IM11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 417 | NOVIEMBRE 2017

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Flujos de capitales hacia los emergentes: aumentando contra viento y marea

ECONOMÍA INTERNACIONAL
EE. UU.: el efecto de los baby boomers *en el ciclo y en el largo plazo*

UNIÓN EUROPEA
La sensibilidad de la inflación a la apreciación del euro

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Auge y consolidación de las exportaciones españolas

DOSSIER: BURBUJAS Y ESTABILIDAD FINANCERA

La inestabilidad financiera y el ciclo económico

La economía de las burbujas: un análisis para entender la efervescencia de los precios

La política económica frente a la inestabilidad financiera

Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Noviembre 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:
31 de octubre 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 *Flujos de capitales hacia los emergentes: aumentando contra viento y marea*

11 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *EE. UU.: el efecto de los* baby boomers *en el ciclo y en el largo plazo*

16 *México: resistencia a prueba*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *Las políticas sociales europeas en la encrucijada*

22 *La sensibilidad de la inflación a la apreciación del euro*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *¿En busca de empleo? Inactividad y paro en España*

28 *Diez años de déficit público y contando*

29 *Auge y consolidación de las exportaciones españolas*

32 DOSSIER: BURBUJAS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

32 *La inestabilidad financiera y el ciclo económico*
Oriol Carreras Baquer

34 *La economía de las burbujas: un análisis para entender la efervescencia de los precios*
Javier Garcia-Arenas

36 *La política económica frente a la inestabilidad financiera*
Adrià Morron Salmeron

38 *Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?*
Mathieu Fort

Burbujas y política monetaria

¿Cómo debe la política monetaria responder a una posible burbuja financiera? La respuesta de economistas y banqueros centrales a esta pregunta ha ido evolucionando en los últimos años, pero el debate dista de estar cerrado.

Antes de la crisis financiera que provocó la Gran Recesión, el enfoque estándar –lo que podríamos denominar la doctrina Greenspan– abogaba por un mandato muy estrecho de la política monetaria que consistía, en su forma más cruda, en estabilizar la inflación en torno a un determinado objetivo.

Bajo esta perspectiva, los bancos centrales solo debían responder a fluctuaciones en los precios de los activos (como la bolsa o el inmobiliario) en la medida en que impactaran sobre la actividad económica y la inflación. La lógica que guiaba a los bancos centrales no diferenciaba entre las fluctuaciones puntuales en los precios de los activos y las burbujas, entendidas como desviaciones desorbitadas y persistentes. Se creía que, tras el estallido de una burbuja, la política monetaria podía reaccionar con suficiente rapidez y contundencia para mitigar el impacto sobre la actividad económica y la inflación.

Pero llegó la crisis y la doctrina Greenspan se fue al traste. Hemos aprendido que el coste de algunas burbujas es difícilmente gestionable *ex post*, porque la mala asignación de recursos que provocan mientras crecen tiene efectos negativos duraderos y por la inestabilidad financiera que generan cuando se pinchan.

A la vista de lo sucedido, la doctrina ha evolucionado, y los principales bancos centrales reconocen hoy la importancia de la estabilidad financiera. Sin embargo, aún son minoría los que creen que es la política monetaria la que debe intentar deshinchar o pinchar burbujas. Se sigue argumentando que las subidas de tipos necesarias para poderlo hacer serían demasiado grandes y producirían un daño enorme sobre la economía real.

De forma más o menos explícita, el grueso de la responsabilidad de la lucha contra la formación de burbujas se ha circunscrito al ámbito de la regulación y la supervisión financiera –por ejemplo, a través de la denominada política macroprudencial, que puede imponer recargos de capital a determinadas actividades–. Desde este ámbito, además, también se ha endurecido la regulación del sector bancario para que esté mejor preparado para absorber las pérdidas que pudiera provocar el pinchazo de una burbuja.

Esta estrategia, sin embargo, no está exenta de riesgos. Entre otras razones, porque está por ver que la política macroprudencial sea suficientemente efectiva en la práctica, ya que exigiría la toma de decisiones que pueden ser poco populares (la mayoría de la población, propietaria de una vivienda, no desea que le pinchen una burbuja inmobiliaria). En segundo lugar, porque una parte del sistema financiero (de la denominada «banca en la sombra») puede escaparse de la regulación y la supervisión más estrictas.

Y, por último, porque si un banco central solo se centra en el cumplimiento de los objetivos de inflación y actividad, hemos aprendido que, de forma indirecta e involuntaria, puede acabar promoviendo la formación de burbujas. De hecho, en última instancia, la gestión de la política monetaria puede acabar convirtiéndose en tarea de Sísifo (hinchar la burbuja, gestionar su pinchazo, hinchar la burbuja...).

El enfoque más prudente hace a la política monetaria corresponsable, junto a la regulación y a la supervisión, de garantizar la estabilidad financiera. Para ello, las decisiones de política monetaria deben ir más allá de los precios de los bienes y servicios que integran el IPC y tener en cuenta, también, los precios de los activos.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de octubre de 2017

CRONOLOGÍA

OCTUBRE 2017

22 Shinzō Abe es ratificado como primer ministro de Japón.
24 El XIX Congreso del Partido Comunista de China reelige a Xi Jinping como secretario general para un segundo mandato de cinco años.
26 El BCE anuncia su intención de reducir el volumen de compras de activos (QE). En concreto, a partir de enero y hasta septiembre de 2018, el BCE rebajará las adquisiciones mensuales de 60.000 a 30.000 millones de euros.

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.

AGENDA

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).

DICIEMBRE 2017

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
5 Índice de producción industrial (octubre).
7 Consejo Europeo.
12-13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
18 Créditos, depósitos y morosidad (3T y octubre).
22 Comercio exterior (octubre).
27 Balanza de pagos (3T).
Posición de inversión internacional neta (3T).
28 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
29 Balanza de pagos (octubre).
Avance del IPC (diciembre).

La economía mundial, viento en popa

El crecimiento mundial mantiene su dinamismo. Con los datos de actividad del 3T 2017 en la mano, se puede afirmar con elevada certeza que el crecimiento global está siendo bueno, como ya lo fue el 2T, y que este buen *momentum* de la economía se apoya en una mejora tanto en el conjunto de las economías avanzadas como en el de las emergentes. Se va, en definitiva, camino de cerrar el año con un crecimiento del 3,6% anual. Con los vientos de la macroeconomía soplando a favor, las velas de los mercados financieros se han movido en consonancia. Así, las bolsas avanzadas subieron en octubre de forma apreciable, como también lo hicieron muchas de las emergentes, al tiempo que los tipos de interés de los bonos soberanos estadounidenses, aunque con vaivenes, tendieron a consolidar el lento aumento que se inició el verano pasado. La volatilidad, tanto de la bolsa como de la renta fija, se mantuvo en niveles reducidos.

EE. UU. mantiene el rumbo. En este contexto globalmente positivo, la principal economía mundial sigue manteniendo una velocidad de crucero elevada. Cuando se esperaba que los huracanes Harvey e Irma lastrasen el crecimiento en el 3T, el PIB sorprendió con un avance del 0,7% intertrimestral (2,3% interanual), apenas 1 décima porcentual menos que en el trimestre anterior. En esta fase madura del ciclo, la inflación subyacente, que no incluye los componentes volátiles de energía y alimentos, se mantiene anclada en el 1,7% desde el pasado mes de mayo. Con todo, con el avance de los salarios en torno al 2,5% interanual, cabe esperar que este parón de la inflación sea temporal. Así lo estima también la Fed, que reiteró la posibilidad de una nueva subida del tipo de referencia en diciembre. Este mensaje continuista no provocó movimientos apreciables en los mercados, más atentos, en cambio, a la elección del sucesor de Janet Yellen al frente de la Reserva Federal. A la espera de las sesiones de confirmación del Senado, el candidato propuesto por el Ejecutivo, Jerome Powell, se percibe como experimentado (ya es miembro de la junta de gobierno de la Fed) y partidario de dar continuidad a la estrategia de normalización muy gradual de las condiciones financieras. Y si EE. UU. mantiene el rumbo, aún lo hace en mayor medida la otra gran economía mundial, China. En el frente político, el liderazgo de Xi Jinping se ha reforzado en el Congreso del Partido Comunista, mientras que, en lo que a economía se refiere, el crecimiento del 6,8% del 3T, similar al del primer semestre, reitera que el país mantiene un ritmo de crecimiento elevado.

Europa, a toda máquina. Los datos del PIB del 3T confirman un ritmo de crecimiento elevado y similar al de la primera mitad del año. Además, los primeros indicadores del 4T apuntan a la continuidad de este dinamismo. De cumplirse con las previsiones de CaixaBank Research, el crecimiento de 2017 será del 2,2%, el mejor desde el año 2007. En este contexto, la inflación sigue recibiendo la máxima atención, ya que el proceso de normalización está siendo muy lento, como atestigua el hecho de que la inflación subyacente se sitúe en un moderado 1,1% en octubre. Así pues, el BCE siguió buscando el equilibrio entre lo que le demanda una economía en expansión y una inflación que se recupera de forma muy gradual, una tónica que previsiblemente no cambiará en los próximos meses. Este equilibrio es el que se reflejó en la importante reunión de octubre, en la que precisó la senda futura de la política monetaria. Concretamente, el BCE anunció un menor ritmo de compras de activos (mantendrá los actuales 60.000 millones mensuales hasta diciembre de 2017, pero continuará, entre enero y septiembre de 2018, a un ritmo de 30.000 millones mensuales) al tiempo que reiteró su compromiso de no subir los tipos de interés por un largo periodo de tiempo.

La economía española y la portuguesa siguen navegando en un contexto externo favorable. En España, el crecimiento del PIB se situó en el 0,8% intertrimestral (3,1% interanual) en el 3T, un registro que supone una ligera desaceleración respecto al registro del 2T (0,9% intertrimestral). A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que el elevado ritmo de avance fue liderado por la demanda interna. Los flujos de exportación e importación cobraron dinamismo en el 3T de la mano de un entorno externo cada vez más favorable. De cara a los próximos trimestres, prevemos que el ritmo de avance de la actividad económica se modere a medida que se disipe el impacto positivo de algunos factores que han impulsado el crecimiento en los últimos años (como la política fiscal expansiva y el aumento moderado del precio del petróleo). Respecto a Portugal, el contexto externo también es uno de los responsables del buen momento de la economía portuguesa. Cabe recordar que en el 2T 2017 el crecimiento fue del 3,0% interanual, en gran medida gracias a la potente combinación de fuertes exportaciones y dinamismo inversor, y todo apunta a que en el 3T ambas fuerzas habrán seguido siendo motores de la expansión lusa.

