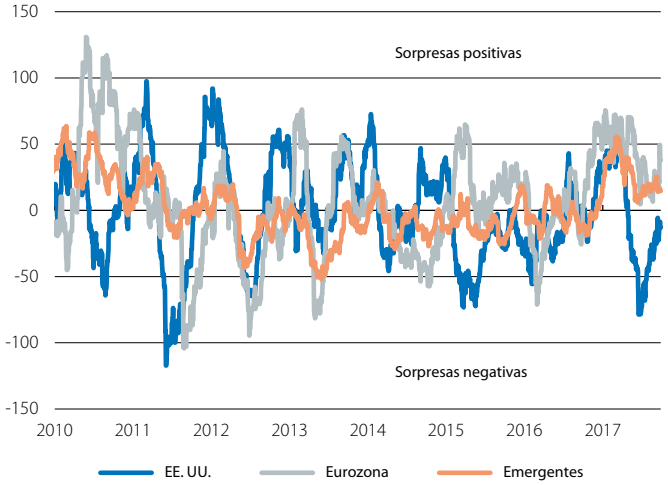
(%)



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

Índice de sorpresas económicas

(Índice)



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

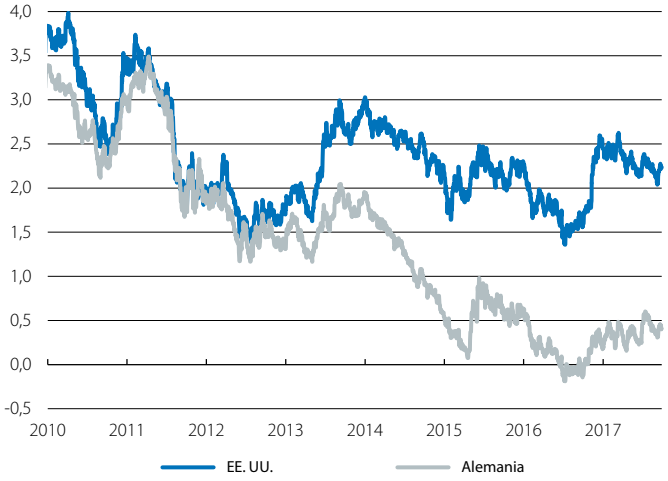
La Fed anuncia el inicio del proceso de reducción de su balance para octubre. Como se anticipaba, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) oficializó su intención de reducir el tamaño de su balance a partir de octubre. En concreto, según los detalles anunciados en la reunión de junio, se dejarán de invertir 6.000 millones de dólares de deuda pública y 4.000 de deuda y bonos de titulización hipotecaria, antes de intensificar la reducción del balance en los próximos trimestres. Este anuncio, que estaba ya ampliamente anticipado por la gran mayoría de analistas e inversores, no deparó movimientos de gran envergadura en los mercados financieros internacionales. Finalmente, respecto al tipo de referencia objetivo (*fed funds target*), la Fed no introdujo cambios durante esta reunión, pero dejó la puerta abierta a una nueva subida de tipo de interés en diciembre, en consonancia con el mantenimiento de su valoración positiva de la evolución del entorno macroeconómico y con su escenario de normalización gradual de la política monetaria.

La rentabilidad a largo plazo de la renta fija soberana repunta en el bloque desarrollado y las primas de riesgo se mueven en Europa. Pese a un inicio del mes marcado por nuevos descensos, las rentabilidades de los principales bonos soberanos del bloque desarrollado terminaron el mes de septiembre al alza. Si bien esta tendencia parecía frenarse con el repunte de nerviosismo debido a las tensiones geopolíticas, el anuncio de la reforma fiscal en EE. UU. y el incremento de las expectativas de subida de tipos en diciembre en EE. UU. fueron los principales elementos que contribuyeron a reforzar el aumento de las rentabilidades a largo plazo en los últimos días del mes. En concreto, la rentabilidad del bono soberano estadounidense a 10 años superó el 2,3% (desde el 2,1% a finales de agosto) y en Europa la rentabilidad del *bund* se acercó al 0,5%. Respecto a los movimientos de las primas de riesgo en Europa, los países de la Península Ibérica sufrieron los cambios más significativos. Por un lado, la prima de riesgo española, que volvió a niveles más parecidos a los observados al inicio del verano, terminó de nuevo el mes cerca de los 120 puntos. Por otro lado, la prima de riesgo de Portugal se redujo significativamente desde los 240-250 p. b. hasta estabilizarse alrededor de los 200 puntos tras la mejora del *rating* soberano por parte de la agencia de calificación Standard & Poor's.

Las principales bolsas mantienen un ritmo constructivo, aunque permanecen sensibles a los riesgos geopolíticos, en particular en el bloque emergente. Los activos de renta variable mostraron un buen desempeño en las primeras semanas del mes. Las bolsas europeas y estadounidenses crecieron a un ritmo firme y alcanzaron nuevos máximos históricos en el caso de las últimas, lo que persiste como una fuente de preocupación que cada mes cobra más importancia. Al final del mes, los anuncios de los detalles de la tan esperada reforma fiscal de Donald Trump, que prevé, entre otras cosas, una reducción del tipo impositivo de las empresas desde el actual 35% hasta el 20%, sirvieron de catalizador para impulsar de nuevo la renta variable en el bloque desarrollado y, en particular, en EE. UU. En

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

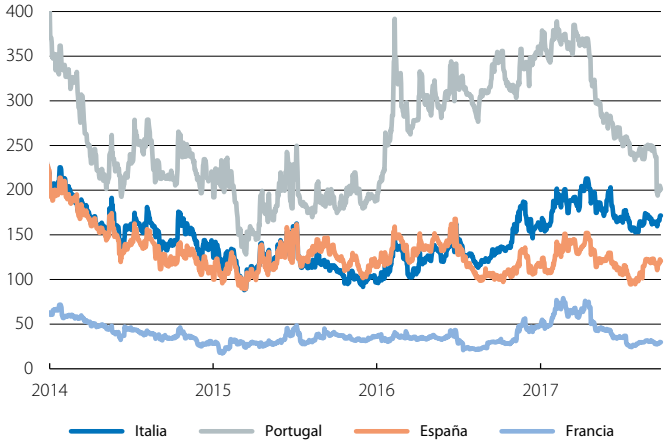
(%)



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

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

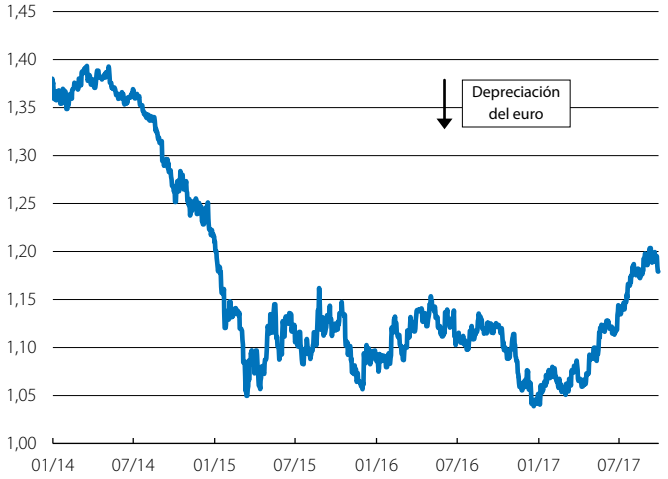
(p. b.)



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

Cotización del euro frente al dólar

(Dólar-euro)



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

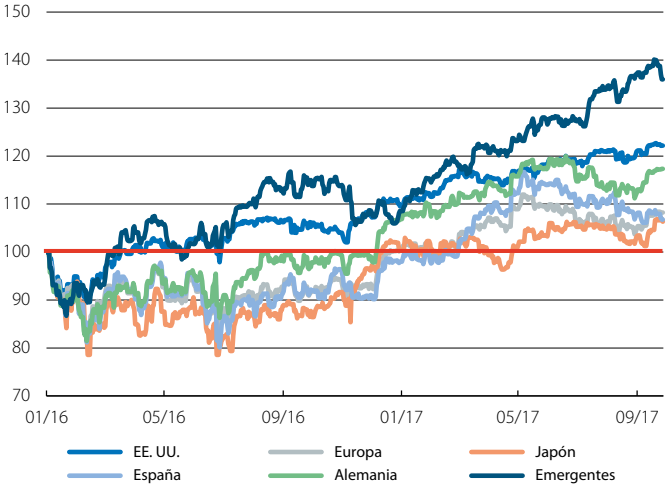
el bloque emergente, las bolsas se beneficiaron de la mejora del cuadro macroeconómico con subidas sostenidas durante la mayor parte del mes, pero la reaparición de tensiones con Corea del Norte volvió a generar correcciones notables. Además, esta vez, estos descensos también fueron ligeramente amplificados por las mayores expectativas de subida de tipos en EE. UU. Con todo, este repunte de nerviosismo en los mercados emergentes debería ser temporal.

En el mercado cambiario, el dólar corrige parte de la devaluación iniciada a principios de año. Tras la fuerte depreciación que experimentó desde el inicio del año, el tramo final del verano fue marcado por una relativa estabilización del dólar. Sin embargo, en los últimos días del mes de septiembre, la divisa estadounidense repuntó con fuerza y corrigió parte de su depreciación. La mayor expectativa de una nueva subida de tipos en EE. UU. en diciembre junto con los anuncios del nuevo plan fiscal de Donald Trump son los principales elementos que contribuyeron a reforzar el dólar frente a la mayoría de las divisas. En concreto, el euro descendió por debajo de los 1,18 dólares tras superar momentáneamente los 1,20 dólares. La fortaleza del dólar a nivel internacional también impactó en las principales divisas emergentes, que retrocedieron en la última semana del mes frente a la moneda estadounidense.

El precio del petróleo repunta con fuerza. El precio del barril de Brent aumentó cerca de un 10% en septiembre y se acercó a los 60 dólares, alcanzando su mayor nivel desde la mitad de 2015. Parte de este incremento se debe a factores de oferta. Por un lado, el fuerte compromiso por parte de la gran mayoría de los países de la OPEP afianzó la recuperación del precio del crudo. Por otro lado, tras el referéndum en el Kurdistán, las amenazas por parte de Turquía de bloquear las exportaciones de la región también contribuyeron a este repunte, si bien este factor debería tener un impacto temporal. El mayor crecimiento de la demanda que se observó recientemente también contribuyó a equilibrar el mercado del petróleo y, por tanto, apoyó la subida del precio. Este aumento pronunciado del precio del crudo tuvo lugar pese al rebote de los inventarios en EE. UU., que obedece principalmente a los impactos de los eventos meteorológicos del final del verano, y cuyas consecuencias deberían ser temporales y limitadas. La sostenibilidad de este repunte dependerá del mantenimiento del cumplimiento del acuerdo alcanzado hace unos meses entre los países de la OPEP, así como de una posible extensión del mismo más allá de marzo de 2018, lo que es probable que pase si la oferta muestra señales de fortalecimiento. Con todo, la incertidumbre permanece elevada en el mercado del petróleo, especialmente debido a las dudas respecto a la evolución de la oferta.

Principales bolsas internacionales

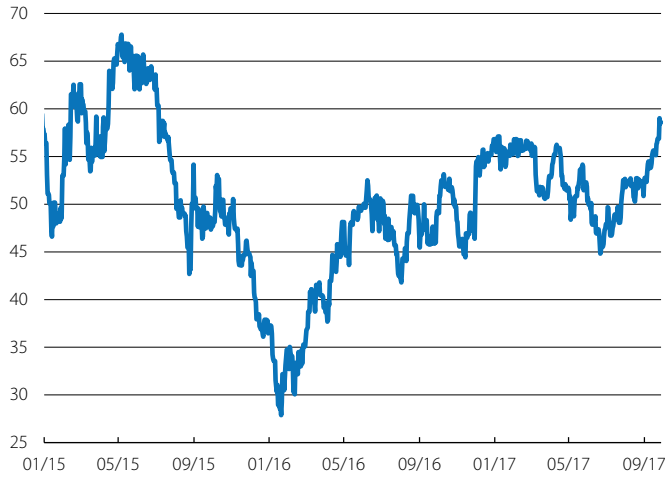
Índice (100 = enero 2016)



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

Precio del petróleo Brent

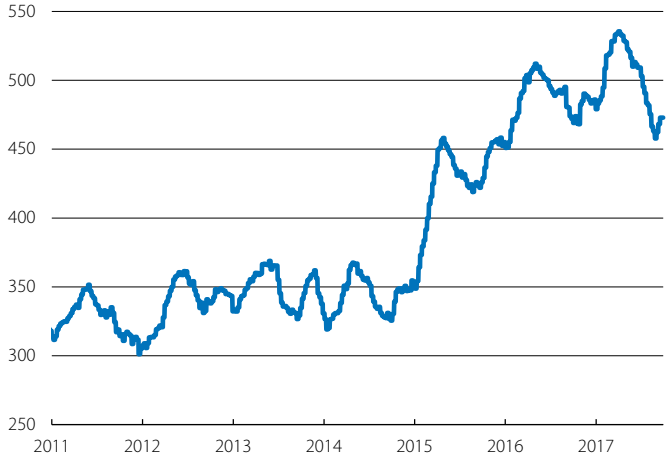
(Dólares por barril)



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

*Existencias de crudo en EE. UU. **

(Millones de barriles)



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

FOCUS · La lucha por la política monetaria del futuro

La Fed puso fin a nueve años de política monetaria no convencional, el pasado septiembre, con el anuncio de la reducción de su balance. Aunque su intención es volver a implementar la política monetaria con los esquemas previos a 2008, la aparición de nuevas narrativas sobre el funcionamiento de la economía y el uso de herramientas no convencionales han abierto una discusión sobre el marco en el que operarán los bancos centrales en el futuro. La repasamos a continuación.

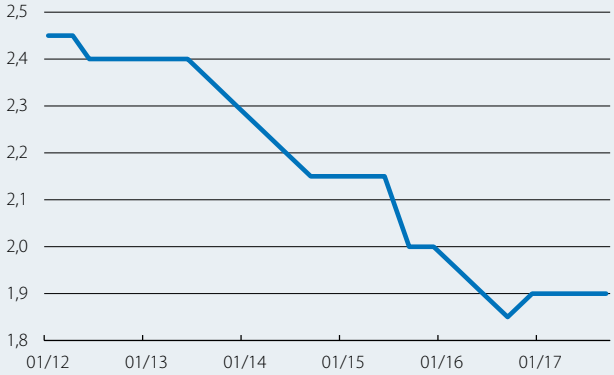
Antes del estallido de la crisis financiera en 2008, la política monetaria se implementaba, principalmente, a través de un tipo de interés de referencia a corto plazo, que los bancos centrales ajustaban para garantizar la estabilidad de precios y, directa o indirectamente, un grado adecuado de utilización de los recursos productivos. Además, la regulación financiera quedaba fuera del ámbito de acción de la política macroeconómica. Sin embargo, este marco, fruto del consenso macroeconómico entre los años 1980 y 1990, se ha modificado drásticamente en los últimos años. Por un lado, dadas las importantes interacciones entre la estabilidad financiera y la estabilidad macroeconómica, la regulación financiera ha pasado a formar parte del conjunto de herramientas de política macroeconómica.

Por otro lado, ha aparecido una narrativa según la cual los tipos de interés que equilibran la oferta de ahorro y la demanda de inversión se mantendrán en niveles relativamente bajos por la persistencia de factores estructurales relacionados con la demografía, el cambio tecnológico y la aversión al riesgo.[1] Esta narrativa ha hecho mella entre los bancos centrales, como queda ilustrado en el escenario macroeconómico a largo plazo del comité que decide la política monetaria de la Fed (el FOMC, por sus siglas en inglés). Como se observa en los dos primeros gráficos, el FOMC ha revisado a la baja tanto el crecimiento potencial de la economía estadounidense como el tipo de interés que estima adecuado en el largo plazo (el tipo de equilibrio a largo plazo). Además, al no poder reducir los tipos de referencia muy por debajo del 0%,[2] algo que bajo esta narrativa sería necesario con mayor frecuencia que en el pasado, los bancos centrales perderían margen de acción si continuaran operando con las herramientas tradicionales. Para evitar esta situación, se han planteado dos grandes vías de acción. Una opción es mantener el tipo de interés como herramienta principal y redefinir el objetivo del banco central. La alternativa es mantener el objetivo (típicamente, inflación alrededor del 2% a medio plazo) e incorporar nuevos instrumentos de política monetaria.

1. Véase el Focus «¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?» en el IM09/2017.
2. Este límite inferior lo impone la existencia de la alternativa de retirar los depósitos y almacenar los recursos en dinero en efectivo, obteniendo un tipo de interés igual a 0% (o ligeramente negativo, si se tienen en cuenta los costes de almacenamiento).

Previsiones del FOMC: crecimiento potencial del PIB

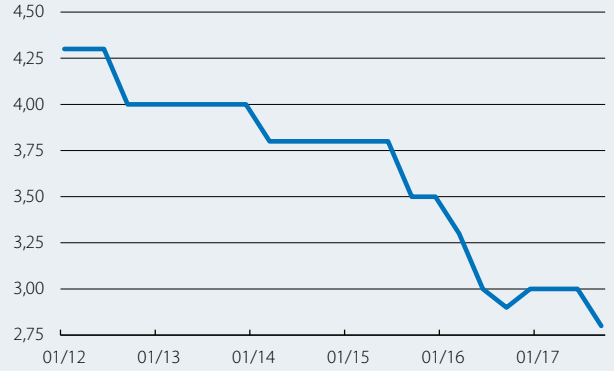
Tendencia central de los miembros del FOMC (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).*

Previsiones del FOMC: tipo de referencia de equilibrio

Mediana de los miembros del FOMC (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).*

De mantener el tipo de interés de referencia como herramienta principal, el banco central puede ganar margen si fija un objetivo que le permita generar más inflación, de modo que el tipo de interés nominal de equilibrio no disminuya tanto como el tipo real de equilibrio. En esta línea, destacan tres opciones: fijar un objetivo de inflación mayor, fijar el objetivo en términos del nivel de precios o fijar el objetivo en términos del nivel del PIB nominal. Por un lado, elevar el objetivo de inflación minimiza el cambio de marco, aunque impone permanentemente el coste de la mayor inflación. Por otro lado, con un objetivo en términos del nivel de precios, el banco central no ignoraría acontecimientos que provocaran desviaciones temporales de la inflación (como fluctuaciones de los precios energéticos) y, de hecho, en respuesta dejaría que la inflación se desviara temporalmente en dirección opuesta para compensarlas.

Por ejemplo, si una caída de la demanda agregada redujera la inflación hasta el 1%, el banco central toleraría un periodo de inflación por encima del 2% para volver a la senda objetivo del nivel de precios. En este caso, los inversores automáticamente anticiparían la intención de mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo, lo que relajaría también los tipos de vencimientos largos. Si el objetivo fuera en términos del PIB nominal, el mecanismo sería parecido. Sin embargo, ambas opciones pueden dar lugar a políticas no deseadas: por ejemplo, un aumento exógeno de los precios energéticos, parecido al de los años setenta, forzaría al banco central a endurecer la política monetaria aun cuando la economía se encontrara en recesión.

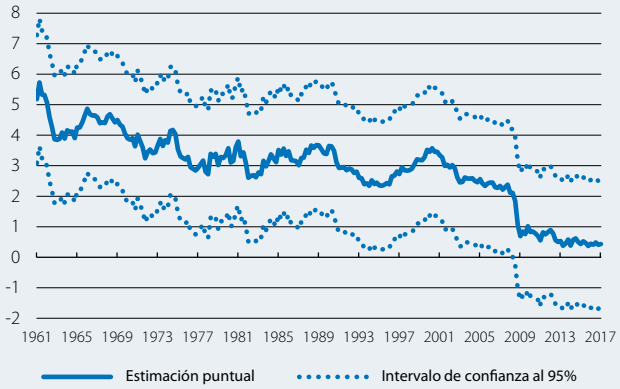
Dado que todos los cambios de objetivo pueden conllevar un coste importante en términos de credibilidad, un marco alternativo consiste en mantener los objetivos actuales e incorporar las medidas no convencionales (tipos negativos, comunicación y políticas de balance, como las compras de activos) al conjunto de herramientas habituales de los bancos centrales. Una ventaja de esta opción es que las medidas se pueden calibrar con mayor precisión a las necesidades del momento. Por un lado, los tipos negativos profundizan en los mecanismos de transmisión tradicionales, aunque con retornos decrecientes por la erosión de los márgenes del sector financiero. Además, en terreno muy negativo pueden perder toda su eficacia.[3] En este punto, la comunicación y las compras de activos permiten seguir reduciendo los tipos de interés en vencimientos más largos, tal y como han hecho los principales bancos centrales en los últimos años. El Banco de Japón incluso ha ido más allá y ha fijado, explícitamente, los tipos de interés de vencimientos largos. Aunque esta es una medida más precisa que la compra de activos, el problema es que es difícil de usar sistemáticamente porque su efectividad depende de la capacidad del banco central para convencer a los mercados: si los convence, el tipo de mercado será el anunciado por el banco central incluso si este no realiza ninguna compra para influenciar directamente el precio de los bonos; pero, si no los convence, el banco central debería comprar gran parte de los activos para conseguir fijar el tipo de interés en su objetivo, hasta el punto de que podría perder el control sobre el tamaño de su balance. Además, el problema se intensifica porque, para convencer al mercado, el tipo de interés a largo plazo anunciado debe ser coherente con la evolución esperada del tipo de interés a corto plazo, que cambia a lo largo del tiempo según la evolución de los indicadores de actividad.

Antes de decantarse por una alternativa entre esta lista de propuestas, cabe observar que estas se basan en una visión del mundo alrededor de la cual hay mucha incertidumbre.[4]

3. Una solución drástica para eliminar el tope inferior sería la eliminación del dinero en efectivo.
4. Véase Beyer, R. y Wieland, V. (2017), «Instability, imprecision, and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates», IMFS, Working Paper.

Tipo de interés natural real: estimación e incertidumbre

(%)



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

Ello queda ilustrado con la imprecisión con la que se estima el tipo de interés real de equilibrio. Como muestra el tercer gráfico, aunque este ha mostrado una clara tendencia a la baja, hoy en día no podemos determinar su nivel con suficiente confianza. De hecho, esta imprecisión es un reflejo de la incertidumbre alrededor de las relaciones tradicionales entre tipos de interés, actividad e inflación, que sirven para estimar el tipo de equilibrio. Por ejemplo, la narrativa predominante en los bancos centrales asume una relación fuerte entre la actividad y la inflación domésticas: así, a través del impacto de las condiciones financieras sobre la actividad, el banco central puede controlar la inflación. Sin embargo, hay indicios de que esta relación entre inflación y actividad domésticas se ha debilitado, entre otros factores, por la globalización de los mercados de bienes y servicios, la deslocalización de los procesos productivos y las cadenas globales de valores. De ser así, los bancos centrales habrían perdido capacidad de influenciar la inflación,[5] al menos a nivel individual (por lo que deberían buscar mayor coordinación entre ellos). En este sentido, hay una discusión de fondo más amplia sobre qué se entiende por estabilidad de precios. Actualmente, esta se concentra en precios al consumidor de bienes y servicios. Sin embargo, la política monetaria tiene un fuerte efecto sobre los precios de los activos financieros y, por lo tanto, sobre la inestabilidad financiera, por lo que existen argumentos para que los bancos centrales presten mayor atención a estos elementos.

En definitiva, la política monetaria tiene alternativas para compensar los menores tipos de interés de equilibrio, pero la incertidumbre alrededor de su idoneidad es elevada. Una solución a largo plazo y con menos distorsiones consiste en corregir directamente los factores tras el declive de los tipos de interés. Ello pasa por estimular el crecimiento a largo plazo y, así, la demanda de inversión con medidas que promuevan la educación, la investigación y las infraestructuras.

5. Véase Borio, C. (2017), «Through the looking glass», BIS, OMFIF City Lecture.

FOCUS · Petróleo: mirando por el lado de la demanda

En los últimos años, los debates sobre la evolución del precio del petróleo se han centrado en los elementos relacionados con la oferta del llamado oro negro. Este énfasis queda plenamente justificado por la importancia que últimamente han tenido los factores de oferta en la evolución del precio del crudo, en particular con el auge del *shale*. ¿Pero qué pasa por el lado de la demanda? ¿Cómo ha evolucionado recientemente y cómo evolucionará próximamente? ¿Cuál será el impacto de su evolución sobre el precio del petróleo?

Recientemente, la demanda ha mostrado señales de fortaleza. En concreto, en el 2T 2017 aumentó un 2,4% interanual, con lo que se alcanzaron los 97,9 millones de barriles diarios (mbd). Este fuerte aumento de la demanda ha propiciado que la Agencia Internacional de la Energía (IEA por sus siglas en inglés) revise al alza sus previsiones de crecimiento de la demanda global en 1,6 mbd para 2017 (hasta 97,7 mbd en promedio para el conjunto del año). Esta revisión se justifica principalmente por la mayor demanda procedente de la OCDE y, en particular, de Europa y EE. UU. Para 2018, se espera que siga aumentando a un ritmo sostenido y que supere los 100 mbd a finales del año.

A más largo plazo, la evolución de la demanda depende en gran parte de un país en particular, cuyo peso en la demanda mundial ha ido creciendo fuertemente en los últimos años: China. Concretamente, entre 2005 y 2015, el consumo de petróleo en China aumentó en 4,8 mbd, lo que representa casi la mitad del aumento del consumo global de petróleo, y la cuota del consumo de petróleo por parte de China alcanzó el 12%.

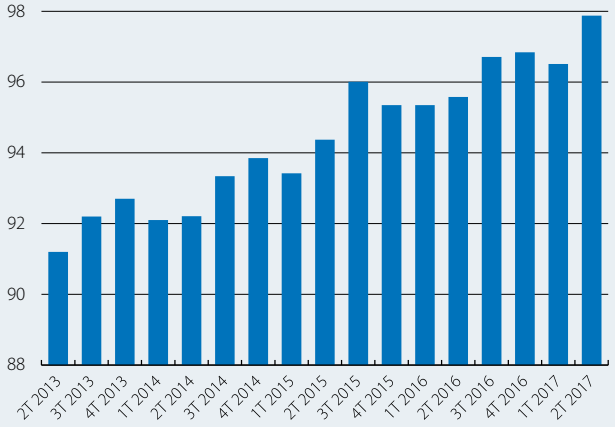
Además, se espera que el peso de China siga aumentando de manera significativa en los próximos años. Por ejemplo, en un escenario de crecimiento económico inferior al de los últimos años, alrededor del 4% anual, y de una sensibilidad de la demanda al aumento del PIB también moderada, esta pasaría de 11,5 mbd en 2015 a 15,2 mbd en 2025. Pero si el crecimiento económico se mantiene elevado (alrededor del 7%) y la demanda sigue el patrón que se ha observado históricamente, la demanda china podría alcanzar los 20,8 mbd en 2025, superando el nivel actual de EE. UU.

El segundo caso, más extremo, podría tener un impacto muy significativo sobre el precio del petróleo. Por ejemplo, estimaciones recientes de la Reserva Federal de San Francisco apuntan a que el precio del petróleo podría alcanzar los 172 dólares si la demanda china sigue creciendo de manera robusta y la oferta solo aumenta de forma moderada. Este resultado se basa en un escenario extremo y, por tanto, poco probable, pero ilustra el importante papel que jugará la demanda procedente de China.

Finalmente, es importante remarcar que las estimaciones del impacto de la demanda a largo plazo están rodeadas de mucha incertidumbre. En particular, la demanda de petróleo de China, y en general a nivel global, dependerá de su crecimiento económico, pero también de opciones tomadas en materia de política energética. Por el lado del crecimiento económico se prevé que la economía china siga creciendo a un ritmo relativamente elevado, lo que debería apoyar su demanda de petróleo, pero la política energética genera más interrogantes y, en función del camino que tome, el aumento del consumo de petróleo puede ser muy distinto. Una muestra de ello son las recientes declaraciones del Gobierno chino sobre su intención de ir prohibiendo la venta de vehículos tradicionales a partir del año 2019.

Demanda mundial de petróleo

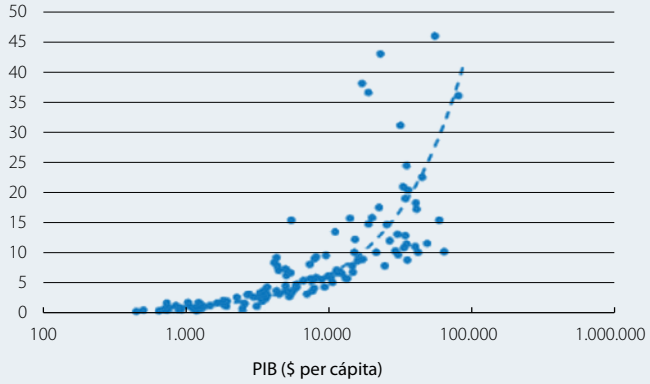
(Millones de barril por día)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía (IEA).*

Consumo de petróleo y nivel de riqueza en 2015

Demanda de petróleo (barriles per cápita)



Nota: *Cada punto del gráfico representa la demanda de petróleo y el PIB per cápita de un país.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de San Francisco, de la Agencia Internacional de la Energía (IEA) y del FMI.*

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-sep	31-ago	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	–2,8
Euríbor 12 meses	–0,17	–0,16	–1	–8,8	–10,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,72	–0,73	1	8,1	–7,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,69	–0,73	4	7,6	–0,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,46	0,36	10	25,2	57,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,60	1,56	4	21,6	72,0
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	114	120	–6	–3,7	14,0
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,25	1,25	0	50,0	75,0
Líbor 3 meses	1,33	1,32	1	33,2	47,6
Líbor 12 meses	1,78	1,71	7	9,4	22,8
Deuda pública a 1 año	1,29	1,22	7	47,9	70,5
Deuda pública a 2 años	1,48	1,33	15	29,2	71,8
Deuda pública a 10 años	2,33	2,12	21	–11,4	73,6

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

	29-sep	31-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	57	55	2	–15,4	–15,7
Itraxx Financiero Sénior	59	53	6	–33,9	–41,7
Itraxx Financiero Subordinado	137	124	13	–84,5	–104,5

Tipos de cambio

	29-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,181	1,191	–0,8	12,3	5,2
¥/€	132,920	130,980	1,5	8,1	16,7
£/€	0,882	0,921	–4,2	3,3	1,8
¥/$	112,510	109,980	2,3	–3,8	11,0

Materias primas

	29-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	427,3	435,6	–1,9	1,0	6,2
Brent ($/barril)	57,5	52,4	9,9	1,3	17,3
Oro ($/onza)	1.280,2	1.321,4	–3,1	11,1	–2,7

Renta variable

	29-sep	31-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.519,4	2.471,7	1,9	12,5	16,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.594,9	3.421,5	5,1	9,2	19,7
Ibex 35 (España)	10.381,5	10.299,5	0,8	11,0	18,2
Nikkei 225 (Japón)	20.356,3	19.646,2	3,6	6,9	23,7
MSCI emergentes	1.081,7	1.087,7	–0,5	25,5	19,7
Nasdaq (EE. UU.)	6.496,0	6.428,7	1,0	20,7	22,3

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

COYUNTURA · La actividad sigue avanzando con solidez

Los indicadores de actividad global continúan mostrando avances significativos en el 3T, a pesar de los focos de incertidumbre. Así, en agosto, el índice de sentimiento empresarial (PMI) manufacturero agregado a nivel mundial se situó en una cómoda zona expansiva, en los 54,7 puntos, ante una mejora tanto del agregado para las economías avanzadas como para las emergentes. Esta evolución avala el escenario de CaixaBank Research que prevé una moderada aceleración del crecimiento mundial en 2017, hasta el 3,5% (el 3,2% en 2016). Con todo, la incertidumbre reinante sigue situando el balance de riesgos globales ligeramente sesgados a la baja. A nivel geopolítico, las tensiones con Corea del Norte se han acentuado en las últimas semanas. A nivel político, la victoria del CDU (el partido de Angela Merkel) en las elecciones legislativas alemanas refuerza el proyecto europeo. Sin embargo, la estrecha victoria exigirá de nuevo la búsqueda de una coalición que podría comportar numerosas semanas de negociación. Finalmente, al otro lado del Atlántico, los desastres naturales se han ensañado con las islas del Caribe, México y EE. UU.

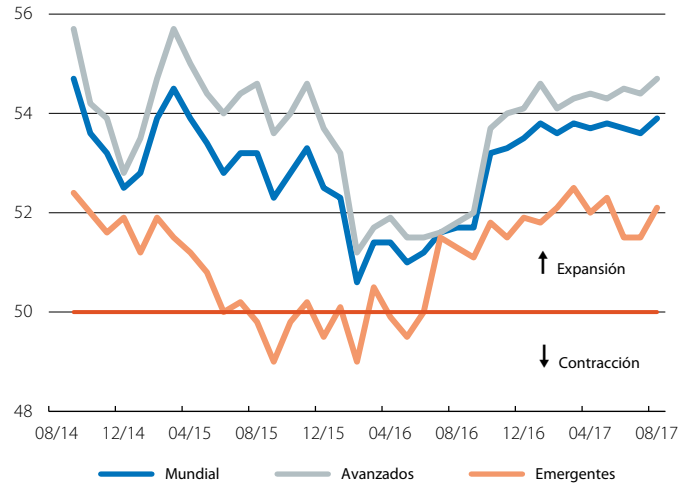
ESTADOS UNIDOS

Los huracanes Harvey e Irma tendrán un efecto temporal en la actividad económica estadounidense. Más allá de la cifra de víctimas mortales, las primeras estimaciones sobre los costes económicos en Texas y Florida se sitúan por encima de los 100.000 millones de dólares (en torno a un 0,6% del PIB). Asimismo, estos desastres naturales incidirán en el crecimiento del PIB estadounidense, aunque el efecto en este sentido se estima contenido y temporal. En particular, la disrupción de la actividad económica en los meses de agosto (en Texas) y septiembre (en Florida) comportará un avance del PIB del 3T ligeramente inferior al previsto hace unos meses (unos 0,6 p. p. por debajo, en términos intertrimestrales y anualizados). Por el contrario, es de esperar que en los trimestres posteriores las tareas de reconstrucción del capital perdido favorezcan avances de la actividad económica algo superiores a los previamente estimados. En esta línea, el índice de producción industrial, las ventas minoristas y distintos indicadores de actividad del mercado inmobiliario del mes de agosto han mostrado registros algo más débiles que en meses anteriores. Por el contrario, los índices de sentimiento económico (ISM, confianza del consumidor) se han mantenido mucho más estables y en niveles elevados.

A pesar de la ralentización temporal esperada, la Fed mantiene la hoja de ruta en materia de normalización monetaria. En particular, y tras mantener el tipo de interés de referencia en el intervalo 1,00%-1,25% en la reunión de septiembre, la institución presentó un escenario macroeconómico sin cambios importantes en el que sigue señalando una nueva subida a finales de año y tres más en 2018, en línea con las previsiones de CaixaBank Research. Asimismo, anunció que la reducción del balance empezará a implementarse este mismo mes de octubre: dejará de reinvertir los vencimientos de deuda, inicialmente por valor de 6.000 millones de dólares en deuda pública, y 4.000 en deuda y bonos de titulización hipotecaria.

Indicadores de actividad: PMI

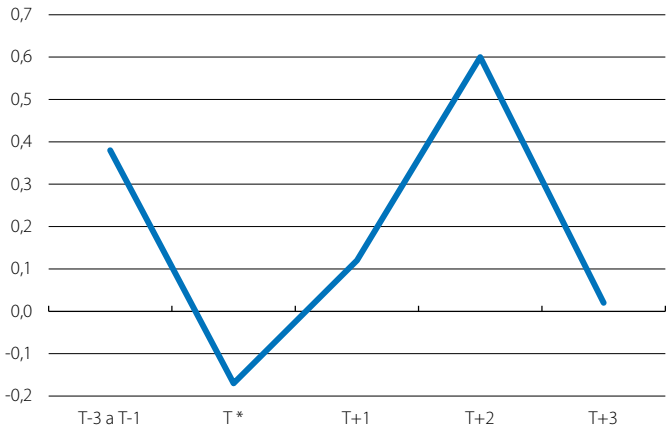
Nivel



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

EE. UU.: PIB alrededor de los 10 desastres más costosos

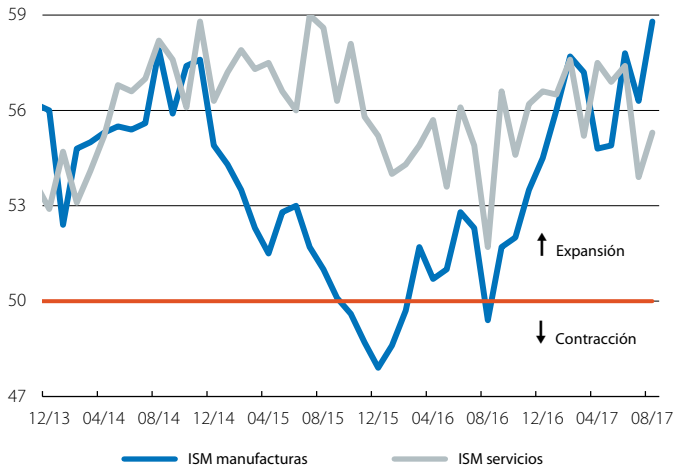
Variación intermensual (%)



Nota: ** T indica el momento del desastre natural.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs.*

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

La robustez del mercado laboral y una inflación que irá en aumento corroboran la decisión de la Fed. En particular, en el ámbito laboral, en agosto, se crearon 156.000 puestos de trabajo. Aunque se trata de un registro algo menor que en meses anteriores, es un dato significativo dada la madurez en la que se encuentra el ciclo económico de EE. UU. Sirva de ejemplo que la economía estadounidense lleva ocho años creciendo a tasas positivas, lo que constituye el tercer periodo expansivo más largo de su historia. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo prácticamente invariable en el 4,4%, y los salarios avanzaron un correcto 2,5% interanual. En este contexto de madurez, la inflación se ha mostrado más débil de lo esperado. La propia presidenta de la Fed, Janet Yellen, comentó en la última reunión de la institución monetaria que los últimos datos de inflación parecen fundamentarse en elementos poco relacionados con el buen momento que atraviesa la actividad económica del país. De hecho, llegó a calificar como «misteriosa» la evolución de la inflación. En cualquier caso, en agosto, la inflación subió hasta el 1,9%, 2 décimas por encima del registro de julio y también por encima de las previsiones de la mayoría de analistas. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en el 1,7%. De cara a los próximos meses esperamos que la inflación aumente ligeramente ante el cierre del *slack* económico, la debilidad del dólar y la desaparición de factores puntuales en algunos componentes del IPC que empujaron a la baja la inflación de los últimos meses (en particular, el precio de los servicios de telefonía inalámbrica).

Reforma impositiva finalmente en marcha. La Casa Blanca presentó la propuesta de reforma impositiva. Dicha propuesta propone, entre otros elementos, la rebaja de los tipos impositivos tanto para las personas físicas como para las empresas. En particular, el tipo máximo marginal para las personas físicas se reduciría del 39,6% al 35%, mientras que sobre las sociedades pasaría del 35% actual al 20%. Dicho esto, es importante percatarse de que esto es el punto de partida para abrir el debate en el Congreso estadounidense, que se efectuará en los próximos meses, y no se puede descartar que se tenga que hacer algún ajuste, aunque no estimamos que sea muy importante.

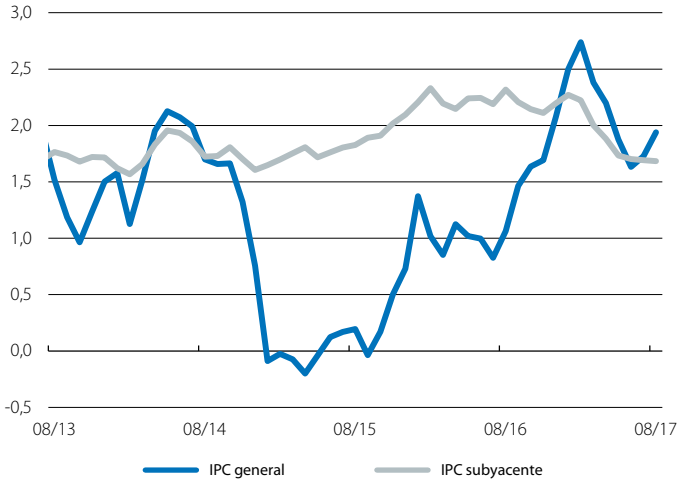
JAPÓN

Elecciones anticipadas en Japón. El primer ministro japonés, Shinzo Abe, convocó elecciones anticipadas para asegurarse un mandato más fuerte ante las crecientes amenazas de Corea del Norte y con el deseo de ahondar en reformas estructurales de calado. En particular, Abe hizo hincapié en la necesidad de aumentar el gasto en educación con la finalidad de mejorar la productividad del país. Asimismo, también abogó por ejercer una mayor presión a Corea del Norte con el apoyo de otras naciones.

Siguen los avances económicos positivos en Japón, a pesar de la revisión a la baja del PIB del 2T. En particular, la actividad económica creció un 0,6% intertrimestral en el 2T, con lo que se encadenan seis trimestres consecutivos de crecimientos positivos, algo que no sucedía desde 2006. Se trata de un avance que estuvo apoyado por el consumo privado y el crecimiento de la inversión (especialmente la pública). Con todo, y como suele ocurrir con las estadísticas japonesas, en su segunda estimación, la Oficina del Gabinete revisó sustancialmente el avance del PIB para el 2T. En particular, la revisión fue a la baja: del 1,0%

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

Japón: revisión del PIB del 2T 2017

Variación intertrimestral (%), salvo indicación expresa

	1.ª est.	2.ª est.	Diferencia
PIB	1,0	0,6	–0,3
Consumo privado	0,9	0,8	–0,1
Consumo público	0,3	0,4	0,1
Inversión	2,8	1,7	–1,1
Variación de existencias	0,0	0,0	–0,1
Demanda exterior	–0,3	–0,3	0
PIB *	**2,1**	**1,6**	**–0,5**

Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina del Gabinete de Japón.*

Emergentes: indicador de crecimiento del IIF

Crecimiento intertrimestral anualizado, media de tres meses (%)

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

previamente estimado al 0,6% ya mencionado (y del 2,1% en términos interanuales al 1,6%). Aunque se trata de un avance todavía dinámico, la menor tasa de crecimiento comporta una revisión a la baja en el cómputo anual para 2017 previsto por CaixaBank Research (ahora en el 1,4%).