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

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	2,5	2,0	2,3	2,6	2,5	2,7	2,5	2,1
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	3,0	4,7	3,5	4,9	4,8	2,9	3,3
Bienes de equipo	11,6	4,9	5,1	2,8	6,2	3,7	4,9	5,7	2,4	3,3
Construcción	3,8	2,4	4,3	3,2	3,9	3,6	5,2	4,5	3,3	3,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,9	2,5	2,5	2,0	2,4	2,3	2,6	2,7	2,2	2,0
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**	**2,4**	**3,0**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,7**	**2,4**
Otras variables										
Empleo	3,2	3,0	2,7	2,1	2,6	2,9	2,4	3,1	2,5	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,2	15,8	18,8	17,2	16,4	16,5	17,0	15,8
Índice de precios de consumo	–0,5	–0,2	1,9	1,4	2,7	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
Costes laborales unitarios	1,4	–0,6	–0,1	1,0	–0,1	–0,4	–0,4	0,4	0,5	1,2
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	1,1	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	1,8	2,1	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–5,2	–4,3	–3,1	–2,5						

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	1,49	1,72	1,20
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,80	2,40	1,75	1,75	1,73	1,97	2,21	1,75
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,37	2,35	1,23	1,28	1,36	1,62	1,90	1,28
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,35	3,06	2,44	2,26	2,24	2,46	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	–0,27	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,32
Euríbor 12 meses	0,17	–0,03	–0,14	–0,05	–0,10	–0,13	–0,16	–0,18	–0,16	–0,12
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,24	–0,58	–0,73	–0,30	–0,78	–0,74	–0,72	–0,67	–0,51	–0,40
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,39	0,85	0,34	0,31	0,42	0,51	0,65	0,71
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,11	1,11	1,13	1,18	1,07	1,10	1,17	1,19	1,20	1,19
¥/€	134,33	120,30	126,99	133,13	121,05	122,21	130,38	134,33	134,84	133,69
£/€	0,73	0,82	0,88	0,87	0,86	0,86	0,90	0,89	0,88	0,87
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	53,64	45,04	53,42	59,21	54,68	50,92	52,18	55,88	56,83	58,50
Brent (€/barril)	48,33	40,73	47,42	49,93	51,35	46,34	44,84	47,14	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 · Los mercados financieros dan continuidad al clima de baja volatilidad

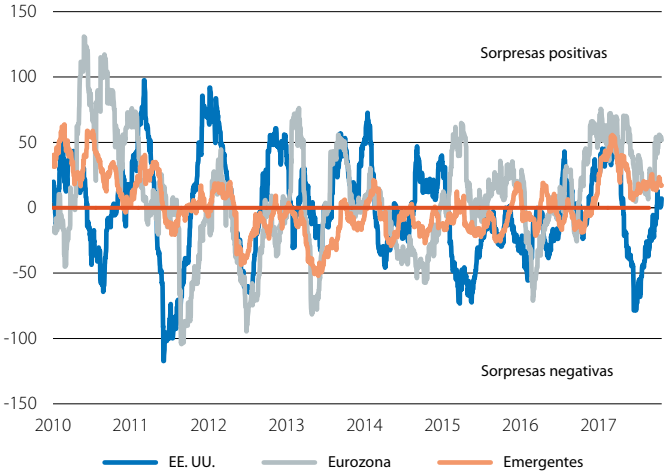
Los mercados financieros internacionales avanzan con confianza. En un escenario macroeconómico mundial favorable, caracterizado por buenas expectativas de crecimiento y una recuperación muy gradual de la inflación, en octubre, los mercados financieros globales mantuvieron un tono positivo. En EE. UU., la bolsa siguió registrando máximos históricos, y el dólar y los tipos de interés de la deuda soberana recuperaron parte del terreno perdido en los últimos meses, moviéndose al alza ante una Fed que mantiene su escenario de subidas de tipos (una más en 2017 y tres en 2018) y la presentación en el Congreso estadounidense de la reforma fiscal de la Administración Trump. En las economías emergentes, las condiciones financieras siguen mostrándose robustas a la normalización de la Fed y las bolsas siguieron avanzando sustentadas por la confianza en sus fundamentos macroeconómicos. Finalmente, en Europa, las bolsas también registraron ganancias y los tipos de interés se mantuvieron estables, ante un anuncio de prolongación del QE del BCE para 2018 que se ajustó a las expectativas del mercado.

El FMI ve una ventana de oportunidad para reforzar la estabilidad financiera. En su informe de estabilidad financiera mundial de otoño, el FMI analiza el mayor apetito por el riesgo que se ha alimentado de la combinación de un escenario macroeconómico global benigno y unas condiciones financieras extraordinariamente acomodaticias. Aunque considera que esta mayor toma de riesgos es una consecuencia deseable en un punto del ciclo en el que todavía persiste cierta infrautilización de los recursos, el FMI también recuerda que puede derivar en un aumento de la inestabilidad financiera si este entorno se prolonga demasiado. Concretamente, el Fondo advierte de la existencia de distintos focos de riesgo. A saber: la reestructuración de las carteras de inversión en respuesta a la divergencia de las políticas monetarias de los principales bancos centrales, las elevadas valoraciones de los activos financieros y la compresión de las primas de riesgo, los altos niveles de deuda global y la transición de la economía de China. En este sentido, el FMI pide aprovechar el entorno benigno para reforzar el sistema financiero internacional, completando la agenda de reformas regulatorias y de políticas macroprudenciales.

Avances en las bolsas de las economías desarrolladas. Apoyadas en la publicación de buenos indicadores de actividad, un inicio positivo de la campaña de resultados empresariales referentes al 3T 2017 y unas condiciones financieras acomodaticias, las bolsas cerraron el mes con ganancias generalizadas (S&P 500 +2,2%, Eurostoxx50 +2,2%, DAX +3,1% y CAC +3,3%). Especial mención merece la bolsa japonesa que, tras la victoria de Shinzō Abe en las elecciones anticipadas, repuntó con fuerza y alcanzó niveles que no se habían visto desde mediados de

Índice de sorpresas económicas

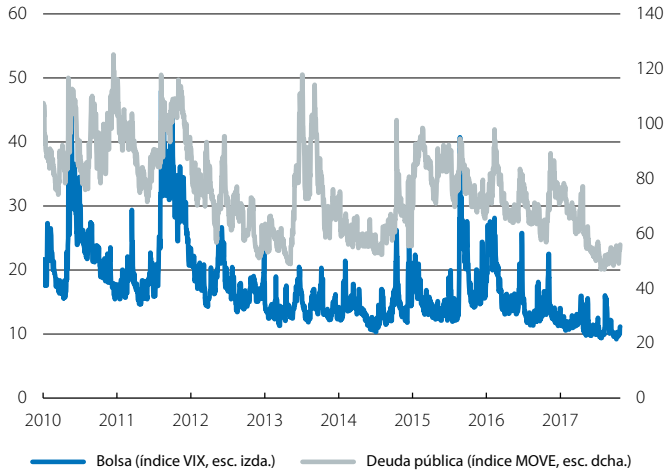
Nivel



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

Volatilidad implícita en los mercados financieros

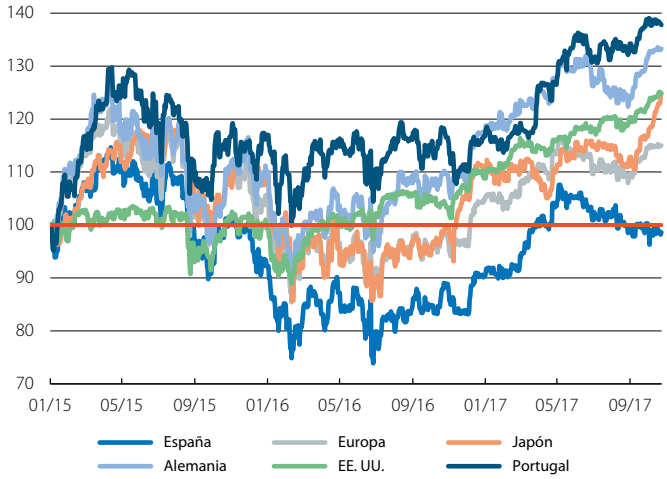
Índice *Índice*



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

Principales bolsas avanzadas

Índice (100 = enero 2015)



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

la década de los noventa (Nikkei +8,1%). Por otro lado, la bolsa española tuvo un comportamiento más moderado, con un avance del Ibex 35 del 1,4%.

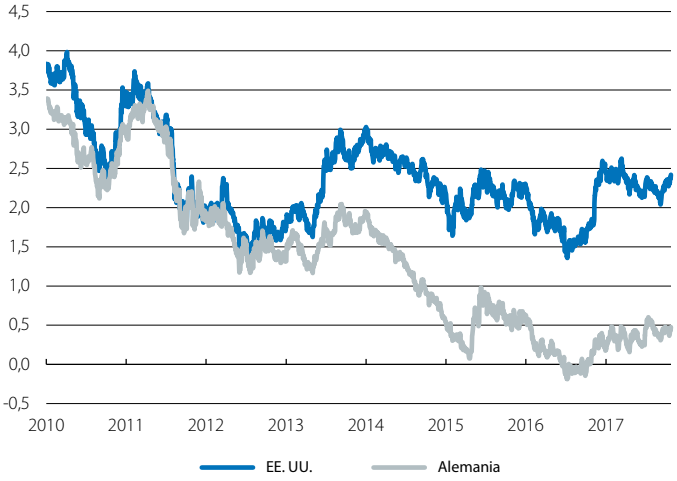
La Fed mantiene el rumbo hacia una nueva subida de tipos. La reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, en inglés) deparó pocas novedades y se saldó sin cambios en los tipos de interés (*fed funds target rate* en el intervalo 1,00-1,25%) y con un mensaje de continuidad. Por un lado, la Fed hizo una valoración positiva del crecimiento de la actividad y del mercado laboral pero, por el otro, volvió a constatar que la inflación se mantiene por debajo del objetivo del 2% y remarcó la importancia de seguir su evolución de cerca. En conjunto, los miembros del FOMC reiteraron su visión de que, con alzas graduales en los tipos de interés, la actividad económica y el mercado laboral seguirán mostrándose lo suficiente dinámicos como para alcanzar el objetivo de inflación a medio plazo. En este sentido, los inversores asignan una probabilidad superior al 90% a una nueva subida del tipo de interés de referencia en la próxima reunión de diciembre. En los mercados financieros, estos mensajes continuistas no provocaron movimientos importantes y la atención estuvo centrada en la elección de Jerome Powell como sucesor de Janet Yellen al frente de la Fed. Tras ser propuesto por Trump, se espera que Powell, actual miembro de la Junta de Gobierno de la Fed y partidario de dar continuidad a una normalización muy gradual de las condiciones financieras, reciba la aprobación del Senado.