EMERGENTES

La actividad mantiene un buen tono en los emergentes, aunque los riesgos persisten. Tal y como mencionábamos al principio, los emergentes mantienen, en conjunto, un ritmo de actividad notable. De hecho, así lo certifica el indicador de crecimiento del IIF (*growth tracker*), que estima avances para el agregado de los principales países por encima del 5% en el 3T. En este contexto, los flujos de cartera hacia estas economías siguieron anotando considerables entradas de capital extranjero en agosto.

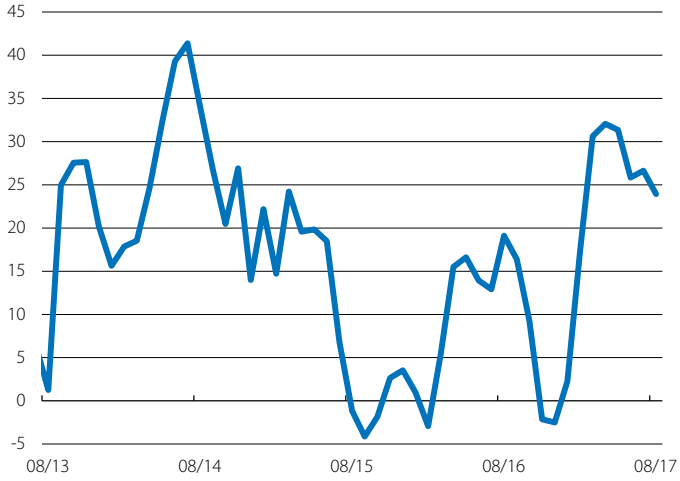
La nueva rebaja del *rating* de China, sin embargo, alerta de uno de los importantes riesgos existentes a nivel global: el endeudamiento chino. Siguiendo la rebaja de Moody's hace unos meses, S&P decidió recortar el *rating* del país, de AA– a A+, ante el creciente y abultado nivel de deuda. Y es que, en los últimos ocho años, la deuda china ha aumentado en más de 100 puntos de PIB, hasta situarse en torno al 260% del PIB a principios de 2017, principalmente por el fuerte endeudamiento corporativo. En este contexto, sin embargo, China sigue evolucionando hacia un *soft landing* de su crecimiento. Así, los datos de actividad del gigante asiático de agosto se moderaron, pero continuaron mostrando registros considerables. En particular, las ventas minoristas crecieron un 10,1% (10,4% en julio), y la producción industrial un 6,0% (4 décimas menos que en julio), lastrada por una intensa campaña del Gobierno contra la contaminación que conllevó la reducción de la producción de metales básicos y cemento.

En Brasil, la evolución económica sigue por los derroteros de la lenta salida de la recesión, mientras que la deriva política sigue siendo fuente de preocupación. El país latinoamericano sumó en el 2T su segundo trimestre consecutivo de avance intertrimestral (en términos interanuales el crecimiento fue del 0,3%, frente al –0,4% anterior). En términos intertrimestrales, y por el lado de la demanda, los dos componentes clave que sustentan la tibia salida de la recesión son el consumo privado y las exportaciones. En este contexto, la nueva petición de procesamiento del presidente Temer emitida por el Tribunal Supremo refuerza el escenario que manejan la mayoría de analistas: probable relevo presidencial, pero sin destitución ni elecciones anticipadas.

En Turquía se mantuvo un notable crecimiento en el 2T. En particular, el PIB avanzó un 5,1% interanual, en consonancia con el crecimiento del 1T, y favorecido, entre otros factores, por un fuerte crecimiento crediticio. Por componentes de demanda, el fuerte dinamismo turco se sustentó, en gran medida, en el vigor de la demanda interna (aceleración de la inversión y mantenimiento del consumo privado). Sin embargo, es preciso destacar que el sector exterior también tuvo una aportación positiva al crecimiento. Con todo, CaixaBank Research estima que el *momentum* de la economía turca ceda en el tramo final de 2017, si bien el año se cerrará con un crecimiento mayor de lo previsto, ante el dinamismo de la primera mitad del año (4,4% en el cómputo total de 2017).

*Emergentes: entradas de capital **

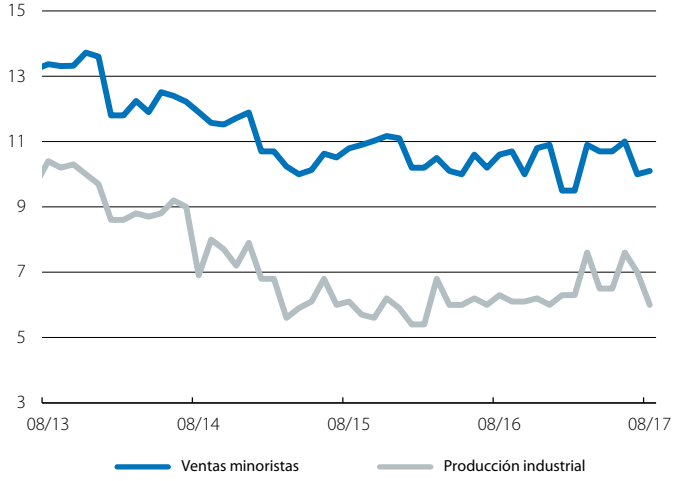
Media móvil de tres meses (miles de millones de dólares)



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

China: indicadores de actividad

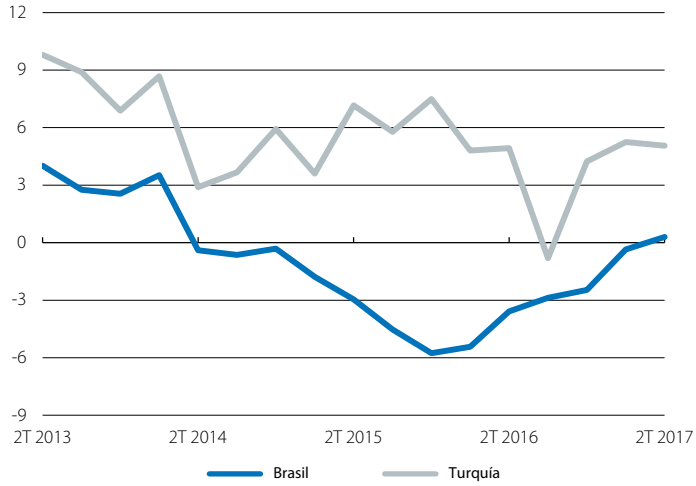
Variación interanual (%)



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

Brasil y Turquía: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística.*

FOCUS · Juego de tronos en China: claves y complejidades del sistema político

Mucho se hablará en las próximas semanas del 19.º Congreso del Partido Comunista de China (PCCh), que arranca el 18 de octubre, y en el que se renovarán los principales órganos del Partido. Pero, para sopesar mejor la importancia de dicho Congreso, resulta necesario adquirir una visión panorámica sobre el sistema político chino para entender sus entresijos y cómo se vehicula la relación del PCCh con el resto del poder político.

Un elemento fundamental es que el PCCh constituye actualmente el núcleo del poder político en China y ejerce una influencia directa sobre el resto de instituciones políticas. La supremacía del PCCh queda recogida formalmente en el preámbulo de la Constitución china, pergeñada en 1982, que define al gigante asiático como una «dictadura democrática popular (...) bajo el liderazgo del Partido Comunista». En China, hay 88 millones de ciudadanos pertenecientes al PCCh (el 6,5% de la población) y los comités del PCCh en las distintas ciudades escogen cada cinco años a los 2.300 delegados que participarán en el Congreso del Partido.[1] Formalmente, estos delegados eligen al Comité Central del Partido, formado por algo menos de 400 miembros, que, a su vez, elige al Politburó (25 miembros) y al Comité Permanente, un grupo reducido[2] y que representa el escalafón superior de la jerarquía. A la cabeza se halla el secretario general del Partido, la máxima autoridad del PCCh, aunque las principales decisiones deben consensuarse con el resto de miembros del Comité Permanente.

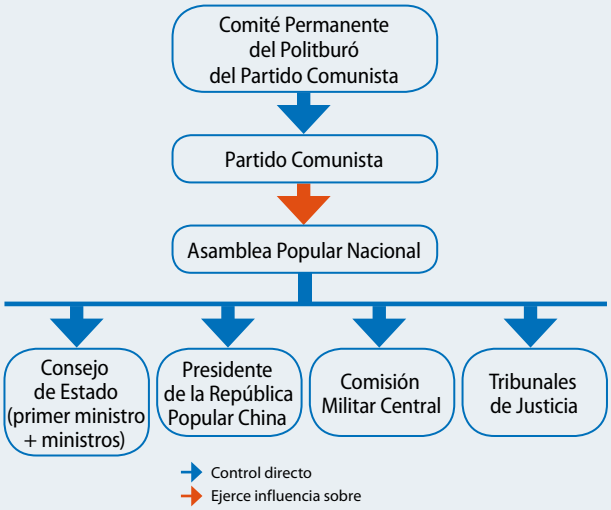
Hay dos elementos que matizan este proceso de elección. El primero es que, en la práctica, los líderes más influyentes del Partido se reúnen antes de la celebración del Congreso para consensuar los miembros del Comité Permanente y del Politburó, y, *a posteriori*, el Comité Central aprueba los nombramientos. El segundo es que la composición de los órganos del Partido Comunista refleja los equilibrios de poder entre sus distintas facciones. Actualmente, las dos corrientes más importantes son la conservadora y la reformista. La conservadora, de la que proviene el actual secretario general Xi Jinping, aboga por un férreo control del Estado y prioriza el crecimiento económico, mientras que la reformista, de la que proviene el primer ministro Li Keqiang, exhibe una mayor preocupación por temas sociales.

Una vez explicada la hegemonía del PCCh, debemos analizar su engarce con el resto de instituciones. En este sentido, la Constitución de 1982 consagró la separación del Partido y del Estado en un intento de evitar personalismos tan fuertes como el de Mao. Según la Constitución, todas las instituciones del Estado están subordinadas a la Asamblea Popular Nacional, «el máximo órgano del poder del Estado» capacitado para reformar la Constitución y responsable de promulgar leyes y elegir a los miembros del Consejo de Estado, al primer ministro, al presidente del Estado, a la Comisión Militar Central y a los tribunales de justicia. La Asamblea (3.000 miembros) es elegida cada cinco años tras el Congreso del Partido:[3] se constituyen asambleas locales mediante elecciones en las que todos los ciudadanos pueden votar, entre los miembros elegidos se escoge a los representantes a nivel provincial y así hasta llegar a la capa superior, la Asamblea Popular Nacional. El proceso está bastante controlado por el PCCh, aunque algunos candidatos independientes lograron, en 2012, acceder a la Asamblea.

El Consejo de Estado, que dirige el primer ministro, se encarga de las políticas del día a día, pero su relación con el PCCh también es muy estrecha: de los 33 integrantes del actual Gobierno, 32 son prominentes miembros del PCCh. Asimismo, tanto el primer ministro como los cuatro vice-primeros ministros forman parte del Politburó.

Para acabar, cabe señalar dos elementos interesantes. El primero es que el presidente de China es un cargo meramente institucional que, desde 1993, ha ostentado el secretario general del PCCh para poder representar a China en los principales organismos internacionales. El segundo es que, aunque existe una regla no escrita según la cual el secretario general del PCCh debe dejar el cargo tras dos mandatos de cinco años, existen otras vías para liderar el país o al menos conservar influencia. Un canal es obtener un reconocimiento especial por parte del Partido para ejercer el liderazgo durante un tiempo prolongado, como logró Deng Xiaoping, sin ostentar el cargo de secretario general del PCCh, entre 1978 y 1992. Otro canal, utilizado por Jiang Zemin entre 2002 y 2005, consiste en presidir la Comisión Militar Central, organismo clave que controla las Fuerzas Armadas, al finalizar los dos mandatos.

La distribución del poder político en China



Fuente: *CaixaBank Research.*

1. El proceso para engrosar las filas del PCCh es arduo: sin ir más lejos, en 2011, solamente el 15% de las solicitudes fueron aceptadas.
2. Ha oscilado entre cinco y nueve miembros, y actualmente está formado por siete personas.
3. Las elecciones se celebran tras el Congreso del Partido en otoño y tienen lugar en las distintas ciudades hasta marzo, cuando en la sesión anual de la Asamblea se da a conocer su nueva composición.

FOCUS · América Latina, ¿víctima del giro proteccionista de EE. UU.?

La nueva política estadounidense tiene uno de sus estandartes en el lema *America First* que, en el ámbito del comercio internacional, se traduce en un objetivo explícito de reducir lo que se consideran, bajo la perspectiva de la Administración norteamericana, déficits comerciales excesivos. A fin de alcanzar este objetivo, EE. UU. está optando por reevaluar su política de acuerdos comerciales multilaterales. Por ejemplo, en agosto se iniciaron las negociaciones de revisión del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA por sus siglas en inglés). Además, no se descarta que acabe utilizando una segunda vía, la imposición unilateral de aranceles sobre las importaciones de ciertos países (como el caso reciente con los aviones de Canadá). Aunque el escenario central de CaixaBank Research consiste en que las negociaciones del NAFTA tomen formas constructivas y se opte por un reequilibrio parcial, no radical, de las relaciones de EE. UU. con México (y Canadá), y que se encuentren vías de conciliación con China y Europa, es relevante plantearse las consecuencias para América Latina si dicho revisionismo toma las formas más proteccionistas. No en vano, EE. UU. es el socio comercial de referencia en la región: en la mayoría de países latinoamericanos es el primero o segundo mercado de destino de sus exportaciones.

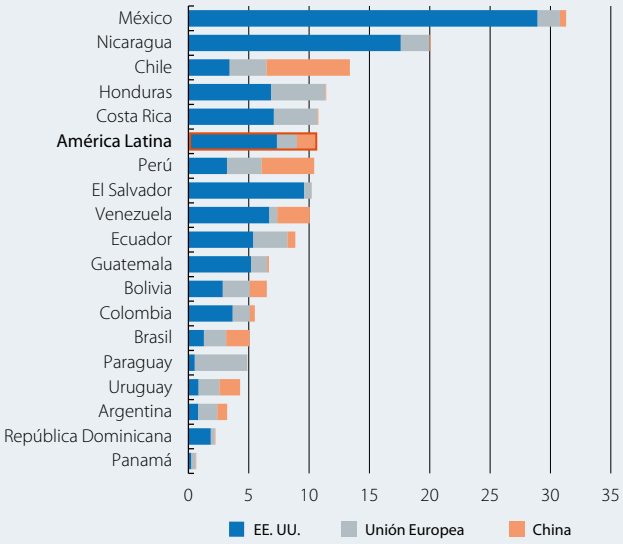
Del estudio de los datos se constata, de entrada, que el desequilibrio comercial estadounidense con la región está concentrado: EE. UU. únicamente mantiene déficits comerciales con México, Venezuela, Nicaragua, Ecuador, Colombia y Bolivia. Y solo es elevado en los casos de México y, a distancia, Venezuela. Asimismo cabe señalar que la exposición comercial directa solo es muy elevada en México: EE. UU. es el destino del 82% de las exportaciones mexicanas, que representan un 29% de su PIB. A cierta distancia se encuentran los países de Centroamérica y, en el resto de la región, la importancia de las exportaciones a EE. UU. es sensiblemente menor y están por debajo del 6% del PIB en todos los casos.

Siendo la exposición directa reducida, ¿podría darse el caso de que indirectamente (es decir, a través del canal del comercio con otros países terceros) las economías latinoamericanas pudiesen verse afectadas por un giro proteccionista estadounidense? Los datos sugieren que, por lo que se refiere a los flujos intrarregionales, solo en el caso de los países de América Central, que dirigen del orden del 20% de sus exportaciones totales a México y a otros países centroamericanos, se da esta exposición indirecta a EE. UU.

El canal indirecto, cuando se consideran otros destinos geográficos fuera de la región, tampoco parece revestir una intensidad elevada. Algunos países mantienen relaciones comerciales muy estrechas con China (que por sí sola genera casi la mitad del déficit comercial estadounidense) y la UE (20% del déficit comercial de EE. UU.). Este es el caso de Chile, cuyas exportaciones a China y a la UE sumadas representan un 10% de su PIB. Sin embargo, el impacto de un giro proteccionista sobre la economía chilena solo sería significativo si dicho giro fuera de tal magnitud que acabase afectando el crecimiento económico en Europa o China. Un escenario que, a día de hoy, parece muy poco probable.

América Latina: exportaciones a EE. UU., UE y China

(% del PIB)



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

América Latina: composición de las exportaciones

(Porcentaje sobre el total de exportaciones, 2016)

	Agricultura	Combustibles	Minería	Industrial
Argentina	65,8	3,5	5,6	25,1
Brasil	40,4	7,3	16,0	36,3
Chile	35,8	0,7	49,9	13,5
Colombia	23,2	47,5	1,2	28,2
México	8,4	5,0	1,2	85,4
Perú	21,8	6,0	58,8	13,4
América Latina *	**23,5**	**12,1**	**11,6**	**54,8**

Nota: ** Media ponderada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.*

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	08/17	09/17
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	3,3	...
Confianza del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	100,7	107,8	117,5	118,1	120,4	119,8
Producción industrial	–0,7	–1,2	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,5	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	51,1	53,3	57,0	55,8	58,8	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.107	1.177	1.150	1.248	1.238	1.165	1.180	...
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	4,4	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,4	59,7	59,8	59,7	60,0	60,1	60,1	...
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	1,9	...
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	08/17
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	43,3
Producción industrial	–1,2	–0,2	1,0	2,8	4,9	5,8	5,4
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	0,6
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,4	0,2	0,1	0,0	0,2

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	07/17	08/17
Actividad							
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,8	6,9	–	...
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,5	10,6	10,0	10,4	10,1
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,8	6,4	6,0
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	50,2	51,4	51,6	51,4	51,7
Sector exterior							
Balanza comercial[1] *(valor)*	608	512	554	512	466	456	447
Exportaciones	–2,3	–8,4	–7,0	–5,3	7,8	7,2	5,5
Importaciones	–14,2	–5,7	–4,7	2,1	23,9	11,3	13,4
Precios							
Precios de consumo	1,4	2,0	1,7	2,2	1,4	1,4	1,8
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	6,8	6,7

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.*

COYUNTURA · La eurozona mantiene un buen ritmo de crecimiento

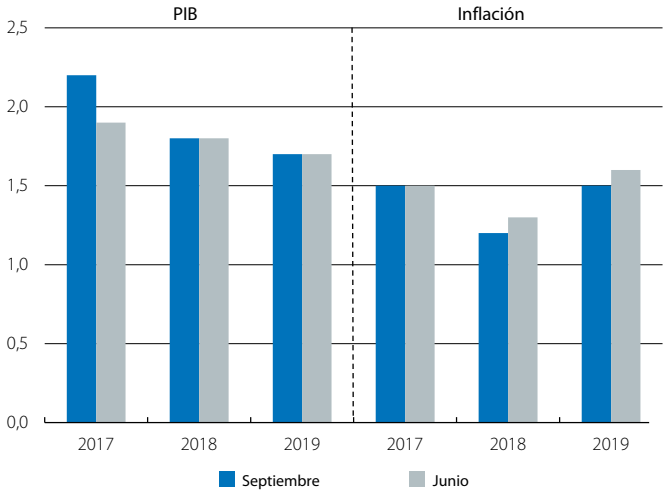
Los buenos datos económicos del primer semestre del año confirman la aceleración de la actividad económica en la eurozona. La mejora de la actividad se ha manifestado de forma sincronizada en todos los países del área y ha ido acompañada de una mejora de la confianza. El aumento de la demanda, apoyada en unas condiciones crediticias muy favorables, ha dado pie a un clima favorable para la inversión, el empleo, y, en definitiva, el crecimiento económico. Muestra de ello es la revisión que el BCE ha hecho al alza del crecimiento del PIB de la eurozona para este año del 1,9% al 2,2%, una previsión que coincide con la de CaixaBank Research. Aun así, quedan muchos retos por delante. Pasadas las citas electorales en Francia y Alemania, la eurozona goza de una ventana de oportunidad para encauzar reformas de calado en sus políticas e instituciones. Si bien esta ventana se ha visto ensombrecida por el auge electoral de la extrema derecha en Alemania, la victoria de Merkel y Macron, junto con el buen clima de crecimiento económico, debería ofrecer cierto margen de actuación para acometer reformas. A su vez, Macron ha iniciado un ciclo de reformas con una, ya aprobada, reforma laboral que discutimos ampliamente en el Focus «La reforma laboral francesa: la revolución *soft* de Emmanuel Macron» en este mismo *Informe Mensual*. Cruzando el canal, nos mantenemos atentos a la evolución de las negociaciones sobre el *brexit* que siguen estancadas alrededor de la cuestión de los pagos que el Reino Unido debería hacer a la UE por los compromisos financieros adquiridos por el primero como miembro de la UE. En declaraciones recientes, y en un intento de desencallar las negociaciones, Theresa May ha expresado la voluntad del Reino Unido de negociar un acuerdo de transición por el que este mantendría el *statu quo* por un periodo aproximado de unos dos años.