El BCE reduce el estímulo para 2018. En la reunión de octubre, el Consejo de Gobierno (CG) anunció que el programa de compra de activos (QE), que actualmente procede a un ritmo de compras mensuales de 60.000 millones hasta diciembre de 2017, continuará entre enero y septiembre de 2018 a un ritmo de 30.000 millones mensuales. La decisión del BCE reflejó un equilibrio entre la mayor solidez del crecimiento de la actividad y el hecho de que la recuperación de la inflación es y seguirá siendo muy gradual. Por un lado, el menor ritmo de compras recoge la mejora del escenario macroeconómico y, por el otro, la prolongación hasta (al menos) septiembre de 2018 refuerza la intención del BCE de mantener unas condiciones financieras acomodaticias. Además, el CG reiteró su compromiso de no subir los tipos de interés por un largo periodo de tiempo y recordó que reinvertirá el principal de los activos adquiridos dentro del QE a medida que estos venzan. De este modo, el BCE dio un primer paso hacia la normalización de su política monetaria sin generar inestabilidad en los mercados. De hecho, a lo largo del mes, los tipos de interés soberanos se mantuvieron relativamente estables y, en la semana posterior a la reunión del BCE, retrocedieron con una compresión de las primas de riesgo. El movimiento fue especialmente marcado en Italia, después de que S&P revisara al alza su *rating* soberano de BBB- a BBB.

El dólar recupera parte del terreno perdido. En un mes marcado por el compromiso de la Fed con su escenario de subidas de tipos (cuatro hasta finales de 2018 según sus propias proyecciones), la prolongación del QE del BCE y un mayor optimismo

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

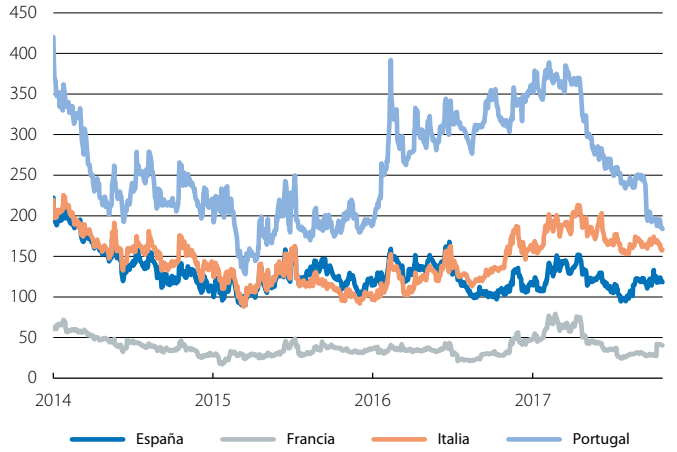
(%)



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

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

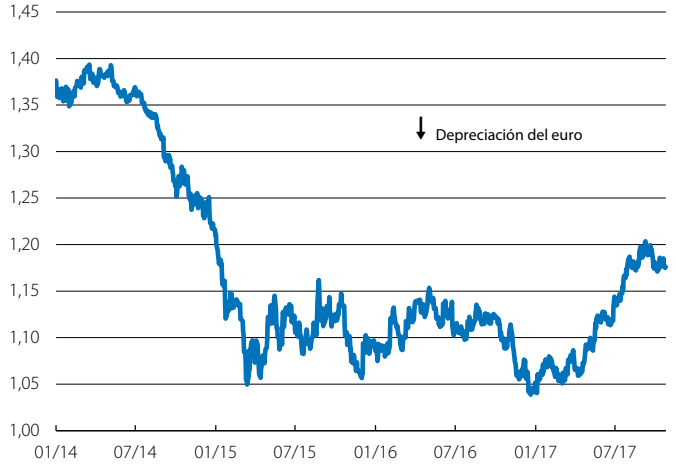
(p. b.)



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.*

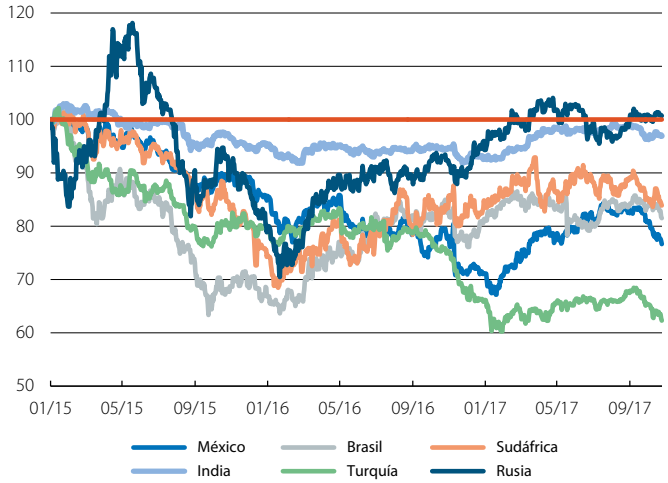
de los inversores alrededor de la reforma fiscal de la Administración Trump, el dólar dio continuidad a la tendencia del mes pasado y se apreció frente a las principales divisas. Concretamente, entre las divisas de las principales economías avanzadas, el dólar se apreció un 1,5% en su cruce con el euro, un 0,8% con la libra y un 1,0% con el yen. Entre las principales divisas emergentes, destacaron especialmente las depreciaciones frente al dólar de la lira turca (–6,0%), el peso mexicano (–4,7%), el rand sudafricano (–4,0%) y el real brasileño (–3,4%).

Tono positivo, pero con matices, en las bolsas emergentes. El índice bursátil MSCI de las economías emergentes dejó atrás las correcciones de finales de septiembre y avanzó un 3,5% en octubre. Por regiones, las bolsas asiáticas destacaron en positivo (índice MSCI para Asia emergente +5,3%), con un fuerte avance de la bolsa india (índice Sensex +6,2%) y ganancias más moderadas en China (+1,3%). En cambio, en América Latina, el mal comportamiento de las bolsas mexicana (índice Inmex –3,0%) y colombiana (índice Colcap –4,2%) penalizó el índice MSCI de la región, que cerró el mes con un retroceso del –3,7% pese a la estabilidad de la bolsa de Brasil (índice Bovespa +0,0%) y los avances en Argentina (índice Merval +7,1%).

El precio del petróleo supera los 60 dólares por barril. Por primera vez desde principios de julio de 2015, el precio del barril de calidad Brent se situó por encima de los 60 dólares. Este movimiento al alza estuvo apoyado por la reducción de las existencias de crudo en EE. UU., que retomaron la senda bajista de los últimos meses después del repunte temporal de septiembre (por el impacto de los huracanes), y por unas declaraciones a finales de mes del secretario general de la OPEP, en las que afirmaba que Arabia Saudita está a favor de prorrogar el acuerdo de recorte de la producción de crudo. Este acuerdo, que fue clave para que el precio del petróleo se recuperara de las caídas de mediados de 2015, finaliza en marzo de 2018, pero se prevé que la OPEP discuta su posible prolongación en la reunión ordinaria del cartel programada para finales de noviembre.

Divisas emergentes frente al dólar

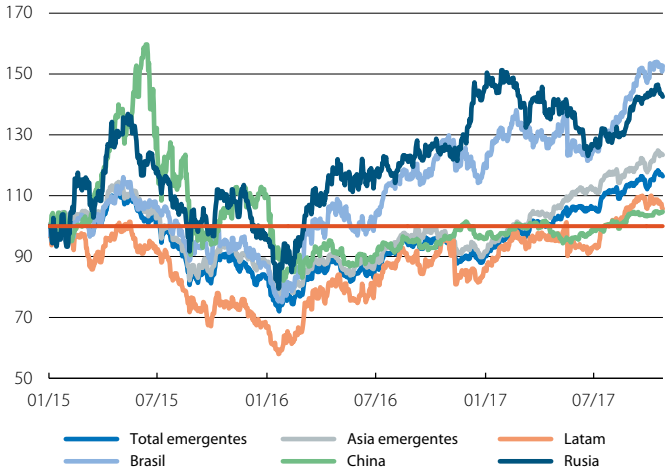
Índice (100 = enero 2015)



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

Bolsas emergentes por geografía

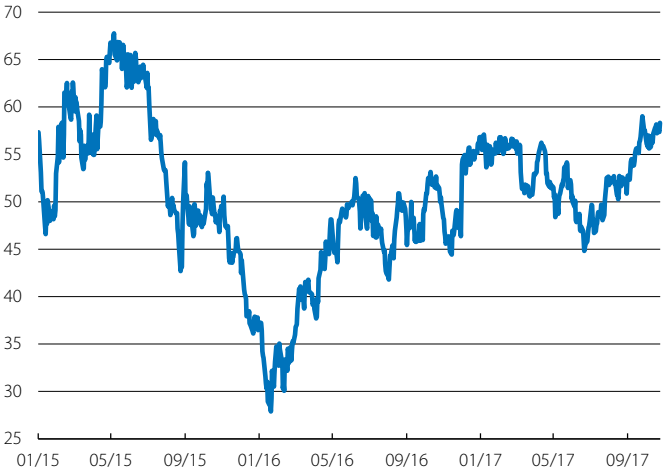
Índice (100 = enero 2015)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

FOCUS · Flujos de capitales hacia los emergentes: aumentando contra viento y marea

Los flujos de capitales hacia los países emergentes repuntaron con fuerza en 2016 tras haber experimentado en 2015 el nivel más bajo desde la primera mitad de la década de los 2000. Este año, la tendencia alcista se ha reafirmado y se espera que en 2018 los flujos de capitales también mantengan un tono positivo.

El incremento de los flujos de capitales hacia los países emergentes es resultado, en parte, de un aumento del apetito inversor internacional hacia los países emergentes. Además, también se está produciendo un descenso de la inversión realizada por los inversores residentes en los países emergentes fuera de sus respectivos países. Por tanto, ambos factores han ayudado a que, a partir de 2017, se observe un saldo positivo, en términos netos, de flujos de capitales hacia los países emergentes (véase el primer gráfico).

El repunte de los flujos de capitales que empezó en 2016 está siendo impulsado tanto por factores de atracción (*pull factors*) como de empuje (*push factors*). Concretamente, los factores de atracción corresponden a las características de los propios países emergentes que influyen en las decisiones de los inversores. En este sentido, destaca la fortaleza de la actividad económica del bloque emergente, especialmente cuando se compara con el crecimiento económico exhibido por las economías avanzadas. De la misma manera, el incremento del precio del crudo que se ha producido desde finales de 2015 también ha contribuido a generar un entorno favorable para los flujos de capitales. En efecto, el precio del petróleo es una variable fundamental para numerosos países emergentes, y su recuperación ha mejorado sus perspectivas económicas lo que, a su vez, ha favorecido que los flujos de capitales recuperaran el brío.