La demanda interna se mantiene como el principal motor de crecimiento de la eurozona en el 2T, con una contribución al crecimiento del PIB de 1,9 p. p. sobre el total del 2,3% interanual. En línea con anteriores trimestres, todos los subcomponentes de la demanda interna han crecido vigorosamente. Destaca el cambio de tendencia de la contribución al crecimiento de la demanda externa. Tras deducir puntos al crecimiento del PIB durante el 2016 debido al fuerte crecimiento del consumo privado y la inversión, ambos componentes son ricos en contenido de importaciones, la demanda externa ha pasado a contribuir 0,4 p. p. al crecimiento del PIB, producto tanto de un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones como uno menor de las importaciones. De cara a los próximos trimestres prevemos que la demanda interna continúe empujando la actividad apoyada por la mayor confianza y unas condiciones crediticias muy favorables.

Los indicadores de actividad apuntan a que el *momentum* de crecimiento de la eurozona se mantendrá en el 3T. Tras un ligero descenso en julio y agosto, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona ha repuntado en septiembre hasta alcanzar los 56,7 puntos,

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

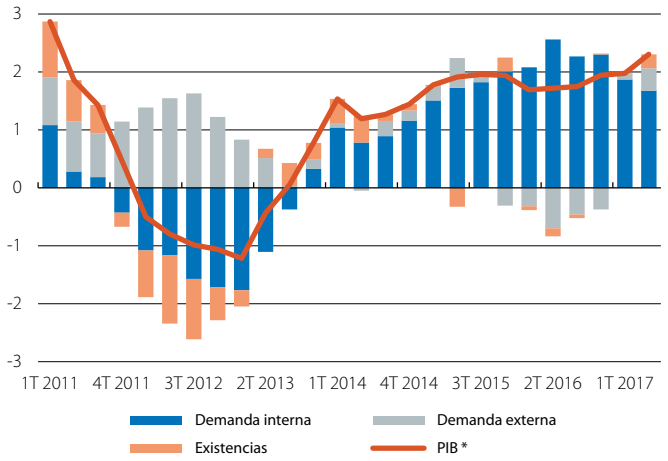
Variación anual (%)



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

Eurozona: PIB

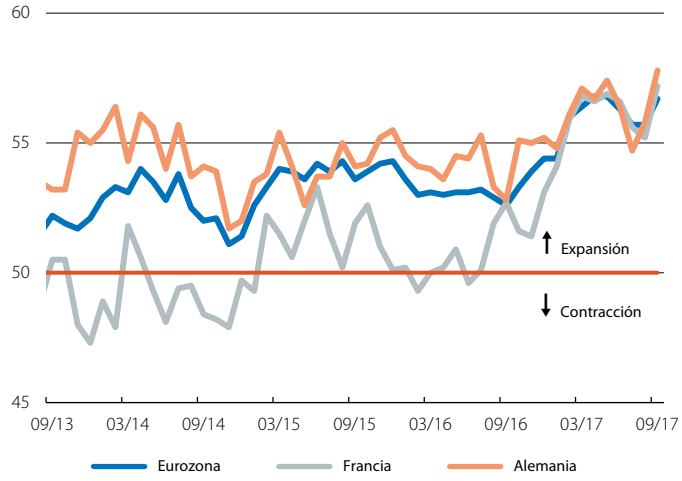
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

situándose por encima del promedio de 56,1 puntos del primer semestre. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) para la eurozona subió 1,1 puntos en septiembre hasta alcanzar los 113 puntos, la cota más alta desde el verano de 2007. Finalmente, el índice de producción industrial repuntó ligeramente en julio con un avance del 0,1% intermensual tras la caída que sufrió en junio (0,6%).

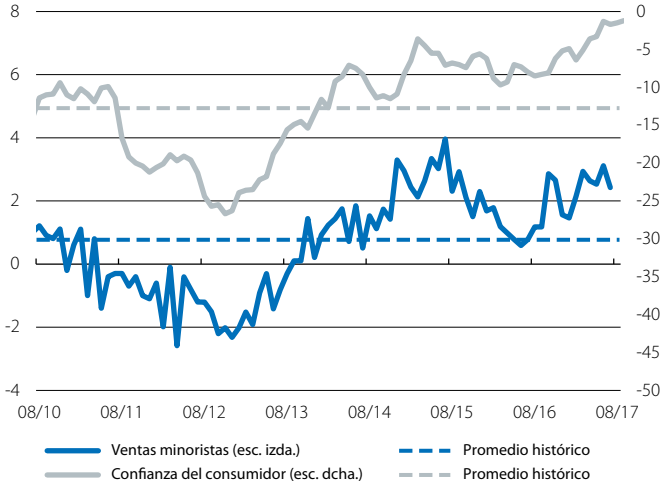
El consumo de los hogares se mantiene como motor de crecimiento de la economía, apoyado por una evolución favorable del mercado laboral, unas condiciones crediticias muy favorables y una mejora de las perspectivas económicas. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas de la eurozona que en julio subieron un 2,4%, algo por debajo del 3,1% del mes anterior, pero muy superior al promedio de 1,4% del 2016. En la misma línea, el índice de confianza del consumidor subió 0,3 puntos hasta alcanzar los –1,2 puntos, la cota más alta desde mayo de 2007. De cara a los próximos meses, esperamos que los factores de apoyo al consumo de los hogares que mencionábamos anteriormente sigan activos.

El mercado laboral sigue generando empleo y apoyando la recuperación económica. El empleo en la eurozona aumentó un 1,6% interanual en el 2T y situó el total de empleados en 155,6 millones, el nivel más alto jamás alcanzado. Aunque el crecimiento del empleo fue generalizado, destacamos el avance en términos interanuales de España (2,8%) y Alemania (1,5%). Cabe también resaltar el repunte de los costos salariales en el área, que crecen un 2,0% interanual en el 2T, 0,7 p. p. más que en el trimestre anterior. Sin embargo, este avance se debe, en su mayor parte, al crecimiento de los salarios en Alemania y Portugal, que registran crecimientos interanuales del 2,9% y 2,8%, respectivamente, mientras que en Italia y España continúa la moderación salarial con registros interanuales del 0,7% y 0,4%, respectivamente. Esta dinámica salarial no debe generar preocupación. Un mayor crecimiento de los salarios en Alemania incentiva el consumo de los hogares del país, mientras que la moderación salarial de los dos principales países del sur de Europa genera ganancias competitivas para sus exportaciones. Todo ello contribuye a una reducción de los desequilibrios de la eurozona. Dadas las buenas perspectivas económicas, prevemos que el crecimiento del empleo se mantendrá robusto y continuará apoyando el crecimiento del consumo de los hogares.

El ritmo de crecimiento de los precios se mantiene moderado. En septiembre, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) creció al mismo ritmo que el mes anterior, un 1,5%, apoyado sobre todo por el crecimiento de los precios del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente, aquella que excluye del cálculo los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados) se mantuvo estable en el 1,3% por tercer mes consecutivo. Según las previsiones del BCE, la inflación general se moderará de forma leve en el 2018 debido al efecto escalón del aumento del precio del petróleo que tuvo lugar durante el primer semestre del 2017 y se recuperará en el 2019 de la mano del crecimiento de la actividad. Aun así, según sus predicciones, la inflación en 2019 aún se mantendrá inferior al objetivo a medio plazo del BCE de mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2%.

Eurozona: indicadores de consumo

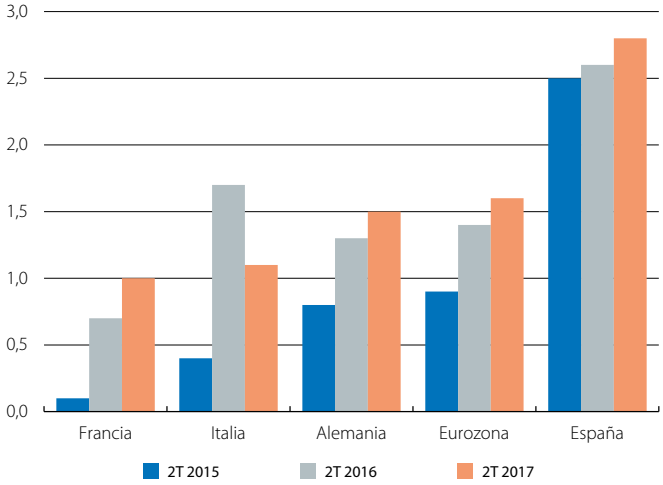
Variación interanual (%) *Nivel*



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

Ocupación

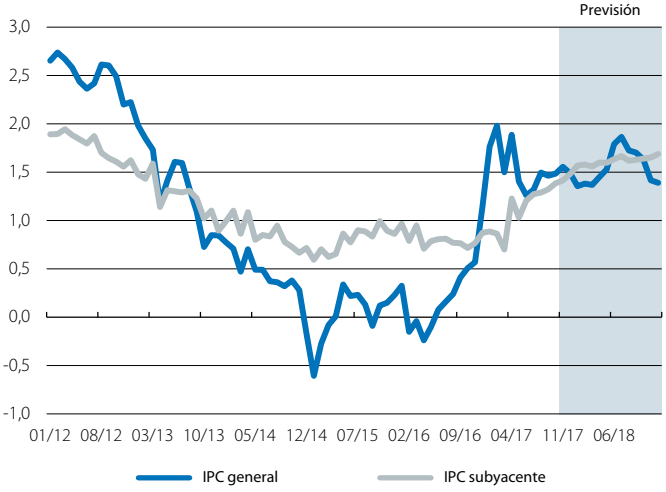
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

PORTUGAL

Los indicadores de actividad apuntan a que la actividad en Portugal mantendrá un buen ritmo de crecimiento en el 3T. El PIB de Portugal creció un 3,0% interanual en el 2T. Sin embargo, en términos intertrimestrales, el crecimiento fue del 0,3%, una tasa muy por debajo de la del 1T (0,9%). A pesar de ello, es necesario evitar extraer conclusiones alarmistas a partir de tan solo un dato, en especial dada la volatilidad histórica de la serie del PIB de Portugal. Un repaso del cuadro de indicadores económicos para el 3T nos indica que la actividad mantiene un buen tono. Así, el índice de sentimiento económico (ESI) de septiembre subió 2,4 puntos hasta alcanzar los 114,4 puntos, un nivel superior al del promedio del 1T (110,4 puntos). Del mismo modo, tanto la producción industrial como las ventas minoristas mostraron un comportamiento vigoroso en julio, con avances interanuales del 5,2% (promedio del 1T de un 4,5%) y 3,9% (promedio del 1T de un 3,0%), respectivamente. En definitiva, si bien el dato de crecimiento del PIB fue por debajo de lo previsto, el conjunto de indicadores sugiere que las perspectivas económicas se mantienen positivas. Ello se refleja en la actualización de este septiembre de las previsiones del FMI para la economía lusa, donde se revisó al alza la previsión de crecimiento del PIB para el 2017 del 1,7% al 2,5%. La organización valoró positivamente el esfuerzo del Gobierno para reducir el déficit fiscal y el proceso de saneamiento del sector bancario.

El mercado laboral sigue apoyando el crecimiento económico. En el 2T 2017, el empleo creció un 3,4% interanual (equivalente a 158.000 nuevos puestos de trabajo), la tasa de crecimiento más alta desde el inicio de la recuperación económica. Este incremento del número de trabajadores ha ido acompañado de una caída del porcentaje de desempleados de larga duración sobre el total de la población activa de 0,8 p. p. entre el 1T y el 2T, situándolo en el 5,2%. Asimismo, destacamos que el crecimiento interanual del número de empleados con contrato indefinido ha superado al del número de empleados con contrato temporal por cuarto trimestre consecutivo.

La buena marcha de la economía se refleja en una mejora de las finanzas públicas. El déficit público se situó en el 1,4% del PIB (acumulado de 12 meses), 0,2 p. p. menor que el del trimestre anterior y muy por debajo del porcentaje del mismo trimestre del año anterior (3,6%). Esta mejora se deriva del impacto simultáneo de un aumento del 0,3% de los ingresos y una caída del 0,1% de los gastos respecto al trimestre anterior. En este contexto de buenas perspectivas de crecimiento del PIB y de corrección significativa del déficit público, la agencia de calificación de riesgos S&P revisó al alza el *rating* de Portugal y lo situó en «grado de inversión» (de BB+ a BBB–). A raíz de ello, la prima de riesgo de Portugal ha experimentado una notable corrección que, a su vez, debería facilitar la continuación de la mejora de las finanzas públicas. Una fuente de riesgo respecto a la evolución del déficit proviene de Eurostat, que está estudiando la posibilidad de incluir en los datos de déficit público de Portugal el coste de saneamiento del banco Caixa Geral de Depósitos. De realizarse, ello podría suponer un incremento del déficit para 2017 de alrededor de un 1,2% del PIB. Pero, en cualquier caso, sería un aumento puntual y, por tanto, no afectaría a la tendencia decreciente de los últimos años.

Previsiones del FMI

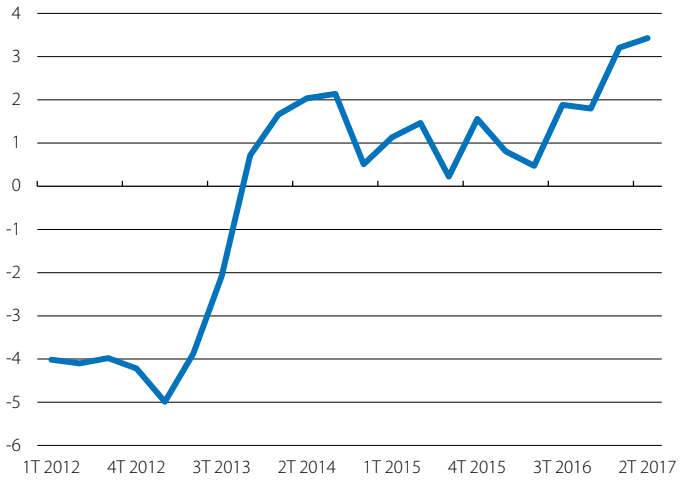
Variación anual (%)

	Previsión		
	2017	2018	2019
PIB	2,5	2,0	1,7
Consumo privado	2,2	1,8	1,4
Consumo público	0,6	0,5	0,2
Inversión (FBCF)	6,9	5,7	4,8
Exportaciones	7,6	5,2	4,5
Importaciones	7,3	5,1	4,5

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (*Article IV consultation - Staff Report, *septiembre de 2017).*

Portugal: ocupación

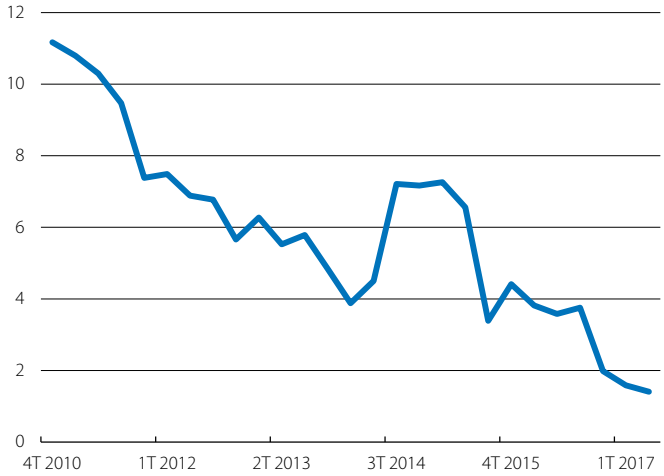
Variación interanual (%)



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

Portugal: déficit público

(% del PIB)



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

FOCUS · La reforma laboral francesa: la revolución *soft* de Emmanuel Macron

La nueva *Loi Travail* francesa ya está en vigor. Tras cuatro meses en el cargo, el presidente francés ha conseguido que su principal promesa de campaña esté aprobada: una reforma laboral para flexibilizar el rígido mercado de trabajo galo. El objetivo es reducir la dualidad laboral y aumentar la competitividad de las empresas francesas. ¿Hasta qué punto lo conseguirá?

Para flexibilizar el mercado laboral, la reforma aprobada se centra en dar mayor certidumbre al proceso de despido, primar la negociación colectiva a nivel de empresa y facilitar el diálogo social entre empresarios y trabajadores. Respecto al proceso de despido, los costes por despido improcedente, antes decididos por los tribunales de *prud'hommes* caso por caso, están ahora fijados por ley con un mínimo y un máximo basados en la antigüedad del trabajador en la empresa. Por otro lado, los costes por despido procedente se han incrementado y pasan del 20% al 25% del salario mensual por año trabajado para los 10 primeros años trabajados (alrededor de ocho días por año trabajado).

Para aumentar la flexibilidad interna de las empresas, la reforma da prioridad a la negociación colectiva a nivel de empresa en la mayoría de aspectos de las relaciones laborales, como el número de horas trabajadas, las pagas extraordinarias o los bonus. Sin embargo, la negociación colectiva se mantiene a nivel sectorial para ciertos aspectos como la fijación del salario mínimo, la formación o las reglas de contratación para trabajadores temporales y fijos.

Finalmente, la reforma introduce nuevas medidas para el diálogo social con la fusión en una única comisión de los comités de trabajo, de salud y de seguridad para las empresas de más de 50 trabajadores. Asimismo, las empresas con menos de 50 trabajadores podrán negociar directamente con un representante del personal (sin presencia sindical). De esta forma, la reforma laboral, en este y otros aspectos, da más flexibilidad a las pequeñas y medianas empresas.

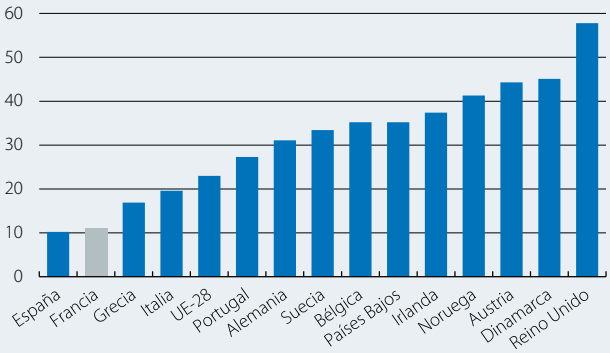
El impacto de la reforma laboral puede ser muy positivo en términos de creación de empleo y de competitividad a medio y largo plazo. Por un lado, la mayor certidumbre en el proceso de despido incentivará la contratación indefinida, lo que debería beneficiar especialmente a los trabajadores menos cualificados, ya que este colectivo tiene la mayor tasa de temporalidad. Asimismo, también debería facilitar la reasignación de recursos productivos, lo que puede impulsar el crecimiento de la productividad. Por otro lado, los cambios en la negociación colectiva y en el diálogo social dan mayor flexibilidad interna a las empresas para adaptarse a cambios tecnológicos o de demanda, y facilitan que los incrementos salariales estén en consonancia con la productividad. A corto plazo, la reforma podría conllevar cierta destrucción de empleo, por lo que su implementación en el contexto expansivo actual es especialmente adecuada y, de hecho, se espera que la tasa de crecimiento del empleo siga siendo positiva.[1]

El aumento de la indemnización por despido procedente y el mantenimiento de la negociación colectiva a nivel sectorial en ciertos ámbitos han ayudado a conseguir el apoyo a la reforma de dos de los tres principales sindicatos franceses, la CFDT y Force Ouvrière.[2]

¿Cuál será el impacto final de la reforma? Las claves estarán en la aplicación práctica de todos estos cambios, que aún deben empezar, y en la adaptación de los actores sociales a estas nuevas circunstancias, puesto que el nuevo marco está pensado para que tanto empresarios como sindicatos trabajen de manera cooperativa, igual que en el modelo nórdico de relaciones laborales. Y es que el proyecto de Macron está muy inspirado en el modelo danés, un modelo basado en el llamado triángulo virtuoso de la flexiseguridad. La reforma laboral aprobada correspondería al primer lado del triángulo, que da mayor flexibilidad tanto a la contratación como al despido. Así, el impacto final también dependerá de la reforma del segundo lado, los subsidios de desempleo que dan seguridad al trabajador y, del tercer lado, las políticas activas de empleo, que capacitan al trabajador para los cambios. Está previsto que ambas reformas tengan lugar en los próximos meses. Si algo no le falta al proyecto macroniano es ambición.

*Tasa de transición de contrato temporal a permanente en 2015 **

(%)



Nota: ** Empleados de 15 a 64 años con contrato temporal en el año 2014 que declaran tener un empleo permanente en el año 2015.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE* (OECD Economic Survey France 2017).