Por otro lado, los factores de empuje, que son las fuerzas de alcance mundial que impactan desde fuera en los mercados emergentes, también están favoreciendo el repunte de los flujos de capitales hacia los emergentes. En concreto, el elevado apetito por el riesgo, junto con unas condiciones financieras globales muy favorables, también están impulsando las inversiones en los países emergentes.

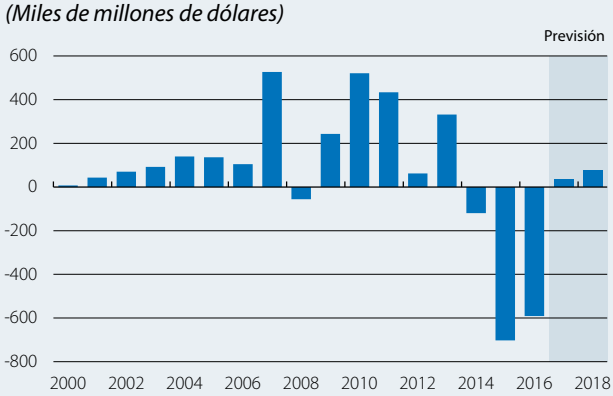
Sin embargo, de cara al futuro, cabe esperar que estos factores de empuje pierdan fuerza y que los flujos de capitales se enfrenten a circunstancias globales menos favorables. En particular, la normalización de las políticas monetarias de los principales bancos desarrollados (particularmente, la Fed) debería traducirse en unas condiciones financieras mundiales menos laxas, si bien se espera que este proceso sea muy gradual y que, por tanto, no conlleve cambios bruscos en las condiciones financieras.

Además de este entorno financiero menos favorable, las tensiones geopolíticas representan una fuente de riesgo adicional que también podría frenar el auge de los flujos de capitales hacia los emergentes. El impacto en los mercados financieros emergentes de las recientes tensiones generadas por la crisis de Corea del Norte, por ejemplo, refleja la sensibilidad de las condiciones financieras a los riesgos geopolíticos.

Con todo, pese a los múltiples focos de incertidumbre, se espera que los flujos de capitales hacia las economías emergentes se mantengan al alza, apoyados por el favorable diferencial de crecimiento frente a las economías del bloque desarrollado (véase el segundo gráfico) y por unos tipos de interés que, pese a la incipiente normalización monetaria, todavía se mantendrán bajos.

*Flujos de capitales netos en los países emergentes **

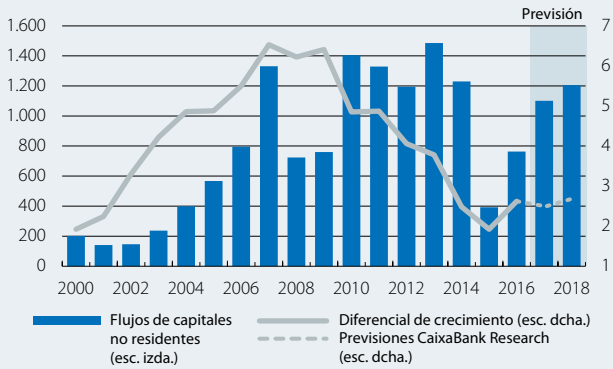
(Miles de millones de dólares)



Nota: ** Flujos netos totales de residentes y no residentes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF. Previsiones del IIF.*

*Diferencial de crecimiento y flujos de capitales hacia los países emergentes **

(Miles de millones de dólares) *(p. p.)*



Nota: ** Diferencial de crecimiento entre las economías emergentes y avanzadas. Entradas netas de capitales de no residentes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF. Previsiones de CaixaBank Research y del IIF.*

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-oct	29-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,33	–0,33	0	–1,2	–1,8
Euríbor 12 meses	–0,19	–0,17	–2	–10,8	–12,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,75	–0,72	–3	5,1	–6,5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,75	–0,69	–6	1,6	–13,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,36	0,46	–10	15,2	19,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,46	1,60	–14	7,6	26,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	110	114	–4	–7,9	6,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,25	1,25	0	50,0	75,0
Líbor 3 meses	1,38	1,33	5	38,2	49,6
Líbor 12 meses	1,85	1,78	7	16,4	27,5
Deuda pública a 1 año	1,42	1,29	13	60,9	77,8
Deuda pública a 2 años	1,60	1,48	12	41,2	75,9
Deuda pública a 10 años	2,38	2,33	5	–6,4	55,5

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

	31-oct	29-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	50	57	–7	–22,1	–22,7
Itraxx Financiero Sénior	50	59	–9	–43,4	–47,1
Itraxx Financiero Subordinado	113	136	–23	–108,0	–109,2

Tipos de cambio

	31-oct	29-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,165	1,181	–1,4	10,7	6,1
¥/€	132,340	132,920	–0,4	7,6	15,0
£/€	0,877	0,882	–0,6	2,7	–2,2
¥/$	113,640	112,510	1,0	–2,8	8,4

Materias primas

	31-oct	29-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	427,6	427,3	0,1	1,1	6,0
Brent ($/barril)	61,4	57,5	6,7	8,0	27,1
Oro ($/onza)	1.271,1	1.280,2	–0,7	10,3	–0,5

Renta variable

	31-oct	29-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.575,3	2.519,4	2,2	15,0	21,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.674,0	3.594,9	2,2	11,7	20,3
Ibex 35 (España)	10.523,5	10.381,5	1,4	12,5	15,1
Nikkei 225 (Japón)	22.011,6	20.356,3	8,1	15,6	26,3
MSCI emergentes	1.119,1	1.081,7	3,5	29,8	23,6
Nasdaq (EE. UU.)	6.727,7	6.496,0	3,6	25,0	29,6

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

COYUNTURA · Prosigue la expansión mundial en la segunda mitad de 2017

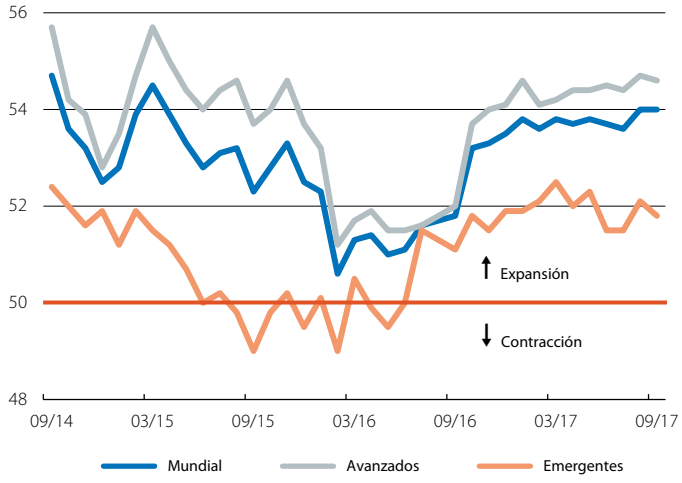
Los indicadores de actividad global continúan mostrando un tono positivo en el cierre del 3T. Así, en septiembre, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto, que incluye manufacturas y servicios, se emplazó por segundo mes consecutivo en los 54 puntos para el agregado mundial, su mejor registro desde marzo de 2015. Cabe destacar que la evolución positiva de la economía se apoya en una mejora del agregado tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. Esta tendencia avala el escenario de CaixaBank Research, que prevé una moderada aceleración del crecimiento mundial del 3,6% en 2017 y del 3,7% en 2018 (3,2% en 2016). La continuidad de las políticas monetarias acomodaticias, la recuperación gradual de los precios del petróleo a unos niveles que favorecen a los países exportadores sin penalizar en exceso a los países importadores y el efecto catalizador que tiene la confianza de los consumidores y empresarios sobre el consumo y la inversión son algunos de los elementos que explican este escenario positivo.

Y, sin embargo, persisten los focos de incertidumbre. La incertidumbre, muy relacionada con elementos políticos y pulsiones proteccionistas, se mantiene a la orden del día, lo que mantiene el balance de riesgos globales levemente sesgados a la baja. A nivel político, hay que hacerse eco del buen resultado que la extrema derecha ha cosechado en las elecciones legislativas austriacas y de la victoria del magnate Andrej Babis, un candidato con ribetes populistas, en las elecciones checas. En el ámbito de la política comercial, las negociaciones para rediseñar el NAFTA han entrado de lleno en materias sensibles. Así, se han empezado a abordar temas espinosos como la posible introducción de aranceles en el sector automovilístico o la propuesta americana de incluir una «cláusula de caducidad» que haría expirar al NAFTA cada cinco años, salvo que los tres países implicados (EE. UU., Canadá y México) acuerden su continuidad. Aunque creemos que se acabará imponiendo una dinámica constructiva, habrá que seguir con mucha atención cómo evolucionan las negociaciones en los próximos meses.

El FMI mejora previsiones, aunque no echa las campanas al vuelo. En su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, el Fondo ha revisado al alza las previsiones de la eurozona y, en menor grado, de EE. UU. Por lo que se refiere a los países emergentes, el FMI ha mejorado las perspectivas de Rusia y Brasil, y, en menor medida, de China, mientras que ha revisado a la baja las de la India. En conjunto, el cuadro macroeconómico que maneja el Fondo es similar al de CaixaBank Research. Por otra parte, el FMI ha enfatizado que la mejora del momento cíclico de la economía global supone una ventana de oportunidad inmejorable para que el crecimiento sea duradero. En este sentido, el Fondo ha hecho hincapié en que es perentorio avanzar por la senda de las reformas estructurales acompañadas de políticas fiscales favorables al crecimiento para aumentar la productividad y el crecimiento potencial de las principales economías.

Indicadores de actividad: PMI

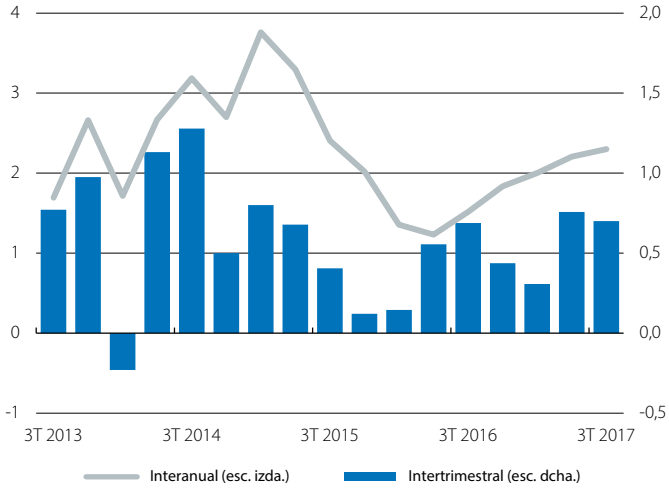
Nivel



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

EE. UU.: PIB

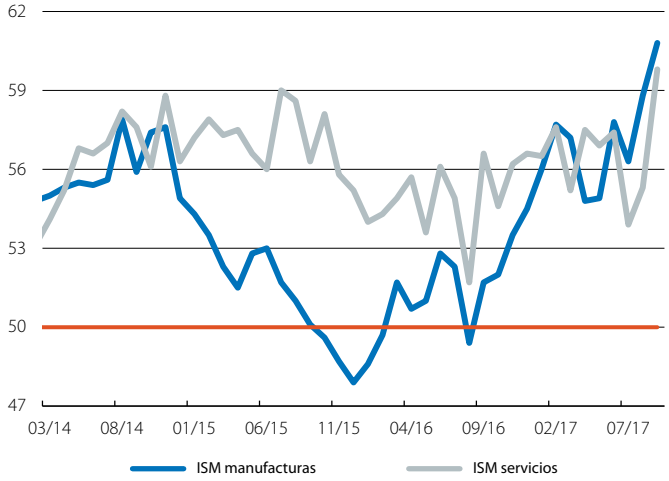
Variación (%) *Variación (%)*



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

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

ESTADOS UNIDOS

El PIB de EE. UU. sorprende al alza en el 3T. El paso de los huracanes Harvey e Irma no ha hecho mella en la economía estadounidense, que creció un 0,7% intertrimestral (2,3% interanual) en el 3T 2017, una marca por encima de las previsiones de los analistas. Este buen registro, solamente 1 décima menor que en el 2T, se debió, en parte, a la notable contribución del componente de inventarios y a la caída de las importaciones. El buen desempeño de estos componentes compensó la leve desaceleración del consumo privado y de la inversión no residencial, indicadores que, pese a todo, crecieron de forma apreciable.

Luces y sombras en el mercado laboral. El dato de creación de empleo sufrió un pequeño pinchazo en septiembre con la destrucción de 33.000 puestos de trabajo, lo que supone el primer dato negativo desde septiembre de 2010. Con todo, se trata de un retroceso temporal debido a los efectos disruptivos de los huracanes Harvey e Irma, que imposibilitaron ir a trabajar a muchos estadounidenses. Por tanto, se espera que en los próximos meses el mercado laboral recupere su vigor y las cotas de creación mensuales pasadas. Por fortuna, no todo fueron malas noticias: la tasa de paro descendió 2 décimas, hasta el 4,2%, y los salarios avanzaron un 2,9% interanual, 4 décimas por encima del dato de agosto. Es destacable el dato de crecimiento salarial tras los sorprendentemente modestos aumentos salariales de los meses anteriores en una economía tan cerca del pleno empleo (en los cinco meses anteriores el crecimiento salarial se situó en promedio en el 2,5%, pero en los años precrisis la buena salud del mercado laboral se tradujo en un crecimiento salarial superior al 3%). Habrá que seguir, pues, con atención si esta buena cifra tiene continuidad, para evaluar cuán cerca se halla la economía estadounidense del pleno empleo y de una plena utilización de la fuerza laboral en la economía (el llamado «*slack* económico»).

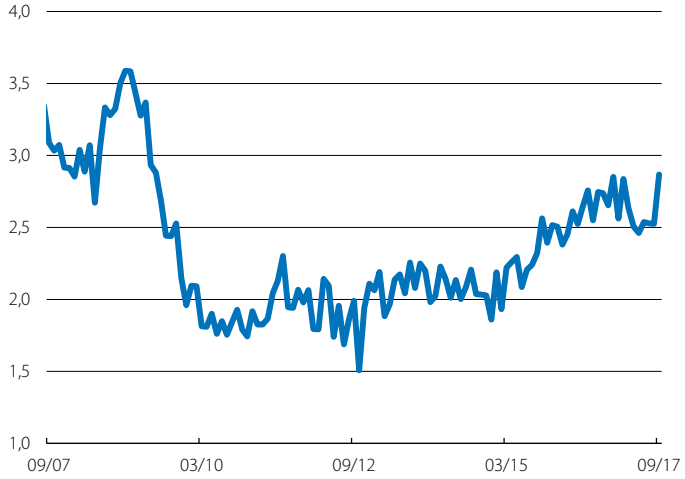
La inflación: revisión al alza. En particular, la inflación se emplazó en el 2,2% interanual, 3 décimas por encima del mes anterior, a lomos del aumento del componente energético tras el paso de los huracanes. Debido a este dato, realizamos una revisión técnica de la previsión de inflación de 2017 en 2 décimas (2,1%) y en 1 décima en 2018 (2,3%). La inflación subyacente se mantiene anclada en el 1,7%, pero cabría esperar su recuperación gradual en los próximos meses merced a la desaparición de elementos idiosincráticos, como el actual descenso de los servicios de telefonía inalámbrica, y al aumento esperado de los salarios al calor del cierre del *slack*.

JAPÓN

Shinzō Abe obtiene una amplia mayoría en las elecciones anticipadas en Japón. Su partido, el Partido Liberal Demócrata (PLD), y su aliado, el partido budista Komeito, han obtenido más de dos tercios de los diputados en la Cámara Baja ante una oposición fragmentada, una mayoría similar a la que ya ostentaban. Esta victoria incontestable permitirá a Abe implementar su agenda con más comodidad, ya que le refuerza de cara a las elecciones presidenciales de 2018. Se espera que Abe aproveche esta mayoría para aumentar el gasto en educación con el objetivo de mejorar la alicaída productividad del país, y para

EE. UU.: salarios

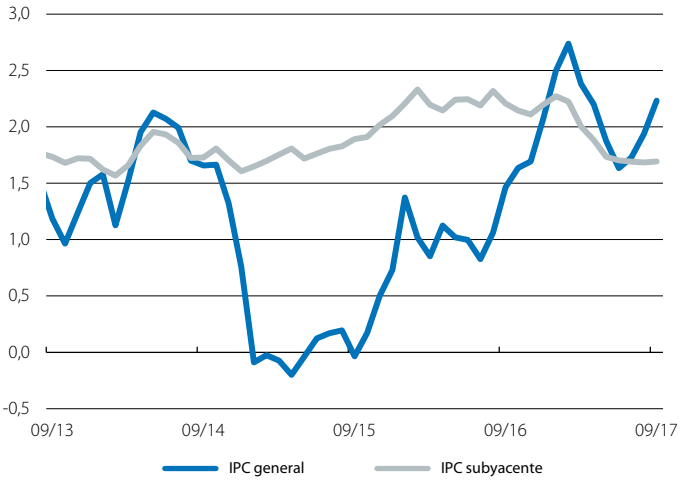
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: IPC

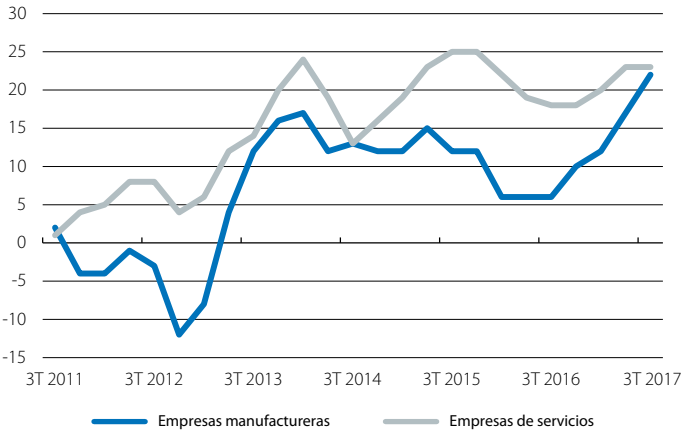
Variación interanual (%)



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

*Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan *)*

Nivel



Nota: ** Índice para grandes empresas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Japón.*

sacar adelante el impopular aumento del impuesto sobre el consumo. Asimismo, la mayoría de dos tercios es suficiente para reformar la Constitución, lo que podría dar pie a un papel más activo de las Fuerzas Armadas niponas en el futuro.

Siguen los avances económicos positivos. Así, los indicadores de sentimiento empresarial de Japón continúan con su progresión. En particular, es muy reseñable que el índice Tankan para las grandes empresas manufactureras se situó en el 3T en su máximo nivel desde 2007. Ello permite ser razonablemente optimistas respecto al dato del PIB del 3T, cuya primera estimación se hará pública a mediados de noviembre.

EMERGENTES

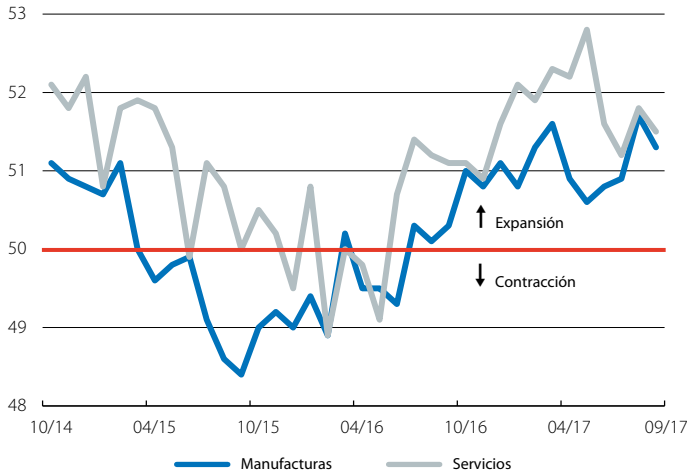
Las economías emergentes mantienen un tono constructivo. Las economías emergentes mantienen, en su conjunto, un ritmo de actividad notable. Ello se ha visto reflejado tanto en los últimos datos macroeconómicos como en los índices de sentimiento empresarial (PMI), los cuales se mantienen en una confortable zona expansiva a pesar de un ligero descenso en el mes de septiembre. En este contexto, los flujos de cartera hacia estas economías siguieron anotando considerables entradas de capital extranjero. Con todo, el FMI ha advertido de que un endurecimiento de las condiciones financieras globales podría poner en aprietos algunas economías emergentes, especialmente aquellas que presentan elevados niveles de apalancamiento.