1. IMF (2016), «Time for a Supply-Side Boost? Macroeconomic Effects of Labor and Product Market Reforms in Advanced Economies», cap. 3, World Economic Outlook.
2. El segundo sindicato francés, la CGT, se ha opuesto firmemente.

FOCUS · *Brexit*, el camino que queda por recorrer

El voto a favor de la salida del Reino Unido de la UE marca un hito en la historia tanto del país como de la Unión. Desde la creación de la UE, nunca un país había tomado tal decisión.[1] El proceso que el Reino Unido debe recorrer para desacoplarse del entramado de instituciones, tratados y políticas que definen a la UE conlleva una tarea de tales proporciones que incluso resulta complicado seguir su desarrollo. En este Focus, repasaremos los principales retos que el Reino Unido debe abordar antes de efectuar su salida y los escollos más significativos a los que deberá hacer frente.

Está previsto que el Reino Unido salga de la UE en marzo de 2019, momento en el que los tratados de la UE dejarán de tener efecto. Las negociaciones entre el Reino Unido y la UE empezaron formalmente el 19 de junio de 2017 y se espera que el proceso termine a finales de 2018 para dar tiempo a que ambos puedan ratificar los acuerdos antes de la fecha límite prevista de marzo de 2019. Durante este periodo, también pueden negociar, si así lo desean, un acuerdo de transición que permita, *de facto*, alargar las negociaciones hasta más allá de marzo de 2019.

Por tanto, el tiempo para llevar a cabo las negociaciones es muy limitado y los temas a negociar son múltiples y complejos. A grandes rasgos, los retos que se le plantean al Reino Unido son dos. En primer lugar, el Gobierno británico debe incorporar al ordenamiento jurídico aquella parte transferida a la UE.[2] Si ello no se hiciera, en el momento en el que el Reino Unido saliera de la UE, se produciría un vacío legal en diversos ámbitos (como, por ejemplo, derechos de los trabajadores, regulación del sector bancario y definición de estándares de calidad a las importaciones provenientes de fuera de la UE). Para agilizar el proceso, se planea otorgar al Gobierno poderes temporales (la llamada cláusula de Enrique VIII) para poder modificar dichas leyes sin tener que pasar por el escrutinio del Parlamento, aunque sí que estará sujeto a una serie de directrices que este impondrá al Gobierno en el ejercicio de estos poderes. Si bien este proceso aparenta ser una consecución de meros trámites parlamentarios, en la práctica puede dar pie a un elevado grado de inestabilidad política. Ello se debe, por un lado, a la discrecionalidad con la que el Gobierno podrá legislar y, por el otro, a la debilidad del actual Gobierno, que cuenta con una mayoría muy reducida en el Parlamento.

En segundo lugar, el Reino Unido tiene que negociar los términos de la salida y el futuro marco de relación con la UE. En este sentido, ambas partes han acordado empezar por los términos de la separación. Concretamente, se está negociando la cuestión de los derechos de aquellos ciudadanos del Reino Unido o de la UE que residen en la UE y en el Reino Unido, respectivamente, en el momento que se efectúe el *brexit*; la problemática que se deriva de la frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte,[3] y la cantidad que el Reino Unido debería pagar a la UE (el llamado *financial settlement* o *brexit bill*) para honrar las obligaciones financieras contraídas por el Reino Unido mientras formaba parte de la UE. Este último punto es el principal escollo en el avance de las negociaciones, ya que, lógicamente, la idea de que el Reino Unido tenga que pagar por salir de la UE es muy impopular en el país.

Tan pronto como el Consejo Europeo estime que se ha producido un avance suficientemente significativo en los campos mencionados anteriormente, hecho que se espera que ocurra alrededor de finales de este año, las negociaciones podrán abordar los tratados que definirán la futura relación entre el Reino Unido y la UE.

Como se comentaba previamente, esta fase de las negociaciones debería cerrarse a finales de 2018, pero parece bastante probable que ambas partes acuerden establecer un periodo de transición. Tanto el partido laborista como sectores del partido conservador se han mostrado favorables en mantener al Reino Unido dentro del mercado único unos años más para que la transición sea muy gradual. La UE podría aceptar esta posibilidad si supusiera mantener la participación del Reino Unido al presupuesto comunitario, lo que evitaría tener que rehacer los presupuestos de 2014-2020. De hecho, esta fórmula podría ayudar a desencallar las negociaciones en torno al *brexit bill* que mencionábamos anteriormente.

Más allá del acuerdo de transición, la UE quiere que el trato que se alcance con el Reino Unido respete el equilibrio de beneficios y obligaciones que conlleva el acceso al mercado único. El Reino Unido ansía un acuerdo ambicioso de libre circulación de bienes y servicios con la UE, pero, a cambio, es de esperar que la UE exija un elevado grado de aceptación de los principios de libre circulación de personas y capitales y, posiblemente, contribuciones al presupuesto europeo. Cuanto más inflexible sea el Reino Unido respecto a los últimos puntos, menos ambicioso se espera que sea el trato comercial que le ofrezca la UE. También impera cierta sensación de que la relación que se establezca con el Reino Unido una vez salga de la UE debe ser suficientemente desfavorable como para no incentivar a otros países miembros a salir de la UE para lograr un trato similar al del Reino Unido.

Para decantar las negociaciones a su favor, es de prever que el Reino Unido ejerza presión sobre aquellos estados de la UE con los que mantiene una intensa relación comercial (como Bélgica, Países Bajos y Portugal) o con aquellos de los que es receptora de elevados flujos migratorios (países del este de Europa). Sin embargo, el acuerdo final no precisará de un apoyo unánime de todos los países de la UE sino de una mayoría cualificada,[4] limitando así la capacidad del Reino Unido para crear divisiones en el seno de la UE. Que el Gobierno del Reino Unido haya suavizado recientemente su discurso respecto a las llamadas «líneas rojas» –aquellos elementos que el Reino Unido consideraba como no negociables, tales como que al efectuarse el *brexit* debía terminar por completo la jurisdicción en el Reino Unido de los Tribunales de Justicia Europeos– pone de relieve la posición negociadora desfavorable en la que se encuentra actualmente el país.

1. Groenlandia, que abandonó la Comunidad Económica Europea en 1985, podría considerarse la única excepción.
2. Se estima que se trata de alrededor de 12.000 leyes.
3. Los acuerdos de Viernes Santo establecen la eliminación de la frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte. Sin embargo, la salida del Reino Unido de la Unión Aduanera reintroduciría la frontera entre las dos Irlandas.
4. Un mínimo de 20 Estados miembros de la UE-27 que representen por lo menos el 65% de la población de la UE-27.

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	09/17
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,6	1,4	0,9	2,4	2,1	2,8	2,6	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	2,1	1,5	1,0	2,3	1,3	2,7	3,2	...	...
Confianza del consumidor	–6,1	–7,7	–8,3	–6,5	–5,5	–2,7	–1,7	–1,5	–1,2
Sentimiento económico	104,2	104,8	104,2	106,9	108,0	110,0	111,3	111,9	113,0
PMI manufacturas	52,2	52,5	52,1	54,0	55,6	57,0	56,6	57,4	58,2
PMI servicios	54,0	53,1	52,6	53,4	55,1	56,0	55,4	54,7	55,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,0	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	–	...	–
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	2T 2017	07/17	08/17
Saldo corriente: eurozona	**3,4**	**3,7**	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,4**	**3,3**	**...**
Alemania	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3	7,8	7,9	...
Francia	–0,4	–0,9	–1,1	–0,9	–1,0	–1,0	–1,1	...
Italia	1,4	2,6	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	...
España	1,1	1,9	1,7	1,9	1,9	1,8	1,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**94,8**	**94,5**	**93,7**	**95,2**	**97,6**	**99,0**

Nota: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras [1]	–0,3	1,8	2,0	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5
Crédito a hogares [1, 2]	0,7	1,7	1,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,7
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	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	1,8	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,5	9,3	9,5	10,3	10,1	10,6
Otros depósitos a corto plazo	–3,8	–1,9	–1,2	–2,0	–2,3	–2,9	–3,2	–2,7
Instrumentos negociables	2,6	2,7	5,4	4,2	5,7	0,7	–2,4	–1,4
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	...

Notas: *1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.*

COYUNTURA · **Una desaceleración leve y esperada**

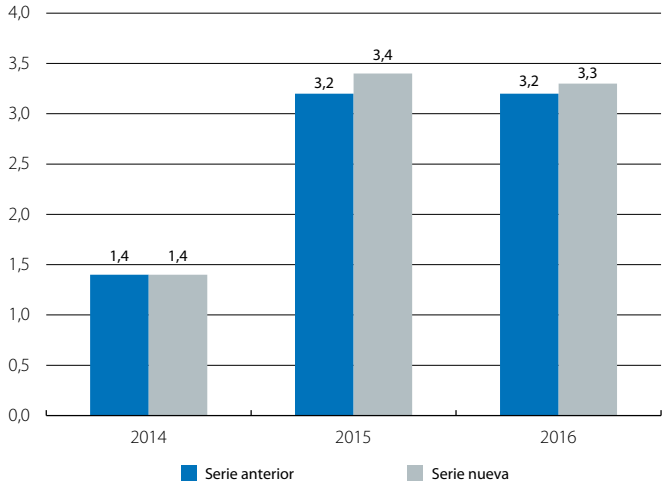
El crecimiento tiene visos de continuidad. La economía española lleva tres años creciendo por encima del 3% anual y la reciente revisión de la serie del PIB, que el INE realiza cada año en septiembre, reafirma esta tendencia: el crecimiento en los años 2015 y 2016 fue ligeramente superior al previamente anunciado. Tampoco mudan su dirección favorable los vientos de cola internacionales que han venido impulsando la economía española en los últimos años, como son el crecimiento de la eurozona, el destino de algo más de la mitad de las exportaciones españolas, los bajos tipos de interés y la moderada recuperación del precio del petróleo. Las únicas dudas provienen de los efectos que un euro más fuerte pueda tener sobre el volumen de las exportaciones, uno de los componentes que tiran con fuerza de la economía, aunque el impacto de la apreciación del euro podría verse mitigado por las recientes ganancias de productividad y por la contención de los costes laborales. Asimismo, un euro fuerte también significa una menor factura energética que ayudará a contener el aumento de las importaciones energéticas en términos nominales.

Los indicadores de actividad del 3T señalan una moderada desaceleración respecto al elevado ritmo de crecimiento del 2T. En concreto, el indicador adelantado del PIB de CaixaBank Research para el 3T arroja un crecimiento intertrimestral del 0,8%, ligeramente inferior al 0,9% del 2T. Esta ligera moderación del ritmo de avance se inscribe en la línea de lo previsto por CaixaBank Research y no altera de manera sustancial la buena trayectoria de la economía española, por lo que mantenemos la previsión de crecimiento del PIB en 2017 en el 3,1%. Entrando en algo más de detalle, los indicadores por el lado de la oferta, como los índices PMI de sentimiento empresarial, evolucionaron a la baja en el mes de agosto, pero continúan situados en la zona expansiva, especialmente en los servicios, que representan el grueso del empleo privado. Más fortaleza exhibió el índice de sentimiento económico, que subió hasta los 109,9 puntos en septiembre, claramente por encima del promedio del primer semestre. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas, después de tres meses ralentizándose, volvieron a coger brío en agosto, con un avance del 1,6% interanual. Ello es indicativo de que el consumo privado, que es el mayor componente del PIB con un peso cercano al 60%, sigue siendo uno de los principales motores del crecimiento económico. Para un análisis detallado de los factores que impulsan el crecimiento del consumo, véase el artículo «La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas» de este Dossier.

El mercado laboral mantiene una tendencia positiva. El ritmo de creación de empleo se desaceleró en agosto, hasta el 3,4% interanual (3,6% en julio). Como es habitual en el mes de agosto, el número de afiliados a la Seguridad Social se redujo (en 179.000 personas, dato sin desestacionalizar), pero en esta ocasión el descenso fue superior al de los últimos años. Así, la serie desestacionalizada también arrojó una disminución de 14.976 afiliados. En los últimos 12 meses, sin embargo, el número de

Revisión de la serie del PIB

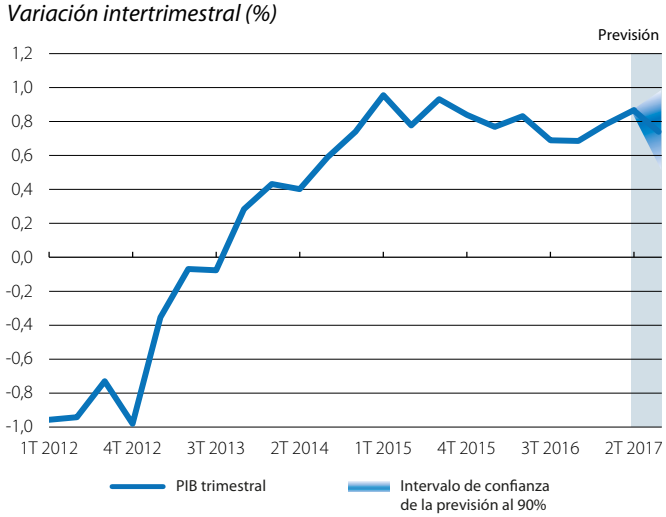
Variación anual (%)



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

PIB

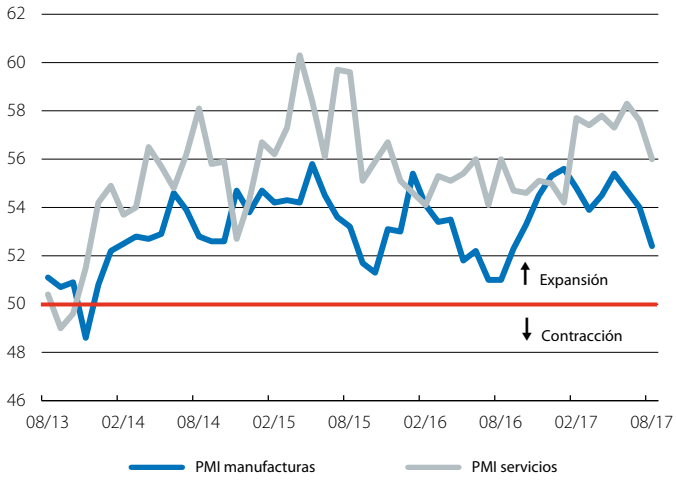
Variación intertrimestral (%)



Nota: *Intervalo de confianza al 90%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Indicadores de actividad

Nivel



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

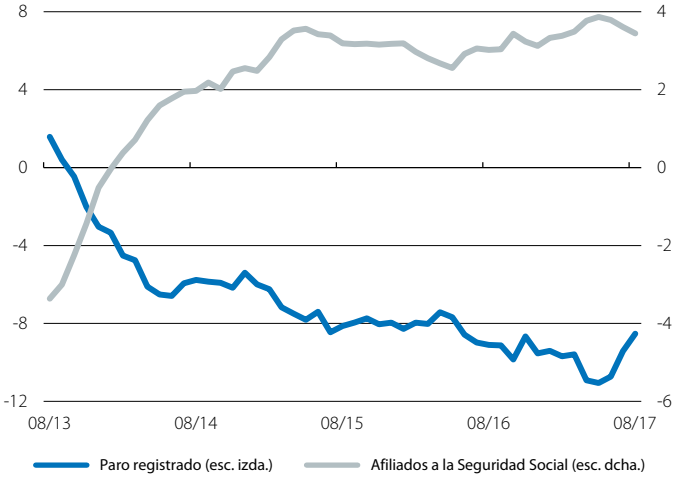
afiliados ha aumentado en más de 600.000 personas y, tras el bache de agosto, esperamos que el mercado laboral siga evolucionando favorablemente. En este contexto, los costes salariales por hora crecieron un 0,3% intertrimestral en el 2T 2017 (un –0,2% en el 1T 2017), según el índice de los costes laborales armonizados, y se inscriben en la senda de moderación de los últimos años. Abundando en este sentido, los incrementos salariales pactados en convenio en agosto fueron de un moderado 1,3%.

La inflación sube temporalmente. En septiembre, la inflación general subió 3 décimas hasta el 1,9%. A falta del detalle por componentes, este aumento se explicaría por los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas. En agosto, la inflación ya había subido 1 décima, hasta el 1,6%, debido al repunte de los carburantes (7,0% interanual). Con todo, el avance de los precios sigue siendo muy contenido tal y como muestra la inflación subyacente, que retrocedió 2 décimas en agosto hasta el 1,2%. La mayor parte de este descenso fue debida a la desaceleración combinada, en términos interanuales, de los precios de los paquetes turísticos que, pese a subir un 6,2% interanual, desaceleraron respecto al registro de julio (8,2%), de los servicios de telefonía y de los seguros. De cara a los próximos meses, la inflación general se ralentizará hasta febrero de 2018, principalmente por efectos de base del precio de la electricidad. En particular, hace un año, se produjo un intenso repunte de los precios de la electricidad que culminó en enero de 2017 (mes en el que el nivel de precios estaba un 19,3% por encima del de agosto). Para el conjunto del año, la previsión de inflación de CaixaBank Research se mantiene en el 1,8% para la inflación general y en el 1,1% para la inflación subyacente.

El sector exterior mantiene el buen tono. El saldo de la balanza por cuenta corriente de julio fue de 20.892 millones de euros, un 1,8% del PIB (acumulado de 12 meses), solo 1 décima por debajo del máximo de diciembre de 2016. La fortaleza de las exportaciones de bienes, el turismo y la paulatina mejora de la balanza de rentas, que se beneficia de los bajos tipos de interés, compensan el encarecimiento del petróleo, que ya no avanza tan rápido como a principios de año, y la pujanza de la demanda interna, que se traduce en una mayor apetencia importadora. En concreto, los datos de aduanas del mes de julio muestran que las exportaciones de bienes crecieron un 6,8% interanual (acumulado de 12 meses), la mayor tasa de crecimiento desde julio de 2012, y las exportaciones no energéticas, más ligadas a las tendencias de fondo, también avanzaron un robusto 5,9%. Las importaciones, por su parte, también aceleraron, fruto de la demanda interna y del encarecimiento del petróleo, con un crecimiento del 7,7% interanual (6,2% interanual las no energéticas). Por su parte, la temporada turística sigue batiendo récords. En agosto llegaron a España 10,4 millones de turistas extranjeros, un 10,1% más que en agosto de 2016 (acumulado de 12 meses). En lo que respecta a los ingresos y pagos por turismo de la balanza por cuenta corriente, el turismo contribuyó en un 5,1% del PIB al superávit corriente hasta julio (acumulado de 12 meses), mientras que los turistas españoles en el extranjero se dejaron un 1,6% del PIB, lo que deja el saldo neto del turismo en el 3,4% del PIB. Para el conjunto del año, CaixaBank Research prevé un superávit por cuenta corriente del 1,8% del PIB en 2017.

Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado

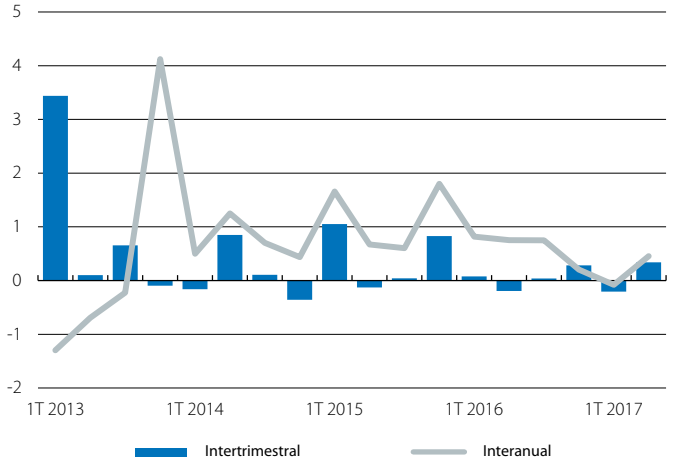
Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



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

Coste salarial por hora *

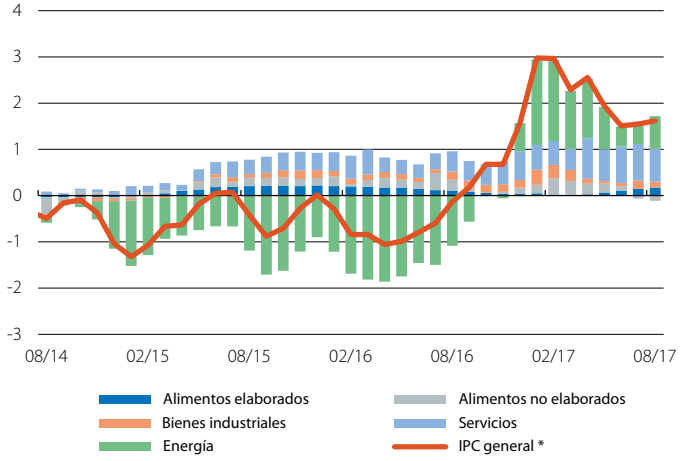
Variación (%)



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

Contribución a la inflación por componentes

(p. p.)