China: un mes intenso tanto en el frente económico como en el político. En el primer frente, hay que subrayar que el PIB de China creció un notable 6,8% interanual en el tercer trimestre del año, 1 décima por debajo del registro de los dos primeros trimestres. Dicho crecimiento se ha visto favorecido por las políticas de estímulo económico, entre las que destaca la evolución positiva de la inversión pública en infraestructuras. Asimismo, los datos de actividad de septiembre, que se publicaron con el dato del PIB, mostraron un tono positivo en consonancia con el buen dato de crecimiento. En el frente político, el Congreso del Partido Comunista de China ha reforzado el liderazgo de Xi Jinping, que afrontará su segundo (y teóricamente último) mandato de cinco años como máximo mandatario chino con un respaldo muy amplio del Partido para gobernar. Todo parece indicar que la política económica no sufrirá grandes cambios, al menos a corto plazo. Así, se espera que el cambio de modelo productivo continúe de forma gradual. El gran interrogante pivota en torno a si el presidente chino, con un margen de maniobra mayor, decide avanzar por el camino de las reformas para reducir el elevado endeudamiento del país.

La economía mexicana pierde fuelle en el 3T. En particular, la economía mexicana cayó un 0,2% intertrimestral (un +1,6% interanual), cifras sensiblemente inferiores a las del 2T (0,6% y 1,9%, respectivamente). Con todo, probablemente se trata de un bache temporal derivado en gran medida del efecto negativo del parón en la producción de petróleo debido al huracán Harvey (en septiembre, la producción fue la mínima desde 1980) y, en menor grado, del impacto de los dos terremotos de septiembre. Se espera que los trabajos de reconstrucción permitan una recuperación del crecimiento en el 4T.

Emergentes: indicadores de actividad (PMI)

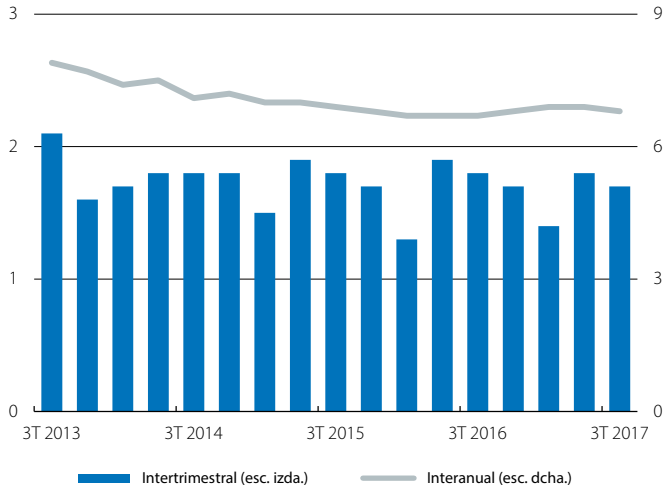
Nivel



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

China: PIB

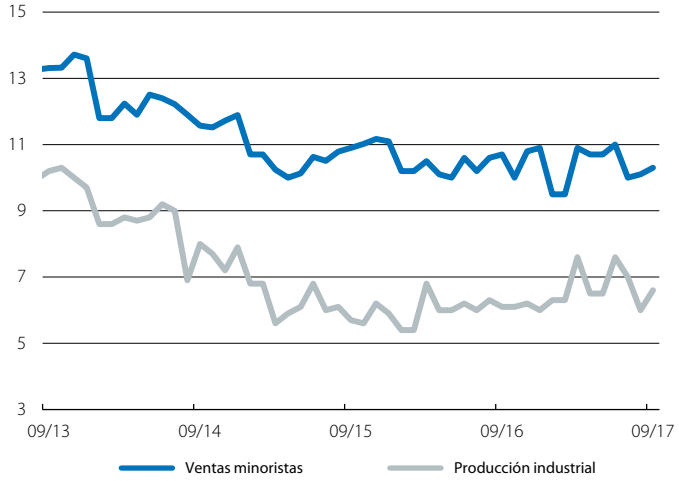
Variación (%) *Variación (%)*



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

FOCUS · EE. UU.: el efecto de los *baby boomers* en el ciclo y en el largo plazo

Tras cerca de ocho años con avances positivos del PIB, EE. UU. se está adentrando en la etapa madura del ciclo económico. Durante estos ocho años, los registros anotados seguramente no han dejado indiferente a nadie: en el actual ciclo expansivo, el PIB de EE. UU. acumula un crecimiento cercano al 20% o, dicho de otra forma, la tasa de crecimiento anual se ha situado en el 2,1% en promedio. No son cifras extraordinariamente positivas, especialmente si se comparan con las etapas expansivas más recientes de la economía estadounidense, pero si se contrasta con la evolución de los países desarrollados, estas cifras brillan con más intensidad. La eurozona, por ejemplo, solo lleva cuatro años en expansión, y los registros equivalentes se quedan en unos modestos 8% y 1,6%, respectivamente.

Los indicadores que muestran la madurez del ciclo estadounidense son múltiples, pero seguramente los más ilustrativos los encontramos en el mercado laboral. El indicador de referencia, la tasa de paro, en octubre descendió hasta el 4,1%. No se daban unos niveles similares desde la década de los 2000, cuando se emplazó en el 3,8%, y hay que viajar hasta los años cincuenta para encontrar registros inferiores.

Si analizamos la evolución de la llamada tasa de paro U6, que tiene en cuenta a algunas personas desanimadas, que no están buscando trabajo activamente pero que desearían trabajar, las conclusiones son similares: actualmente esta se encuentra en el 8,3%, no muy lejos del mínimo histórico del 6,8% que se alcanzó en el año 2000 (véase el primer gráfico).

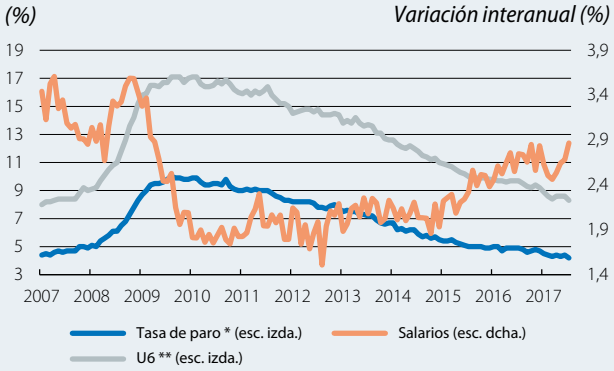
En el ámbito laboral, también cabe destacar la situación en la que se encuentran las tasas de actividad y de empleo. A primera vista, puede parecer que ambas se mantienen en cotas relativamente bajas. Sin embargo, en gran parte, ello se debe al factor demográfico: a medida que la generación del *baby boom*[1] se acerca a la edad de jubilación y deja de trabajar, ambos indicadores decaen de forma natural. Por el contrario, si ajustamos ambos indicadores de manera que los cambios en la estructura poblacional no les afecten, podemos valorar mejor la tendencia de fondo.[2] Como se puede observar en el segundo gráfico, las series ajustadas por el factor poblacional muestran que tanto la tasa de actividad como la de empleo ya se sitúan cerca de los niveles precrisis.

Siguiendo con los indicadores laborales, la gradual, pero persistente, tendencia al alza del crecimiento de los salarios también es indicativa de que la economía estadounidense está cerca del pleno empleo (véase el primer gráfico).

Una manera algo más sofisticada de valorar el punto cíclico en el que se encuentra la economía de EE. UU. es mediante la brecha de producción o *output gap*. Este indicador debe tomarse con cautela, pues presenta importantes problemas de estimación, pero sigue siendo una referencia ampliamente utilizada.[3] Así, según las últimas estimaciones del FMI, EE. UU. cerró su brecha de producción en 2015, tras años de *gap* negativo (véase el tercer gráfico). También en este caso las cifras son marcadamente diferentes de las de la eurozona, que todavía presenta un *output gap* negativo, y no se espera que lo cierre hasta 2019.

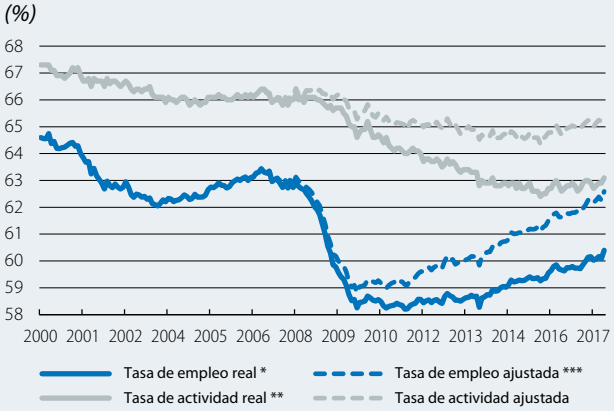
En definitiva, el papel que ejercen los factores cíclicos sobre el crecimiento parece que irá perdiendo protagonis-

EE. UU.: tasa de paro y salarios



Notas: ** Tasa de paro: desempleados / población activa.*
*** Tasa de paro U6 incluye el subempleo (no empleados que no buscan empleo, pero que lo han hecho en los últimos 12 meses, y empleados que trabajan a tiempo parcial de manera involuntaria por razones económicas).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

EE. UU.: tasa de empleo y tasa de actividad



Notas: ** Tasa de empleo: población empleada / población mayor de 16 años.*
*** Tasa de actividad: población empleada y desempleada (fuerza laboral) / población mayor de 16 años. *** En el ajuste de composición, mantenemos constante la proporción por edades de la población a niveles de enero de 2007.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

1. Aquellos nacidos entre 1946 y 1964.
2. Véase la nota en el segundo gráfico.

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

mo en los próximos años. El crecimiento de la actividad económica irá dejando de recibir el impulso que han proporcionado la incorporación en el mundo laboral de las personas que perdieron el empleo durante la crisis, así como la reutilización de la capacidad instalada que quedó en desuso. Por tanto, la evolución de la economía estadounidense estará cada vez más condicionada por los factores que determinan su capacidad de crecimiento a largo plazo. En este sentido, un primer análisis de lo que piensan la mayoría de analistas sugiere que, si bien no se espera una tasa de crecimiento como la que se alcanzó en anteriores fases expansivas, tampoco se pronostica una tasa de crecimiento muy inferior a la observada en los últimos años. ¿Están en lo cierto?[4]

Si se quiere analizar con más detenimiento la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía de EE. UU., uno debe sumergirse en el análisis de la situación y las perspectivas de los distintos factores de fondo que determinan el crecimiento. De manera muy resumida, estos pueden agruparse en tres: el aumento de la productividad, del capital y del trabajo. En las próximas entregas del *Informe Mensual*, se irá repasando con detenimiento la situación de cada uno de estos factores. Pero en este artículo queríamos destacar brevemente el papel de la demografía y, en especial, el impacto del envejecimiento de la población estadounidense sobre el factor trabajo.

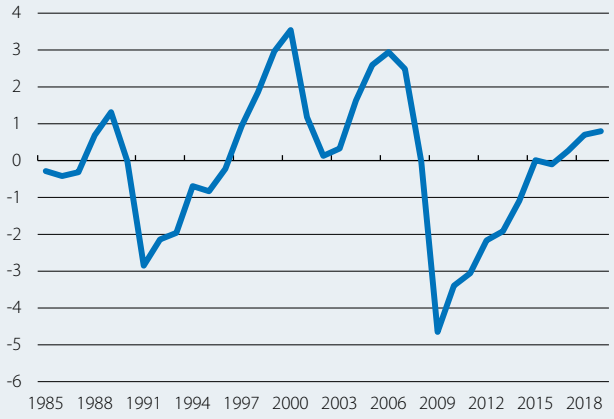
Como se ha comentado anteriormente, el efecto del envejecimiento de la población ya hace años que se percibe en el mercado laboral. Concretamente, este se empezó a notar a principios de los años 2000, cuando los *baby boomers* estadounidenses alcanzaron una edad en la que, en general, la tasa de participación laboral empieza a decaer. Sirva como referencia que, en el año 2005, estos tenían alrededor de 55 años, y que la tasa de actividad de los individuos de entre 25 y 54 años se sitúa en torno al 82%, mientras que la de los individuos entre 55 y 64 se emplaza en el 64%.

La reducción de la oferta de trabajo ya está teniendo un impacto negativo sobre la capacidad de crecimiento de EE. UU. Este fenómeno se percibe con nitidez cuando se analiza la evolución de la tasa de crecimiento del número total de horas trabajadas durante un amplio periodo de tiempo. Concretamente, estas han pasado de crecer un 1,8% en promedio entre 1974 y 1999, a crecer un 0,3% de media desde el año 2000 (véase el quinto gráfico). El impacto sobre el PIB de este fenómeno es de primer orden: el crecimiento del empleo ha pasado de contribuir 1,1 p. p. al crecimiento del PIB anual a 0,2 p. p. El cambio en el ritmo de crecimiento del número de horas trabajadas puede ser resultado de varios factores, como cambios en los flujos migratorios o características distintas de los ciclos económicos de cada periodo, pero se estima que alrededor de dos terceras partes se debe al envejecimiento de la población.

4. El Congressional Budget Office en su informe de junio de 2017 estima un crecimiento potencial del 1,9%, frente al 2,6% que estimaba 10 años antes.

EE. UU.: output gap

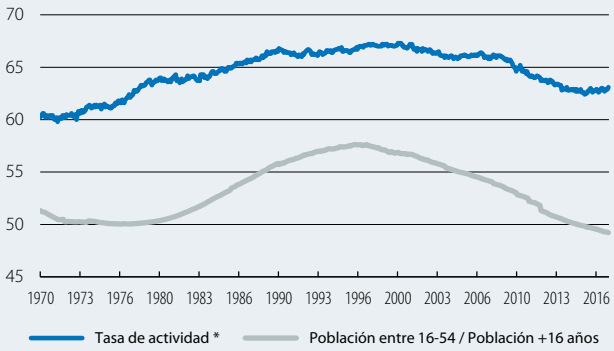
(% del PIB potencial)



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

EE. UU.: tasa de actividad y población de 16 a 54 años

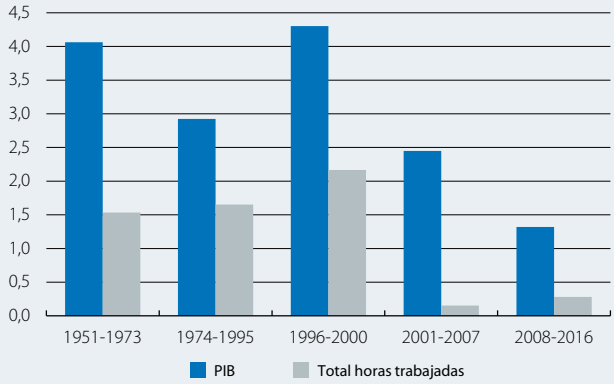
(%)



Nota: ** Tasa de actividad: población empleada y desempleada (fuerza laboral) / población mayor de 16 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

EE. UU.: PIB y total de horas trabajadas en la economía

Variación interanual (%)



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

FOCUS · México: resistencia a prueba

Las perspectivas económicas mexicanas vienen condicionadas por tres acontecimientos de desarrollo incierto. En primer lugar, la normalización monetaria de la Fed. Una segunda fuente de incertidumbre es la forma que finalmente adoptará el nuevo Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés). Y, finalmente, el tercer elemento relevante es la celebración de las elecciones presidenciales y legislativas del 1 de julio de 2018, que podrían significar una orientación política distinta del enfoque reformista de la presidencia anterior.

En el escenario central de CaixaBank Research, los impactos previstos de los tres factores anteriores serán relativamente contenidos. De entrada, el proceso de endurecimiento monetario estadounidense se espera que sea paulatino y la Fed está cuidando mucho la comunicación con el mercado. En este contexto, Banxico ya ha ido tensionando los tipos de referencia mexicanos y, de hecho, prevemos subidas adicionales en 2018 relativamente menores. Por tanto, las condiciones financieras mexicanas serán menos laxas que en el pasado, pero no deberían representar un ahogo financiero inasumible.

Por lo que se refiere al NAFTA, y a pesar de que la entrada de las negociaciones en los temas más difíciles ha generado incertidumbre y ha penalizado el peso, CaixaBank Research, en consonancia con lo que esperan muchos analistas, prevé un acuerdo final que tome formas constructivas, que integre los cambios que el auge del comercio digital implica en su funcionamiento y en el que se opte por un reequilibrio parcial, no radical, de las relaciones de EE. UU. con México (y Canadá).

Finalmente, y con relación a la contienda electoral, las encuestas apuntan a la victoria del Movimiento de Regeneración Nacional (más conocido por MORENA, por sus siglas) liderado por Andrés Manuel López Obrador, frente a las alternativas que representa el presente partido en el Gobierno (PRI) y la probable coalición del PAN y del PRD, actualmente en la oposición. Aunque a veces se ha temido una orientación excesivamente populista de MORENA, es poco probable que las muy necesarias (y consensuadas) reformas estructurales del mandato anterior se reviertan significativamente. Así, de hecho, más allá de la contienda retórica de las campañas electorales, cabe esperar que, en el próximo sexenio, vuelva a ponerse de manifiesto la necesidad de avanzar en dos ámbitos: la aceleración de la inversión en infraestructuras y una nueva reforma fiscal que bascule, en gran medida, sobre la fiscalidad indirecta.

A pesar de la lectura constructiva sobre los posibles impactos de las tres fuentes de incertidumbre, los inversores están diferiendo algunas de sus decisiones a la espera de que se concrete un poco más el escenario. Como resultado, entre los años 2017 y 2018, el crecimiento se moverá en la zona del 2%, levemente por debajo del registro de los años inmediatamente precedentes. Superada la etapa de incertidumbre, México debería volver a la zona del 2,5% sin excesivas dificultades.

Siendo este el escenario base, cabe preguntarse qué sucedería si finalmente los impactos esperados de la normalización monetaria, la negociación del NAFTA o la confrontación política de los candidatos fuesen claramente más nocivos de lo previsto. De entrada, hay que señalar que el impacto de los tres elementos es distinto: mientras que la ruptura del NAFTA o un nuevo acuerdo claramente lesivo para México representarían una fuerte disrupción para la economía, que afectaría al crecimiento potencial del país, la normalización monetaria o el factor electoral deberían tener un efecto potencialmente negativo de una magnitud significativamente menor y de carácter temporal.

En cualquier caso, hay que señalar que México afronta estos hipotéticos casos adversos con un cuadro de finanzas públicas globalmente saneado. Así, las finanzas públicas van camino de conseguir en 2017 el ambicioso objetivo anunciado por el Gobierno de volver a registrar un superávit primario, situación que no se daba desde hace nueve años. Además, para 2018 y 2019 se prevén cifras de déficit público algo mejores que las registradas en los últimos años, lo que a su vez permitirá que la deuda pública encauce una senda decreciente. Todo ello permitiría, frente a *shocks* adversos, realizar una cierta política contracíclica, si fuese necesario.

Respecto a las vulnerabilidades externas, la situación puede valorarse como de riesgo moderado: con un déficit corriente que previsiblemente quedará, en 2017, en la zona del 3% del PIB (claramente menor que en años anteriores), el volumen de deuda externa se situará en el 38,5% del PIB, una cifra que, sin ser menor, representa una clara mejoría respecto a años precedentes. Quizás el elemento que decanta la balanza hacia una cierta tranquilidad en este frente es que el volumen de reservas internacionales cubre más de dos veces la deuda externa a corto plazo.

México: principales indicadores macroeconómicos

	2007-2013	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Crecimiento del PIB real (%)	1,9	2,8	3,3	2,9	2,1	2,2
Inflación IPC (%)	4,2	4,0	2,7	2,8	5,8	3,9
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	–1,3	–2,0	–2,9	–2,7	–2,5	–2,7
Saldo fiscal (% del PIB)	–4,0	–4,6	–4,1	–2,9	–1,4	–2,5
Deuda pública (% del PIB)	39,4	46,9	51,4	55,7	52,3	52,0

Nota: *(p) Previsiones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Actividad									
PIB real	2,9	1,5	1,5	1,8	2,0	2,2	–	2,3	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	3,4	3,4	4,0	2,9	3,8	3,7	3,8
Confianza del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	100,7	107,8	117,5	118,1	120,0	120,4	119,8
Producción industrial	–0,7	–1,2	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,8	1,2	1,6
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	51,1	53,3	57,0	55,8	56,3	58,8	60,8
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.107	1.177	1.150	1.248	1.238	1.167	1.185	1.183	1.127
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	179	189	189	192	197	199	199	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,4	4,2
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,4	59,7	59,8	59,7	60,0	60,1	60,2	60,1	60,4
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	...
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	1,1	1,8	2,5	1,9	1,7	1,9	2,2
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓN