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

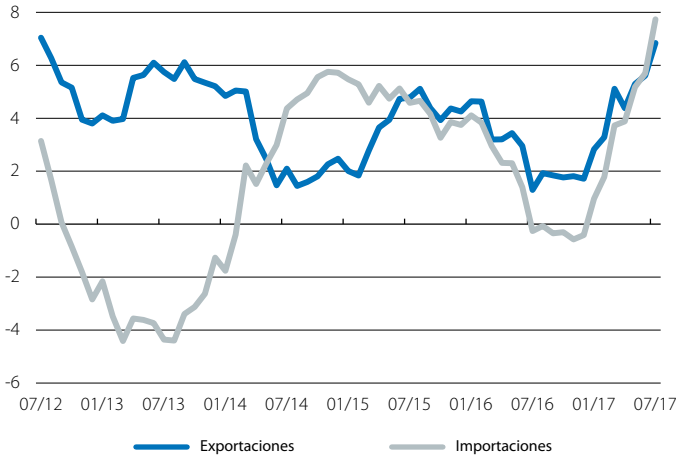
El déficit del conjunto de las Administraciones públicas en el 2T se situó en el 2,1% del PIB (incluyendo corporaciones locales), lo que supone un ajuste de 8 p. p. respecto al registro del 2T 2016 y se queda a algo más de medio camino del total de los 1,3 p. p. necesarios para alcanzar el objetivo de déficit del 3,0% del PIB en 2017 (3,1%, si se incluyen las pérdidas por las ayudas a entidades bancarias). Así, 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, facilita la consecución del objetivo de déficit. Por administraciones, el déficit del Estado, del que ya se disponen datos hasta agosto, disminuyó hasta representar el 1,8% del PIB frente al 2,9% en agosto de 2016. Asimismo, con datos hasta julio, la Seguridad Social registró un déficit del 0,5% del PIB (el mismo registro que en julio de 2016) y las comunidades autónomas registraron un saldo nulo, mejorando en 1 décima el dato de julio de 2016.

El mercado inmobiliario mantiene el tono positivo. El precio de la vivienda que publica el INE, basado en transacciones, subió un 5,6% interanual en el 2T (2,0% intertrimestral) y continúa inscrito en una tendencia de aceleración. Sin embargo, la recuperación del mercado es muy desigual ya que, mientras que en Madrid o Cataluña los precios subieron el 10,9% y el 9,3%, respectivamente, en Castilla-La Mancha, Extremadura y Murcia los incrementos fueron del 0,8%, 0,4% y 0,3%, respectivamente, y en Asturias retrocedieron un 0,3%. Por su parte, los precios que publica el Ministerio de Fomento basados en tasaciones sorprendieron a la baja, con un incremento del 0,3% intertrimestral en el 2T (1,6% interanual) que supone una desaceleración respecto al 0,9% del 1T, aunque estas fluctuaciones se circunscriben en la volatilidad habitual de esta serie. Por el lado de la demanda, las compraventas en los primeros siete meses aumentaron un 13,8% interanual (un 13,5% en el acumulado de 12 meses), algo por encima de lo esperado (véase el Focus «Emancipación juvenil: sueño o realidad» de este *Informe Mensual*, relativo a la formación de hogares). Por el lado de la oferta, los visados de inicio de obra se incrementaron en un 14% en mayo (acumulado de 12 meses) y, aunque prácticamente doblan el nivel de diciembre de 2014, son la quinta parte del promedio del periodo que va del año 1995 a 1999 (ambos inclusive).

La concesión de crédito bancario evoluciona favorablemente. En julio, la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de vivienda avanzó un 16,6% interanual en el acumulado del año, lo que refleja la recuperación de la demanda del sector inmobiliario. Por su parte, el nuevo crédito al consumo sigue una suave tendencia de desaceleración, pero se mantiene en cotas elevadas (un 17,2% interanual en el acumulado del año). En cuanto a las empresas, el crédito a pymes sigue evolucionando favorablemente (8,0%) y las nuevas operaciones a grandes empresas crecieron por primera vez desde inicios de 2016 (0,2%). En este contexto de elevado dinamismo del crédito bancario, la tasa de morosidad subió ligeramente en julio, hasta situarse en el 8,47%. Con todo, es importante destacar que, pese a este aumento, la tasa de mora actual continúa siendo la más baja de los últimos cinco años. De cara a los próximos meses, se prevé que las ventas de carteras de activos dudosos impulsen la reducción de la morosidad.

*Exportaciones e importaciones de bienes **

Variación interanual (%)



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

Ejecución presupuestaria por administraciones

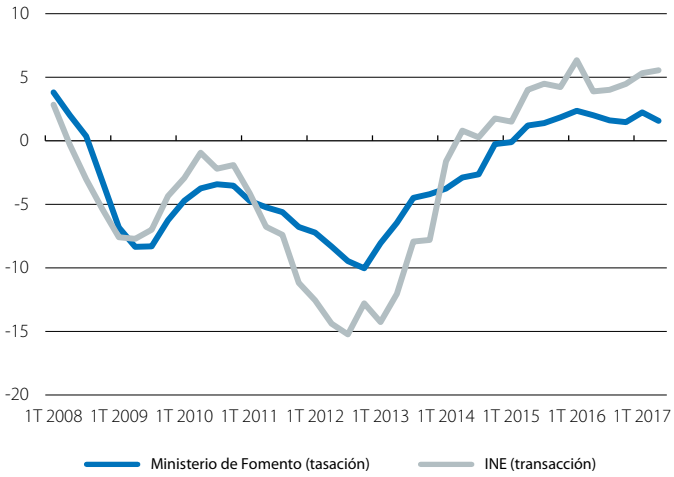
(Datos acumulados en lo que va de año)

	Último dato	Millones de euros		% del PIB	
		2016	2017	2016	2017
Estado	Agosto	–31,913	–21,502	–2,9	–1,8
Seguridad Social	Julio	–5,843	–5,61	–0,5	–0,5
CC. AA.	Julio	–771	35	–0,1	0,0
Total AA. PP. (sin CC. LL.) *	Julio	–35,293	–26,94	–3,2	–2,3
CC. LL.	**Junio**	**1,169**	**1,874**	**0,1**	**0,2**
Total AA. PP. *	**2T 2017**	**–32,768**	**–25,108**	**–2,9**	**–2,1**

Nota: ** Excluida la ayuda a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IGAE.*

Precio de la vivienda libre

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Tres fortalezas del sector turístico español

El sector turístico español va camino de batir todos los récords en 2017, con 46,9 millones de llegadas de turistas internacionales en los siete primeros meses del año, un 11,3% más que en 2016 y un 49,4% más que en 2010. A su vez, el gasto turístico está creciendo a tasas aún mayores. Los atentados terroristas del pasado 17 de agosto en Barcelona y Cambrils, en plena temporada y en localizaciones turísticas emblemáticas, han despertado un temor acerca de las consecuencias que puedan tener sobre el sector. Este Focus pretende poner de manifiesto tres fortalezas del sector turístico que deberían contribuir a que este continúe siendo uno de los motores de la economía española.

La primera fortaleza es que una parte sustancial de la salud del sector se explica por la calidad de la oferta turística. Si bien es cierto que los factores de demanda, como la recuperación de la economía de la eurozona y la inestabilidad de los destinos rivales del Norte de África y Oriente Medio, añadidos a una tendencia alcista del turismo global, son unos vientos de cola favorables a tener muy en cuenta, no es menos cierto que España tiene un sector turístico altamente competitivo. En el informe bianual del sector turístico elaborado por el World Economic Forum (WEF) de abril de 2017,[1] España repite como el país más competitivo de una lista de 136, por delante de Francia, Alemania, Japón o EE. UU.

El índice de competitividad turística evalúa el desempeño de cada país en 14 áreas que, a su vez, se dividen en 90 subáreas. En cada área y subárea se asigna a cada país una clasificación cuantitativa y una posición en el *ranking* de los 136 países basadas, principalmente, en encuestas a empresarios. Dentro de las distintas áreas, España no solo se posiciona bien en las áreas clásicas de recursos naturales y culturales, sino que también obtiene muy buena nota en las que son intensivas en inversión y calidad institucional, como son las infraestructuras y la seguridad. Este último aspecto, la seguridad, es especialmente relevante en la actualidad y constituye la segunda fortaleza a destacar.

En el informe del WEF, el área de seguridad engloba a cinco subáreas que valoran la criminalidad, el terrorismo y la eficacia policial. Lo primero a constatar es que los grandes países europeos (Francia, Alemania, Reino Unido e Italia) ocupan posiciones notablemente peores en seguridad que su posición en el índice general (véase la tabla adjunta). En la subárea de costes del terrorismo, la clasificación es todavía peor. España ocupa una posición relativamente buena (18 en seguridad general y 60 en costes del terrorismo). Aunque es posible que la percepción internacional de España en cuanto a seguridad experimente un cierto deterioro tras los atentados sufridos recientemente, la percepción positiva de la eficacia policial podría actuar como un factor de compensación. En este sentido, es destacable que en Francia y Reino Unido el deterioro de la percepción de seguridad fue contenido entre 2015 y 2017 a pesar de los terribles atentados que se produjeron.

Una tercera fortaleza del turismo español es la procedencia europea de sus visitantes. Si tomamos el caso de Francia como referencia, la llegada de turistas extranjeros a la región del Gran París descendió un 8,3% en 2016 y, atendiendo a su procedencia, los mayores descensos se dieron entre los turistas japoneses, rusos y chinos (41%, 28% y 13%, respectivamente). Estos colectivos, aparentemente más sensibles a cambios en la percepción de seguridad, representaban un 12,6% del total de los turistas extranjeros que llegaron al Gran París en 2015, mientras que en España solo representan el 2,6% de las llegadas de turistas extranjeros (dato de julio de 2017, acumulado de 12 meses). En definitiva, el sector turístico español posee unas fortalezas que permiten ser optimistas sobre la continuidad de la buena marcha del sector.

Competitividad de la industria turística

	General		Seguridad		Eficacia policial		Coste del terrorismo	
	2015	2017	2015	2017	2015	2017	2015	2017
España	1	1	31	18	20	16	83	60
Francia	2	2	62	67	30	29	108	112
Alemania	3	3	20	51	19	39	60	84
Reino Unido	5	5	63	78	26	21	82	91
Italia	8	8	48	70	42	71	54	78

Nota: *Posición en un* ranking *de 136 países. La mejor posición dentro del grupo figura en rojo.*
Fuente: *World Economic Forum, (2015 y 2017), «The Travel and Tourism Competitiveness Report».*

1. World Economic Forum, (2017), «The Travel & Tourism Competitiveness Report».

FOCUS · Emancipación juvenil: sueño o realidad

En los últimos años, la formación de nuevos hogares ha empezado a despertar. En 2016 se crearon 68.200 hogares, lo que representa un aumento del 45% respecto al 2015. Sin embargo, la creación neta de hogares sigue siendo muy baja, sobre todo comparada con los años anteriores a la crisis, cuando se formaban cerca de 400.000 hogares al año.[1]

Con el fin de entender las dinámicas de la creación de hogares, es imprescindible analizar los cambios que se han producido en sus principales determinantes: la demografía y las condiciones socioeconómicas. Dado que la creación de hogares se concentra en la población joven, centramos el análisis en este colectivo.

En cuanto al factor demográfico, su relevancia es indiscutible. Concretamente, mientras que en 2008 la población menor de 35 años representaba un 42,8% del total de la población, en la actualidad representa un 36,5% del total. Como hay menos jóvenes, se crean menos hogares. A modo ilustrativo, en los últimos nueve años se han dejado de crear unos 33.000 hogares al año debido al impacto del factor demográfico entre la población joven.[2]

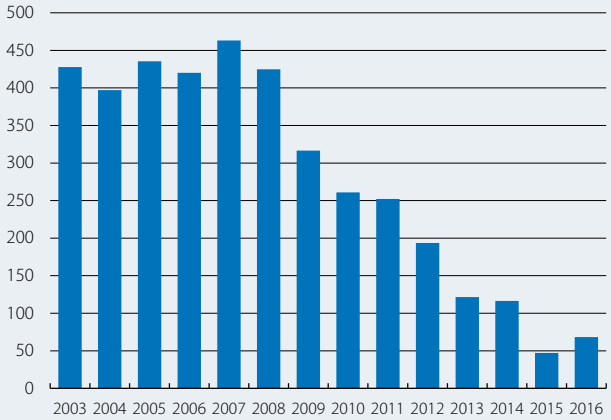
Los factores socioeconómicos también están teniendo un papel muy relevante. Una muestra de ello es la reducción en la intensidad de emancipación entre los jóvenes: la ratio de hogares jóvenes sobre el total de la población joven ha descendido del 14,3% en 2008 al 10,8% en 2017.

Sin lugar a dudas, un aspecto clave es el cambio en la edad de inserción de los jóvenes en el mercado laboral. En parte, ello es debido al mayor número de años que los jóvenes estudian (la edad media en la que los jóvenes de menos de 35 años finalizaron sus estudios ha pasado de 18,4 en 2008 a 19,1 años en la actualidad). Pero la situación del mercado laboral sigue apareciendo como el factor clave. A pesar de que la creación de empleo avanza a buen ritmo, el paro juvenil sigue en niveles elevados y las cifras de temporalidad se resisten a disminuir, en especial entre los jóvenes: un 46,1% de los menores de 35 años que trabajan tienen un contrato temporal (42,5% en 2008) y el paro en este grupo de edad se sitúa en un elevado 24,3%, a pesar de haberse reducido en más de 12 puntos desde los máximos de 2013. Asimismo, el salario medio de los trabajadores de 25 a 29 años ha disminuido un 8% entre 2008 y 2015 en términos nominales.

Finalmente, un factor adicional a tener en cuenta es la creciente presión en los precios de los inmuebles. La población joven se encuentra especialmente concentrada en las grandes ciudades, como Barcelona o Madrid, que es donde los precios de compra están creciendo más. Así, mientras que el precio de la vivienda ha aumentado un 4,9% desde 2015, en Barcelona y Madrid lo ha hecho un 18,3% y un 11,0%, respectivamente.[3]

Creación neta de hogares

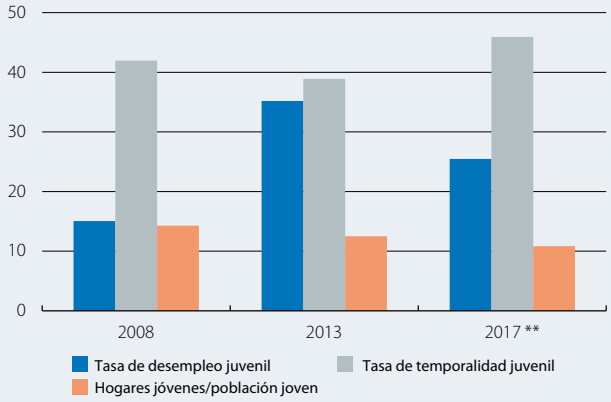
(Miles)



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

*Hogares jóvenes y calidad del empleo juvenil **

(%)



Notas: ** Población menor de 35 años. ** Datos del 2T 2017 (acumulados de cuatro trimestres).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

1. Promedio anual de 2003 a 2010.
2. Se asume que la proporción de jóvenes que forman un hogar respecto al total de jóvenes se mantiene constante en los valores actuales.
3. Crecimiento del valor tasado de la vivienda libre publicado por el Ministerio de Fomento desde el 1T 2015 hasta el 2T 2017.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Industria								
Consumo de electricidad	1,7	0,1	–0,1	1,6	1,2	0,8	1,6	–1,5
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	2,1	1,7	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–0,3	–2,3	–0,6	0,3	–0,5	–1,8	–0,6	2,1
PMI de manufacturas *(valor)*	53,6	53,2	54,4	54,8	54,9	54,0	52,4	54,3
Construcción								
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	20,0	43,7	36,9	24,5	18,4	22,0	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	10,9	13,0	13,7	14,9	12,0	13,5	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	1,5	2,2	1,6	–	...	–
Servicios								
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	5,6	8,2	10,1	10,0	10,2	10,4	10,1	...
PMI de servicios *(valor)*	57,3	55,0	54,9	56,4	57,8	57,6	56,0	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,0	0,5	2,5	0,7	1,7	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	8,9	7,8	6,3	2,5	13,0	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–2,8	1,5	2,0	–0,2	–1,1

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Afiliados a la Seguridad Social [1]							
Sectores de actividad							
Industria	2,2	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1
Construcción	4,7	2,6	3,3	5,3	6,1	6,3	5,8
Servicios	3,5	3,2	3,5	3,4	3,8	3,7	3,5
Situación profesional		3,5					
Asalariados	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,2	4,1
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,6**	**3,4**
Población ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**–**	**...**
Contratos registrados [3]							
Indefinidos	12,3	14,2	13,3	15,4	10,2	10,6	9,8
Temporales	11,2	7,2	6,6	12,1	9,6	5,8	5,5
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**6,2**	**5,8**
Paro registrado [3]							
Menores de 25 años	–11,0	–12,6	–13,2	–13,3	–17,3	–11,9	–9,5
Resto de edades	–7,2	–8,2	–9,0	–9,2	–10,3	–9,2	–8,4
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–9,4**	**–8,5**

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,5**	**1,6**	**1,8**
Subyacente	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,2	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,0	4,1	2,5	–1,0	–1,6	...
Productos energéticos	–9,0	–8,4	1,6	15,3	8,0	4,1	6,3	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	06/17	07/17
Comercio de bienes								
Exportaciones *(variación interanual)*	4,3	1,7	–1,1	3,2	14,1	6,3	5,7	3,9
Importaciones *(variación interanual)*	3,7	–0,4	–3,7	3,0	16,5	7,4	5,0	10,8
Saldo corriente	**12,2**	**21,5**	**19,3**	**21,5**	**21,6**	**21,0**	**21,0**	**20,9**
Bienes y servicios	25,3	33,7	31,9	33,7	32,0	32,3	32,3	31,7
Rentas primarias y secundarias	–13,1	–12,2	–12,6	–12,2	–10,4	–11,3	–11,3	–10,8
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**19,2**	**24,2**	**24,4**	**24,2**	**24,1**	**23,1**	**23,1**	**23,0**

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

Sector público

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

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación[1]	**–5,3**	**–4,5**	**–2,9**	**–4,5**	**–0,4**	**–2,2**	**–**
Administración central	–2,6	–2,7	–2,6	–2,7	–0,5	–1,1	...
Comunidades autónomas	–1,7	–0,8	–0,1	–0,8	–0,2	–0,7	...
Corporaciones locales	0,4	0,6	0,5	0,6	0,1	0,2	–
Seguridad Social	–1,2	–1,6	–0,6	–1,6	0,1	–0,5	...
Deuda pública *(% PIB)*	**99,4**	**99,0**	**100,0**	**99,0**	**100,1**	**100,0**	**–**

Nota: *1. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.*

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [1]

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

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Depósitos[2]								
Depósitos de hogares y empresas	–0,6	2,5	3,2	3,0	3,2	2,5	1,3	2,1
A la vista y ahorro	14,7	16,0	15,7	16,2	18,6	18,8	16,3	17,2
A plazo y preaviso	–16,3	–16,0	–15,1	–17,7	–22,0	–24,9	–25,1	–25,1
Depósitos de AA. PP.	6,7	–14,2	–9,4	–29,1	–28,0	–26,7	1,8	8,9
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**2,4**	**0,4**	**1,0**	**0,5**	**1,4**	**2,5**
Saldo vivo de crédito[2]								
Sector privado	–5,5	–3,6	–3,3	–3,2	–2,7	–2,2	–2,5	–2,4
Empresas no financieras	–7,3	–5,3	–5,2	–5,2	–4,3	–3,1	–4,0	–4,0
Hogares - viviendas	–4,6	–3,7	–3,3	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,7
Hogares - otras finalidades	–2,6	2,0	3,1	2,9	3,6	2,8	2,8	3,2
Administraciones públicas	0,2	–2,9	–2,2	–2,7	–3,2	–12,6	–11,6	–10,8
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–3,2**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,2**	**–3,0**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**10,1**	**9,1**	**9,2**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,5**	**...**

Notas: *1. Datos agregados del sector bancario español. 2. Residentes en España. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

CONSUMO: NUEVAS TENDENCIAS

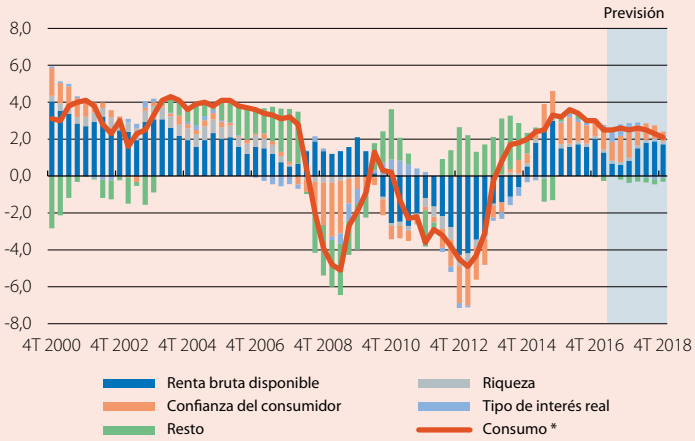
La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas

La evolución del consumo de los hogares españoles, que supone casi el 60% del PIB, determina, en gran medida, el desempeño cíclico de la economía española. Precisamente por ello, es necesario profundizar en el análisis del gasto de las familias y de sus principales condicionantes a lo largo del ciclo económico. A esta tarea se dirige el primer artículo de este Dossier, dedicado al consumo. A modo de vista previa, la creación de empleo, el regreso de la confianza y unas condiciones financieras favorables son los principales elementos que se esconden detrás del elevado dinamismo del consumo privado en la actual etapa de recuperación, factores que seguirán apoyando el consumo, en especial de bienes duraderos, durante los próximos trimestres.

El consumo de los hogares lleva creciendo de forma ininterrumpida desde mediados de 2013.[1] Su ritmo de avance ha sido más vigoroso de lo esperado y ha superado con creces el registrado en el conjunto de la eurozona en este mismo periodo. Sin embargo, este todavía se encuentra un 3,9% por debajo del nivel máximo alcanzado antes de la crisis debido al intenso ajuste experimentado durante la recesión.[2] En particular, se observan dos etapas recesivas bien diferenciadas. A principios de 2008, a raíz de la crisis financiera internacional y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, el consumo inició una primera fase de caída y acumuló un retroceso del 6,5% en solo cinco trimestres. Posteriormente, tras un año de crecimiento muy moderado (del 0,3% intertrimestral en promedio), en el 3T 2010 el consumo privado volvió a retroceder, en esta ocasión durante un periodo más prolongado, hasta alcanzar su nivel mínimo en el 2T 2013 y acumular un descenso del 14,3% respecto a su nivel precrisis.

Determinantes del consumo

Contribución a la variación interanual del consumo real (p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%). Datos en términos reales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE, la Comisión Europea y el Banco de España.*

Los factores que condicionaron estas dos fases de corrección del consumo son distintos (véase el gráfico adjunto).[3] En la primera fase recesiva (2008-2009), resulta llamativo que la caída del consumo no estuviese acompañada de un retroceso en la renta bruta disponible (RBD) de los hogares, sino que esta siguió creciendo a un ritmo similar al registrado durante los cinco años anteriores a la crisis (2,3% anual promedio). Así pues, en esta etapa el consumo cayó, sobre todo, como consecuencia de otros elementos, en particular por el desplome de la confianza de los consumidores, la cual pasó de registrar niveles similares al promedio histórico en 2007 al valor mínimo de la serie histórica en febrero de 2009. Esta pérdida de confianza fue debida al aumento de la incertidumbre ante el empeoramiento de las perspectivas económicas. En consecuencia, los hogares aumentaron el ahorro por precaución[4] y ello propició el descenso del consumo.

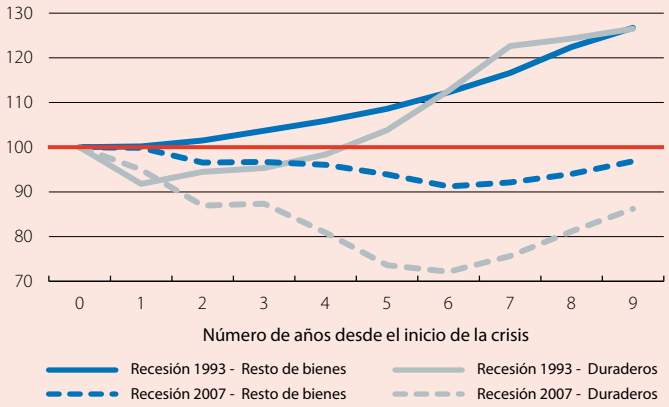
En claro contraste, la segunda etapa de fuertes caídas del consumo (2010-2013) se caracterizó por un intenso retroceso de la RBD, debido sobre todo a la destrucción de empleo y, en menor medida, a la contención salarial. También se añadieron otros elementos, como el descenso de la confianza de los consumidores, la caída de la riqueza neta de las familias, tanto financiera como inmobiliaria, y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Todos los ingredientes para un cóctel recesivo.

La segunda mitad de 2013 marcó un punto de inflexión en la evolución del consumo, que empezó a recuperarse y fue tomando brío hasta alcanzar un ritmo de avance cercano al 3% entre el año 2015 y el 2T 2017, en promedio. Este excepcional desempeño del consumo se explica porque todos los factores mencionados anteriormente pasaron a operar en sentido positivo. En primer lugar, la recuperación económica está siendo muy intensiva en creación de empleo, lo que está impulsando el crecimiento de la RBD, a pesar de que la todavía necesaria moderación salarial limita su recorrido al alza. Además, la mejora en las expectativas sobre la evolución del mercado laboral también está ejerciendo un efecto positivo sobre el consumo. Concretamente, la mejora de las condiciones económicas no solo afecta a las decisiones de consumo de aquellos directamente beneficiados (como los que encuentran un empleo), sino que también impulsa el consumo del resto de hogares. Por ejemplo, las personas que ya tenían empleo pero ahora tienen menos miedo a perderlo. Este efecto confianza explica por qué la tasa de ahorro se encuentra actualmente en un nivel significativamente inferior a su promedio histórico.

1. En concreto, en términos reales, acumula un crecimiento del 10,5% entre el 3T 2013 y el 2T 2017, un 2,5% anual promedio. En términos nominales, el crecimiento acumulado es del 9,3%, un 2,2% anual promedio.
2. En este artículo usamos datos en términos reales, excepto mención expresa.
3. Las contribuciones a la variación del consumo se obtienen a partir de una estimación en dos etapas. En la primera, se estima una regresión univariante del consumo y la RBD (variación interanual). Los residuos de esta primera etapa se usan como variable dependiente de una segunda regresión, en la que los factores explicativos incluidos son la confianza del consumidor (con un retraso), la riqueza neta de las familias y el tipo de interés real.
4. La tasa de ahorro repuntó del 5,9% en 2007 al 13,4% en 2009, un registro significativamente superior al promedio histórico del 9,6%.

Consumo de bienes duraderos y del resto de bienes en las recesiones

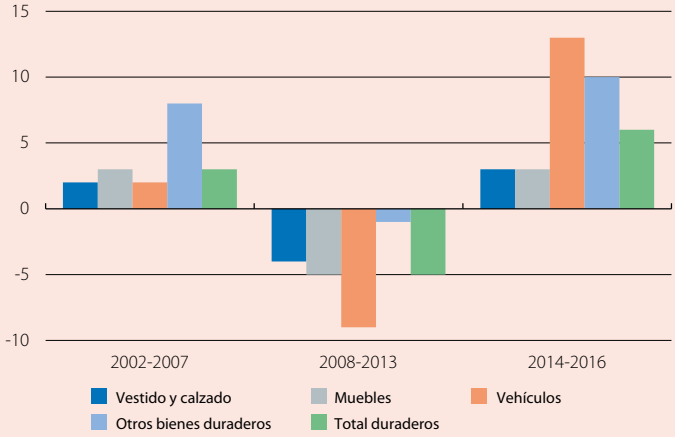
Índice (100 = año inicio de la crisis)



Nota: *Datos en términos reales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Consumo de bienes duraderos en distintos periodos

Variación anual promedio (%)



Nota: *Datos en términos reales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Otro determinante de la recuperación del consumo es la mejora de la riqueza del conjunto de los hogares, tanto financiera como inmobiliaria. En este sentido, la recuperación del mercado inmobiliario y del precio de los activos financieros está apoyando el crecimiento de la riqueza neta de los hogares. Este aspecto es muy relevante en un contexto como el actual, en el que el proceso de desapalancamiento de los hogares está muy avanzado y, por tanto, su capacidad crediticia ha aumentado notablemente. Asimismo, las condiciones financieras de acceso al crédito al consumo son muy favorables gracias a la política monetaria acomodaticia del BCE y a que el sector bancario cuenta con unos niveles elevados de solvencia y liquidez (véase el artículo «Situación y perspectiva de la financiación del consumo» en este mismo Dossier).

En este entorno altamente favorable, CaixaBank Research prevé que la tendencia positiva en los principales determinantes del consumo se mantendrá y ello permitirá que este siga registrando unos avances sólidos, del 2,6% en 2017 y del 2,4% en 2018. Aunque se espera cierta ralentización en el ritmo de creación de empleo de cara a los próximos trimestres, unos incrementos salariales moderados y una inflación todavía baja apoyarán el crecimiento de la RBD en términos reales. Estas previsiones también contemplan un mantenimiento de la tasa de ahorro en torno a su nivel actual, del 6,5%. De todos modos, un aumento de 1 p. p. de la tasa de ahorro respecto a su nivel presente, una tasa más en línea con la registrada en el bienio 2015-2016, también sería compatible con un avance notable del consumo (alrededor del 2% en 2018).

La evolución del gasto en términos agregados esconde una elevada heterogeneidad en la dinámica experimentada por los distintos bienes y servicios. En concreto, un aspecto que resulta de especial relevancia para ilustrar las particularidades de la evolución del consumo de los hogares españoles durante el último ciclo económico es el patrón de ajuste del consumo de bienes duraderos. Generalmente, el gasto en duraderos, como la compra de vehículos, muebles o electrodomésticos, muestra una elevada sensibilidad al ciclo económico, puesto que las familias suelen aplazar la adquisición de este tipo de bienes durante las recesiones económicas (el segundo gráfico adjunto muestra este patrón).[5] Sin embargo, es remarcable que en esta ocasión también se produjo un notable ajuste en el consumo del resto de bienes, un aspecto que contrasta con el patrón de consumo observado en la recesión, menos severa, de 1993.

Otra observación que requiere especial mención es el tiempo que ha sido necesario para recuperar el nivel precrisis de consumo de bienes duraderos. Mientras que, tras la recesión de 1993, transcurridos cinco años, el consumo de bienes duraderos había alcanzado el nivel previo a la crisis, en la recesión de 2007, después de nueve años, todavía se encuentra un 14% por debajo del nivel precrisis. En el caso particular de la compra de vehículos, el ciclo ha sido todavía más marcado: a pesar del fuerte crecimiento en la compra de vehículos en 2014-2016 (13,4% en promedio, véase el tercer gráfico), el número de matriculaciones actuales representa solamente un 72% de las efectuadas en el pico anterior a la crisis (2005).

En definitiva, las perspectivas del gasto de las familias, en especial en bienes duraderos, son halagüeñas. Como se ha visto, todos los factores subyacentes apuntan en la buena dirección: la creación de empleo sigue a buena marcha, se esperan moderados crecimientos salariales en un contexto de baja inflación, la confianza está en máximos y las condiciones financieras son favorables.

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

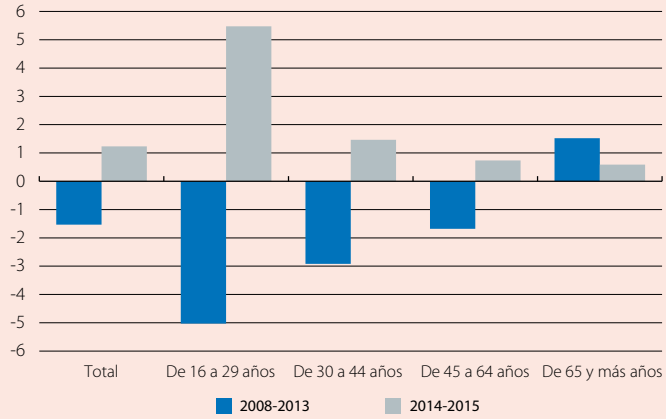
5. A partir de los datos del gasto en consumo final de los hogares por finalidad de contabilidad nacional (clasificación COICOP a dos dígitos), se agrupan los distintos productos en dos categorías: bienes duraderos (códigos 3, 5, 7.1, 8.2, 9.1, 9.2 y 9.3) y el resto de bienes y servicios. Véase «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», Banco de España, junio de 2017.

El consumo: ¿quién, cuánto y en qué?

La recuperación económica tiene como uno de los principales protagonistas el dinamismo del consumo de los hogares. Sin embargo, detrás de la brillante trayectoria del consumo a nivel agregado, se esconden patrones muy distintos en función de las características sociodemográficas de los hogares: ni todos sufrieron con igual intensidad la crisis económica, ni todos están percibiendo por igual la recuperación.

*Consumo de los hogares por tramos de edad **

Variación promedio anualizada (%)



Nota: ** Consumo medio por persona en los hogares con cabeza de familia en ese rango de edad. Datos en términos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de Presupuestos Familiares).*

En España, la última recesión se cobró más de 3,5 millones de puestos de trabajo. De forma directa o indirecta, más o menos cercana, todos sentimos el impacto de la crisis. Sin embargo, hay un colectivo que la sintió con especial intensidad: los jóvenes. Ello queda perfectamente reflejado en la evolución de la tasa de paro entre los jóvenes de entre 16 y 29 años, que llegó al 44% en 2013 y se situó alrededor de 20 p. p. por encima de la tasa de paro del conjunto de la población. También queda patente en la evolución del consumo: los hogares más jóvenes lo recortaron un 5% anual entre 2008 y 2013, una cifra que triplica el recorte del hogar promedio.[1]

Afortunadamente, durante la fase de recuperación, las dinámicas se han invertido. Ahora son los hogares jóvenes los que están incrementando el consumo de manera más intensa: en 2014 y 2015 (últimos ejercicios con información disponible), la tasa de crecimiento superó el 5% anual y triplicó la del conjunto de los hogares (véase el gráfico). En particular, el aumento del gasto de los jóvenes es especialmente intenso en las comidas fuera de casa, en artículos de vestir y en compra de automóviles, que incrementaron un 17,5%, 10,2% y un 37,3%, respectivamente, en el promedio anual de 2014 y 2015. Tres epígrafes, todos ellos, además, en los que los hogares jóvenes ya consumen por encima del promedio de los hogares españoles (véase la tabla).

La rápida recuperación del gasto de los jóvenes es fruto, en parte, de la mejora del mercado laboral (la tasa de paro juvenil se ha reducido en 14 p. p. desde 2013). Además, ello está favoreciendo la creación de hogares, un elemento clave para las dinámicas del consumo, ya que suele impulsar el gasto en bienes duraderos de los jóvenes, que es el colectivo que concentra la creación de hogares. En particular, en 2016 se crearon 68.200 hogares y, aunque el nivel es relativamente bajo, ello representa un aumento del 45% respecto al 2015.[2] Todo apunta a que ambos factores, la mejora del mercado laboral y la creación de hogares, se mantendrán en los próximos años, lo que debería seguir favoreciendo la recuperación del consumo de los hogares jóvenes.

Frente a estas perspectivas optimistas para los hogares más jóvenes, se hacen necesarios ciertos matices. En primer lugar, la elevada tasa de temporalidad sigue siendo un lastre para la recuperación del consumo, puesto que, en general, los contratos temporales suelen ir asociados a salarios más bajos y, además, las familias cuyos miembros trabajan bajo un contrato temporal suelen ahorrar más por motivos de precaución. En concreto, la tasa de temporalidad española se sitúa en el 27%, duplicando el promedio de los grandes países europeos, y para los jóvenes menores de 29 años esta tasa escala hasta el 53%. En segundo lugar, la irrupción de las nuevas tecnologías y, en particular, la creciente importancia del comercio electrónico y del consumo colaborativo, especialmente entre los más jóvenes, representan un cambio de paradigma en los hábitos de consumo difícil de predecir (para más detalle, véase el artículo «El consumo en la era digital» de este mismo Dossier).

Siguiendo con este análisis granular en términos sociodemográficos, un aspecto también relevante a estudiar es el diferente efecto que la crisis ha tenido sobre el consumo de los hogares en función de su nivel de renta. En este sentido, los datos sobre consumo en términos nominales muestran que los hogares españoles con menores niveles de renta fueron los más afectados durante la crisis, con caídas anuales cercanas al 6% (frente al 1,5% para el conjunto de los hogares). Asimismo, durante los prime-

1. A partir de datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares, se analiza el gasto medio por persona en términos nominales en el tipo de hogar cuyo cabeza de familia tiene las características especificadas.
2. Para más información véase el Focus «Emancipación juvenil: sueño o realidad» en este mismo *Informe Mensual.*

ros años de recuperación, el consumo en dichos hogares apenas ha aumentado, lo cual, en términos de consumo, los coloca en una situación peor en términos absolutos a la que tenían antes de la crisis; y también peor en términos relativos, puesto que están más distanciados de los hogares con ingresos superiores.

Este aumento de la brecha de consumo, en realidad, se enmarca dentro de un debate mucho más amplio y controvertido: esto es, si la mayor desigualdad en los niveles de renta ocurridos en las últimas décadas en buena parte de las economías avanzadas, y también en España,[3] se ha traducido en una mayor desigualdad en el consumo. Y si esta desigualdad se ha podido recrudecer durante la crisis. En este sentido, los datos para España sí parecen sugerir esta agudización en la desigualdad en términos de consumo durante la crisis.

La literatura económica, sin embargo, ofrece un matiz importante sobre la evolución del consumo de los hogares de rentas bajas, al precisar que la caída en términos reales de su consumo (que mide mejor el bienestar) ha sido mucho menor a lo que las cifras en términos nominales sugieren. Como resultado, el aumento en la desigualdad de consumo según el nivel de renta podría no haber sido tan acusado.[4]

*Consumo de los hogares por tipo de bien o servicio **

	Todas las edades		De 16 a 29 años	
	Gasto medio por persona (euros) *	Variación promedio anualizada 2014 y 2015 (%)	Gasto medio por persona (euros) *	Variación promedio anualizada 2014 y 2015 (%)
Comidas y bebidas fuera del hogar	947	7,3%	1.332	17,5%
Artículos de vestir	415	1,7%	483	10,2%
Compra de vehículos	336	13,7%	565	37,3%
Muebles	80	–3,3%	115	3,8%
Total	**10.960**	**1,2%**	**10.637**	**5,5%**

Nota: ** Consumo medio por persona en los hogares con cabeza de familia en ese rango de edad; año 2015. Datos en términos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de Presupuestos Familiares).*

El motivo que apuntan varios artículos académicos es que los precios que pagan estos hogares por los bienes y servicios que consumen han crecido a un menor ritmo que los que los índices de precios generales indican. En buena parte, ello se debe a la capacidad de los hogares de sustituir unos productos por otros parecidos, pero más económicos, ante un choque negativo e inesperado de su renta, algo que no queda bien reflejado en el índice de precios de consumo (IPC). Asimismo, el IPC tampoco recoge correctamente la irrupción de nuevos establecimientos donde los productos se pueden adquirir de forma más barata, como las grandes superficies comerciales o las tiendas *online*. Y son precisamente los hogares con menor renta los que suelen aprovechar mejor muchas de estas oportunidades.[5]

En definitiva, la recuperación del consumo está siendo generalizada, pero también heterogénea, según las características sociodemográficas de los hogares. La evolución del mercado laboral, la temporalidad y la creación de nuevos hogares marcarán la continuidad de esta recuperación. Sin embargo, el rol de las tecnologías y la economía colaborativa abren un nuevo panorama sobre las tendencias del consumo, especialmente, entre los hogares más jóvenes.

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

3. Véase OCDE (2016), «Income inequality remains high in the face of weak recovery», Income Inequality Update; y el Dossier «Las consecuencias de la desigualdad» del IM01/2017.
4. Véase Sacerdote, B. (2017), «Fifty Years of Growth In American Consumption, Income, and Wages», NBER Working Paper n.º 23292, para el caso estadounidense.
5. Véase Campos, R. y Reggio, I. (2017), «Do the Unemployed Pay Lower Prices? A Reassessment of the Value of Unemployment Insurance», Working Paper 08/06. Los autores concluyen, para el caso de España, que las personas desempleadas pagan unos precios que son un 1,5% inferiores a los que pagan las personas empleadas, lo cual podría explicar aproximadamente un sexto de las diferencias de consumo.

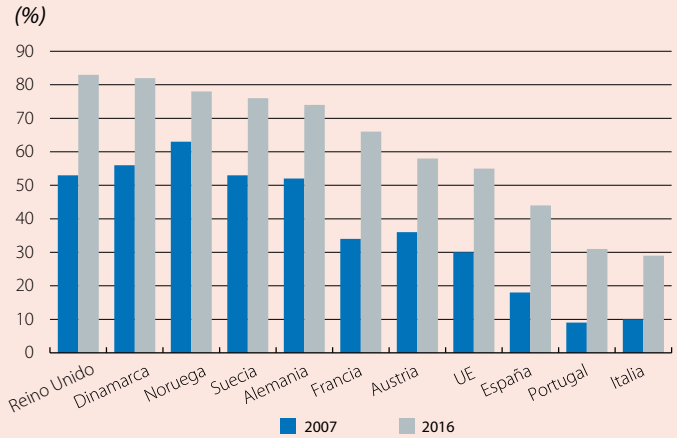
El consumo en la era digital

La proliferación de los grandes almacenes, los supermercados y, posteriormente, de los centros comerciales durante el siglo XX supuso un cambio importante en la manera de comprar. En lugar de pedir al dependiente lo que quería y que este lo fuera a buscar a la trastienda, el consumidor tenía al alcance de su mano varios productos, de categorías distintas, expuestos con sus respectivos precios, para que le fuera sencillo escoger. En el siglo XXI, gracias a internet, estamos presenciando una nueva «revolución» en el consumo. Hoy en día, los consumidores pueden realizar sus compras desde cualquier lugar y en cualquier momento del día. Además, tienen la posibilidad de recibir el pedido en su domicilio o enviarlo a un punto de recogida cercano. En este artículo, analizamos el impacto que las nuevas tecnologías digitales están teniendo sobre el consumo, los consumidores y la manera de operar de las empresas.

El uso generalizado de internet y los *smartphones*, el aumento de la velocidad de conexión a internet o la proliferación de nuevos medios de pago electrónicos están permitiendo un rápido crecimiento del comercio electrónico (*e-commerce)*. Algunas cifras ayudan a poner de relieve la importancia de este fenómeno. En China, el mercado *e-commerce* más grande del mundo, el 17% de las ventas al por menor ya se realizan a través de internet, y en EE. UU. las ventas por internet suponen cerca del 9% del total.[1]

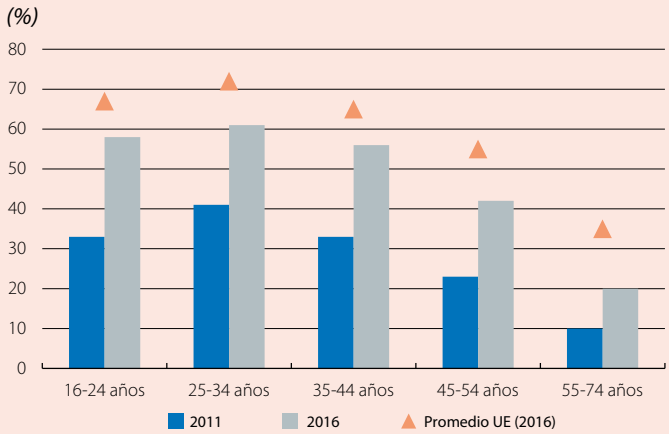
Las compras por internet también se han popularizado en Europa. En 2016, el 55% de los europeos compró por internet, frente al 30% en 2007. Es más, en algunos países de la UE, el comercio electrónico aún está más extendido (véase el primer gráfico). Por ejemplo, en el Reino Unido, los países nórdicos y Alemania más del 70% de los individuos realizan compras por internet. En otros países, como España, la proporción es inferior al promedio europeo[2] aunque la tendencia es claramente al alza y el aumento es generalizado por grupos de edad (véase el segundo gráfico).[3] Además, de cara al futuro, dado que las generaciones más jóvenes (entre 16 y 44 años) son las que están más «digitalizadas», el potencial de crecimiento del *e-commerce* es sumamente elevado.

Personas que han comprado por internet en los últimos 12 meses



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

España: personas que compraron por internet en los últimos 12 meses según edad



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

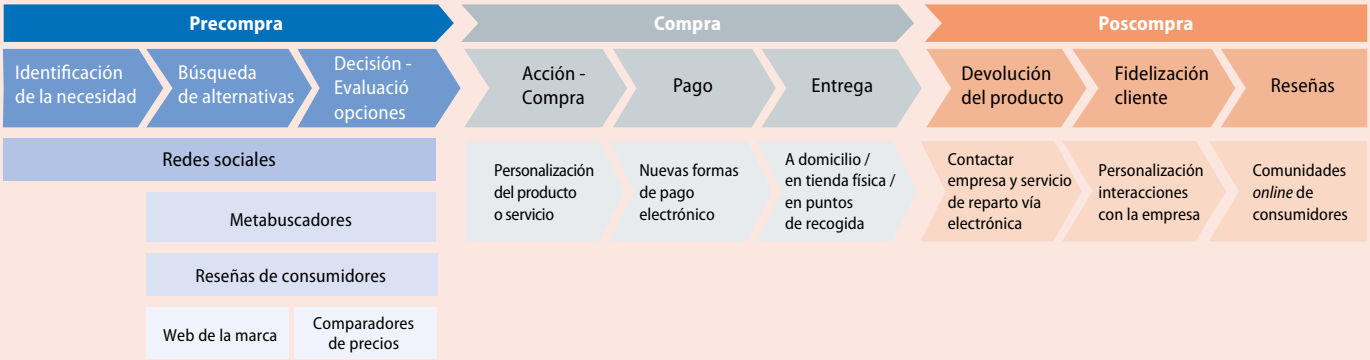
Esta rápida «digitalización del consumo» está transformando todas las fases del proceso de compra tradicional (véase el esquema). En primer lugar, porque otorgan a los consumidores un papel cada vez más relevante, especialmente en la fase inicial del proceso de compra. Hoy en día, los consumidores tienen a su alcance una mayor variedad de productos y servicios en todas las categorías, los cuales se ofertan a diferentes precios. A medida que el consumidor está más conectado, tiene mayor poder de decisión, dado que puede comparar fácilmente precios y calidades entre distintos ofertantes de todo el mundo, saber más sobre el fabricante o el producto en cuestión, y conocer la opinión de otros consumidores antes de decidirse por un producto o servicio. En este contexto están ganando peso las plataformas de comercio electrónico. A través de ellas, los consumidores pueden comprar en cualquier momento y desde cualquier lugar. Esta mayor conveniencia ha pasado a formar parte de las expectativas del consumidor, que espera que el proceso de compra de todos los productos y servicios que consume, tanto *online* como *offline*, sea igual de rápido y eficiente. Asimismo, el consumidor también espera poder personalizar cada vez más productos y servicios, y que las interacciones con la marca le sean relevantes.[4]

Por su parte, en la fase de posventa también están ocurriendo cambios. Actualmente, los consumidores tienen más opciones a su alcance para devolver los productos que no desean y ser atendidos en todo momento (a través de varios canales) cuando tiene un problema o sus expectativas no se han cumplido. Además, pueden compartir sus experiencias en relación con un producto o servicio en las redes sociales y plataformas de reseñas, lo que genera contenido para la fase inicial de otros consumidores.

Además de los cambios en las fases del proceso de compra, con la digitalización también se han popularizado nuevos patrones de consumo, como la creciente preferencia por el «acceso a un bien» en lugar de «tenerlo en propiedad». En este sentido, el desarrollo de plataformas digitales que ponen en contacto a individuos y activos ha facilitado la creación de mercados *online* para el uso temporal de bienes y la prestación de servicios entre particulares (*peer-to-peer*), lo que se conoce como la economía del consumo colaborativo (*sharing*) y de servicios *on-demand* que, sin duda, supone un nuevo paradigma en el ámbito del consumo.[5]

1. PwC, Total Retail 2017 Survey, «e-Commerce in China - the future is already here» y Departamento de Comercio de EE. UU., «Quarterly Retail *e-commerce* sales, 2nd quarter 2017», Eurostat.
2. En España, los consumidores citan como principales aspectos negativos a la hora de realizar compras *online* la preferencia del consumidor de ver y tocar el producto primero, los gastos de envío no gratuitos, la dificultad para hacer devoluciones y el tiempo de espera para recibir el producto, véase Observatorio Cetelem *eCommerce* 2016.
3. World Economic Forum White Paper (2016), «Digital Transformation of Industries (in collaboration with Accenture): Digital consumption».
4. Solo en EE. UU. se estima que 110 millones de personas (el 34% del total de la población) ya participan en la economía colaborativa (WEF, 2016).
5. World Economic Forum and Accenture, 2017. Shaping the future of retail for consumer industries.

Impacto de la digitalización en las fases del ciclo de compra



Impacto de la digitalización en las fases del proceso productivo

Fuente: *CaixaBank Research.*

Desde el punto de vista de las empresas (oferta), las nuevas tecnologías digitales también están transformando de forma radical el entorno en el que se desenvuelven. Por un lado, la digitalización ya ha reducido notablemente las barreras de entrada en muchos sectores de actividad, lo que ha incrementado muy significativamente la competencia. Por otro lado, internet ha propiciado la aparición de nuevas empresas puramente digitales que ofrecen nuevas maneras de servir al cliente, lo que ha desplazado modelos de negocio tradicionales. Ante estos cambios, empresas establecidas se han visto empujadas a revaluar la manera en que operan y modificar su proceso productivo para adaptarse a este nuevo entorno digital y seguir siendo competitivas.

Por ejemplo, en la fase inicial del proceso productivo, destaca la creciente participación del consumidor en el diseño del producto, generalmente a través de plataformas digitales o del envío de sugerencias. Ello, por un lado, facilita la diferenciación del producto. Por otro, proporciona a la empresa un mayor conocimiento de las preferencias del consumidor. Asimismo, el uso del *big data* permite a las empresas mejorar el proceso de desarrollo de producto al ayudar a detectar nuevos segmentos de mercado y determinar la estrategia de fijación de precios. Del mismo modo, la adopción de nuevas tecnologías digitales también está brindando oportunidades para mejorar la eficiencia del proceso productivo. Por ejemplo, las fábricas inteligentes (*smart factories*) permiten adaptar la estrategia de producción a tiempo real con la información que llega de los diferentes puntos de venta (véase el Dossier «Industria 4.0» del IM11/2016).

También se han ajustado sustancialmente las estrategias de comunicación con el cliente. Hoy en día, disponer de herramientas de comunicación en varios canales (especialmente el *online*) se ha vuelto imprescindible en cualquier campaña de *marketing*. No solo eso, sino que la estrategia debe ser integral en todos los canales, por ejemplo utilizando los canales *online* para atraer clientes a la tienda física (y viceversa). Igualmente, el análisis de datos puede ayudar a las empresas a diferenciar entre perfiles de consumidores y adaptar la publicidad a los intereses del cliente.

El impacto de la digitalización es quizás más evidente en la fase de comercialización, donde empresas tradicionales han pasado a ofrecer sus productos y servicios también en plataformas de venta electrónica, tanto propias como de intermediarios. Ello requiere de esfuerzos constantes para mejorar la experiencia del cliente, y hacer que el proceso de compra sea lo más conveniente posible, proporcionando distintas opciones de pago y entrega. En este sentido, el reto logístico es mayúsculo: el consumidor demanda tiempos de espera más cortos y más opciones de recogida y devolución de pedidos, y satisfacer estas expectativas resulta cada vez más importante para hacer frente a la creciente competencia. Igualmente, las empresas están realizando esfuerzos por renovar y elevar la experiencia de compra también en la tienda física, especialmente para aquellos productos que requieren de una mayor interacción y personalización. Para ello, se empieza a poner énfasis en la transformación de la tienda física, de ser un canal de distribución tradicional a una plataforma de descubrimiento, experiencia e interacción para el consumidor. Otra estrategia seguida es la de crear una experiencia de compra que conecte los canales *online* y *offline*, por ejemplo, dando la opción a los clientes de comprar en la red y recoger en la tienda física (*click and collect*).

En definitiva, las nuevas tecnologías digitales están cambiando radicalmente la manera de consumir. La rápida expansión del comercio electrónico es prueba de ello, pero el impacto está yendo más allá. Hacer que esta transformación digital alcance todo su potencial dependerá de cómo se gestionen ciertos desafíos, como la implementación de estrategias que garanticen la seguridad y privacidad digital de los consumidores, la adaptación del marco legal a un entorno de rápido cambio o la gestión del impacto de las nuevas tecnologías sobre el empleo.

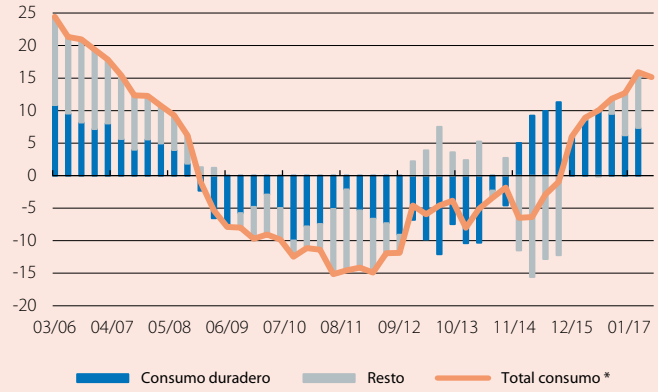
Roser Ferrer
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Situación y perspectivas de la financiación del consumo

La decisión de consumo de los hogares se determina, en gran medida, por su nivel de renta y riqueza así como sus expectativas económicas futuras (para un mayor detalle sobre la contribución de estos factores, véase el artículo «La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas» de este Dossier). Existe, no obstante, otro ingrediente importante que las familias también tienen en cuenta a la hora de decidir en qué y cuánto gastar: su capacidad y disponibilidad de financiación. El acceso a la financiación permite a los hogares satisfacer sus necesidades de consumo a lo largo de la vida, mantener un nivel de consumo estable y hacer frente a imprevistos.

Cartera de crédito al consumo del sector bancario español

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



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

De hecho, muchos de los bienes que consumimos con una vida útil larga requieren de un desembolso inicial elevado. Al financiar su compra, se consigue que su pago esté más repartido a lo largo de la vida útil del bien y, por lo tanto, más acorde con su uso. En esta categoría se incluyen los bienes duraderos, como los muebles, equipamientos para el hogar o vehículos, entre otros. Este tipo de bienes representa el 53% del consumo financiado por la banca, pero su peso es solo el 14% de la cesta de consumo de los hogares. El resto de consumo financiado incluye desde pagos aplazados con tarjetas de crédito hasta bienes y servicios no duraderos, como algunos servicios médicos o viajes.[1]

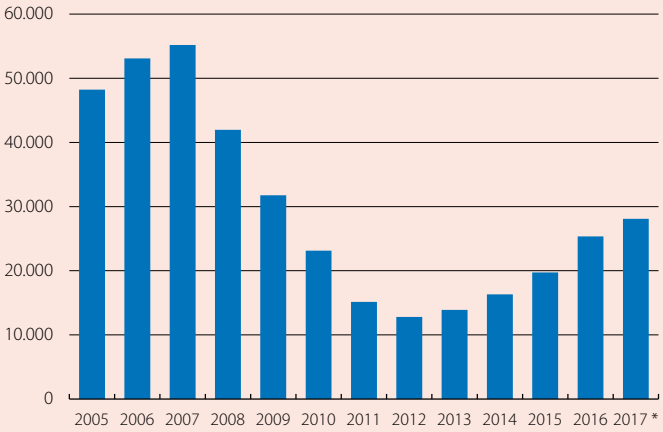
Actualmente, la financiación al consumo asciende a unos 75.000 millones de euros en España y representa aproximadamente el 10% del total de crédito concedido a los hogares. Las entidades de depósitos juegan un papel determinante en la concesión del crédito al consumo, aunque también hay que destacar la creciente importancia de los establecimientos financieros de crédito (EFC), que ya representan el 16% de este tipo de financiación. Los EFC son entidades especializadas en la concesión de créditos, muchas veces ligados al consumo minorista, que no pueden captar depósitos. Algunos de estos EFC son filiales de bancos.

La mejora económica de los hogares españoles ha potenciado la recuperación de la financiación al consumo. Así pues, la nueva producción de crédito ha encadenado crecimientos interanuales de doble dígito desde que se inició su recuperación a finales de 2013. Gracias a ello, la cartera del crédito al consumo ha aumentado un 30% desde los mínimos de 2014.

En 2017 la evolución del crédito al consumo también está siendo muy favorable: tanto la cartera como las nuevas operaciones están creciendo a un ritmo cercano al 15% interanual. A pesar de este crecimiento, la carga financiera de los hogares por crédito al consumo en el 1T 2017 se mantiene en el 5,7% de la renta bruta disponible (RBD), niveles estables desde 2013 y lejos del máximo del 9% de la RBD alcanzado en 2007. No obstante, cabe destacar un ligero repunte de la tasa de morosidad de este segmento, que ha aumentado casi 1 p. p. en un año hasta el 8,9%,[2] una tasa que se sitúa prácticamente en consonancia con la morosidad total de la cartera de créditos.

Nueva producción de crédito al consumo

Millones de euros



Nota: ** En función de previsiones de CaixaBank Research.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

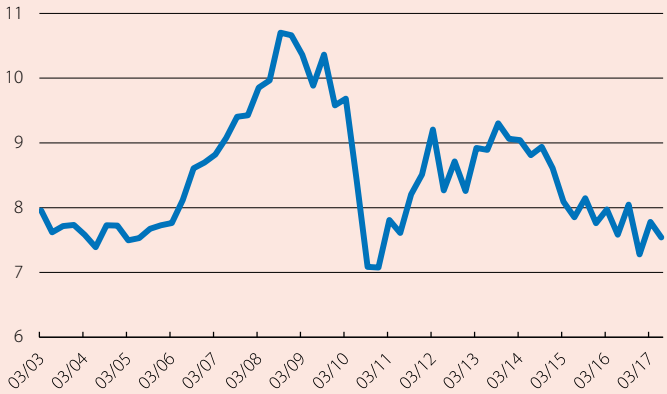
1. Según una encuesta realizada en 2016 por Cetelem, un 24% de los encuestados financiaría con un crédito servicios médicos u odontológicos, mientras que un 15% financiaría un viaje. Observatorio Cetelem, 2016, «Análisis del consumo en España».
2. Dato a marzo de 2017 y referente al crédito a hogares con finalidades distintas a la vivienda.

Durante los próximos años, esperamos que el crédito al consumo mantenga una tendencia de crecimiento, si bien a un ritmo cada vez menor debido a que, tras su fuerte recuperación, su peso sobre el PIB español está cada vez más cerca de niveles que podríamos considerar normalizados (6,3% actual y 7,4% de promedio histórico desde 2005).

Adicionalmente, los bancos seguirán apostando por la financiación al consumo por su elevada rentabilidad ajustada al riesgo, en un entorno en que se mantendrán los tipos de interés bajos a medio plazo. De hecho, en los últimos años, el tipo de interés del crédito al consumo se ha mantenido en torno al 8%, niveles que se sitúan por debajo del promedio histórico para este tipo de crédito, pero muy por encima del rendimiento promedio del resto de la cartera. La financiación al consumo constituye, pues, una de las palancas para seguir mejorando la rentabilidad de las entidades financieras españolas.

Tipo de interés de la nueva concesión de crédito al consumo

*TEDR * (%)*



Nota: ** Tipo efectivo de definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones ni bonificaciones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

La mayor demanda de crédito al consumo también apoyará al crecimiento de este tipo de financiación. Por un lado, la recuperación del mercado laboral contribuirá de forma positiva a las expectativas de renta de los hogares, que estarán más predispuestos a pedir prestado para avanzar parte de su consumo futuro. Además, el refuerzo de su posición financiera por la mejoría económica y por el proceso de desapalancamiento realizado redunda en una demanda de crédito más solvente para afrontar las obligaciones de pago venideras.

La evolución futura de la financiación al consumo estará también estrechamente ligada a la digitalización y a las innovaciones tecnológicas, fenómenos que están transformando el sector bancario y, en particular, la actividad de crédito al consumo. Las nuevas tecnologías están cambiando el comportamiento de los consumidores, quienes están cada vez más conectados y demandan mayor disponibilidad, inmediatez, sencillez y personalización en cada una de las fases del ciclo de compra (véase el artículo «El consumo en la era digital» de este Dossier). En ese ciclo, las entidades financieras (tradicionales o *fintech*) tienen un papel relevante en la fase de pago y en la financiación de las transacciones.

En este contexto, las nuevas tecnologías están permitiendo mejorar la experiencia de los clientes en los canales digitales mediante aplicativos fáciles y rápidos que agilizan el proceso de contratación de la financiación. Asimismo, la digitalización y el análisis de grandes volúmenes de información (el *big data*) ofrecen una oportunidad para conocer mejor las necesidades de los consumidores y mejorar así los servicios ofrecidos. Por ejemplo, los créditos preconcedidos permiten a los clientes financiarse de forma rápida cuando surge la necesidad. También el *big data* permite mejorar las herramientas de gestión en ámbitos tan importantes como el análisis del riesgo o la determinación de los precios, lo que permite ofrecer financiación a un precio mucho más ajustado al perfil de riesgo de cada consumidor.

En definitiva, la recuperación del crédito al consumo que se inició en 2013 ha apoyado la recuperación económica de las familias españolas en los últimos años y se espera que en un futuro siga contribuyendo, aunque con unos avances más acordes a su potencial de crecimiento a largo plazo, que no puede ser muy distinto al del crecimiento nominal de la economía. Su evolución futura también dependerá en parte de cuán rápido el sector bancario es capaz de adaptarse a los cambios tecnológicos y a la era digital para poder ofrecer los servicios que demandan los nuevos consumidores.

Ariadna Vidal y Pau Labró
Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

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

El proceso de desapalancamiento externo de la economía española: un largo camino por recorrer
Judit Montoriol-Garriga, 12/2016

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
Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research
Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer
Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español
Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española
Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?
Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados
Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?
Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal
Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?
Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas
Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?
Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

Perspectivas de desapalancamiento en España
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?
Pere Miret

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

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión
Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES
31 de 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
Clientes (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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXTO Papel procedente de fuentes responsables FSC® C015618