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Actividad									
PIB real	1,1	1,0	1,0	1,7	1,4	1,6	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,1	42,2	43,4	43,4	43,8	43,3	43,9
Producción industrial	–1,2	–0,2	1,0	2,8	4,9	5,8	4,6	5,3	3,9
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	6,0	10,0	12,0	17,0	–	22,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,0	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8
Precios									
Precios de consumo	0,8	–0,1	–0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	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	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Actividad									
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	–	6,8	–
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,5	10,6	10,0	10,8	10,4	10,1	10,3
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,8	6,9	6,4	6,0	6,6
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	50,2	51,4	51,6	51,4	51,4	51,7	52,4
Sector exterior									
Balanza comercial [1] *(valor)*	608	512	554	512	466	458	456	447	435
Exportaciones	–2,3	–8,4	–7,0	–5,3	7,8	9,0	7,2	5,5	8,1
Importaciones	–14,2	–5,7	–4,7	2,1	23,9	14,3	11,3	13,4	19,1
Precios									
Precios de consumo	1,4	2,0	1,7	2,2	1,4	1,4	1,4	1,8	1,6
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,3	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7	6,6

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

COYUNTURA · La economía de la eurozona avanza a velocidad de crucero

La economía de la eurozona mantiene el ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año. Concretamente, el PIB de la eurozona registró un avance del 0,6% intertrimestral en el 3T, un ritmo de crecimiento elevado y similar al de la primera mitad del año, tal y como ya apuntaban los indicadores económicos. Por países, se conocieron también los datos de España (0,8% intertrimestral) y de Francia (0,5%). Dada esta firmeza que viene mostrando el ritmo de actividad, el FMI ha revisado al alza las previsiones económicas para la eurozona hasta el 2,1% en 2017 y el 1,9% en 2018 (+0,2 p. p. en ambos años), ligeramente por debajo de la previsión de CaixaBank Research (2,2% y 2,0%, respectivamente). La institución, además, señaló la solidez de la demanda interna y la aceleración de las exportaciones como factores que apoyan un crecimiento por encima del potencial. A medio plazo, no obstante, el FMI alerta de que, a falta de reformas estructurales, la tasa de crecimiento de la eurozona se irá reduciendo paulatinamente. En concreto, apunta que los factores que mantienen el potencial de crecimiento en cotas moderadas son la baja productividad, una demografía adversa y el elevado endeudamiento público y privado. Por otro lado, también conocimos el dato de PIB del Reino Unido para el 3T 2017 que, con un avance del 0,4% intertrimestral (0,3% en el trimestre anterior), se situó bastante en consonancia con lo esperado por el consenso de analistas. Ya en el plano político, destaca la victoria del partido conservador (ÖVP) y el aumento del apoyo al partido de extrema derecha (FPO) en las elecciones legislativas de Austria del pasado 15 de octubre. De hecho, se espera que ambos partidos formen coalición para gobernar. Dicha coalición se espera que aplique una agenda que ayude a reforzar el crecimiento de la economía y que no obstaculice la agenda reformista europea, sin embargo, puede generar tensiones en el seno de la UE en lo que se refiere a política migratoria. En Alemania, tras las elecciones legislativas del 24 de septiembre, el partido de centro-derecha de Angela Merkel (CDU) ha empezado a negociar la formación de una coalición de gobierno con los liberales (FDP) y los verdes, aunque las discusiones se prevén complicadas dadas las marcadas diferencias en ciertas políticas. Por último, Italia ha aprobado finalmente la nueva ley electoral, conocida como Rosalletum, la cual combina un sistema de representación directa (para el 36% de los escaños) y proporcional (para el 64% restante). Esta reforma allana el camino para la celebración de elecciones a principios de 2018 y se espera que favorezca a los partidos tradicionales frente a los populistas, al estar los primeros dispuestos a formar coaliciones de gobierno.

Los indicadores de actividad apuntan a que el ritmo de crecimiento se mantiene en el último trimestre del año. Los primeros indicadores disponibles para el 4T 2017 sugieren que la economía de la eurozona mantiene un vigoroso ritmo de crecimiento. En este sentido, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona se situó en los 55,9 puntos en octubre, un registro similar al del 3T (56,0) y en

Previsiones de PIB del FMI

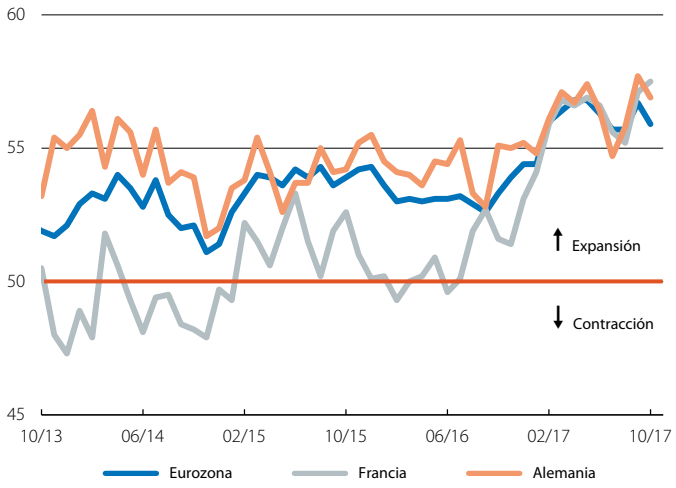
Variación anual (%)

		Previsión PIB		Variación respecto previsión julio 2017 *	
	2016	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,8	2,1	1,9	▲ 0,2	▲ 0,2
Alemania	1,9	2,0	1,8	▲ 0,2	▲ 0,2
Francia	1,2	1,6	1,8	▲ 0,1	▲ 0,1
Italia	0,9	1,5	1,1	▲ 0,2	▲ 0,1
España	3,2	3,1	2,5	= 0,0	▲ 0,1
Portugal	1,4	2,5	2,0	= 0,0	= 0,0
Reino Unido	1,8	1,7	1,5	= 0,0	= 0,0

Nota: ** Para Portugal la previsión anterior corresponde a la publicación del Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission (junio de 2017).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2017).*

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

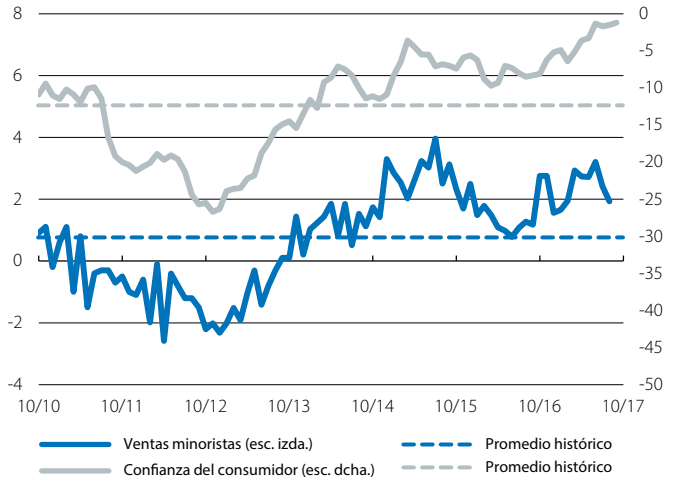
Nivel



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

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%) *Nivel*



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

zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) alcanzó los 114 puntos en octubre, el nivel más alto desde 2001. Por países, destaca especialmente Francia, con un índice PMI compuesto que en octubre alcanzó los 57,5 puntos, la cuota más alta desde mayo de 2011. Por su parte, en Alemania, el índice se situó por encima del promedio del 3T (56,0) y el indicador de sentimiento empresarial IFO volvió a alcanzar el nivel más alto registrado.

El consumo de los hogares sigue empujando el crecimiento de la economía. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas de la eurozona, las cuales registraron un avance del 1,9% interanual en agosto, un ritmo inferior al del mes anterior, pero todavía superior al promedio de 2016 (1,4%). Asimismo, el índice de confianza del consumidor de octubre se situó en los –1,0 puntos, el registro más alto desde mayo de 2007. De cara a los próximos meses, esperamos que el buen tono del consumo privado se mantenga, apoyado en las mejoras del mercado laboral y el entorno de bajos tipos de interés.

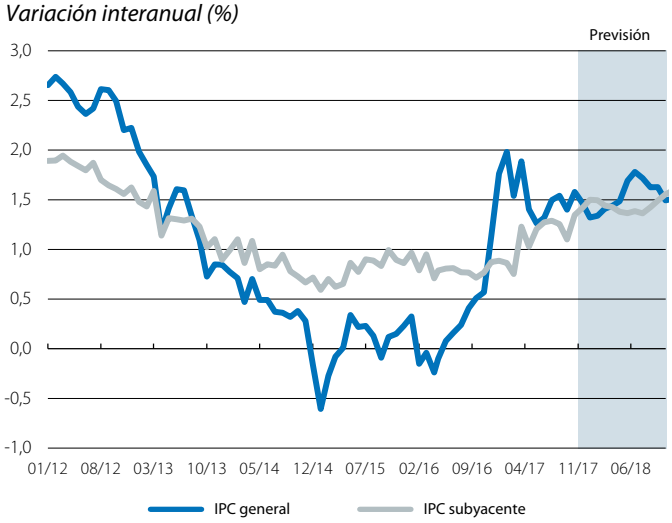
La inflación de la eurozona se va normalizando muy gradualmente con el avance de la actividad. En octubre, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,4%, 1 décima por debajo del registro del mes anterior, debido a una menor contribución del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente, aquella que excluye del cálculo los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados), descendió hasta el 1,1%, un registro 0,2 p. p. inferior al del mes anterior. Esperamos que en los próximos meses la inflación subyacente, indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, prosiga con su recuperación gradual de la mano del crecimiento de la actividad y las mejoras en el mercado laboral.

Las condiciones financieras se mantienen acomodaticias y apoyan el avance de la demanda interna. La encuesta de préstamos bancarios del BCE para el 3T 2017 muestra que la demanda de crédito en la eurozona aumentó en todos los segmentos, apoyada entre otros por el entorno de bajos tipos de interés. Según la misma encuesta, además, los hogares dispusieron de más facilidades para acceder a préstamos al consumo y para la compra de vivienda. Las empresas, por su parte, continuaron beneficiándose de la relajación de los criterios de aprobación de préstamos de trimestres anteriores. De cara al 4T, las entidades de crédito esperan que la demanda de crédito vuelva a aumentar, mientras que anticipan una reducción de los estándares para la concesión de préstamos a hogares. Todo ello es indicativo de que las condiciones financieras seguirán apoyando el avance de la demanda interna.

El nivel de deuda pública de la eurozona continúa reduciéndose gradualmente. Mientras el déficit público promedio de la eurozona se situó en el 1,2% del PIB en el 2T 2017, 3 décimas por debajo del registro del mismo periodo de 2016, la deuda pública se mantiene cerca del 90% del PIB. Concretamente, en el 2T 2017, la deuda pública se situó en el 89,1% del PIB, cerca de 2 p. p. por debajo del nivel del 2T 2016 (90,8%). Esta gradual reducción de la deuda pública, no obstante, esconde comportamientos dispares entre países. Por un lado, el nivel de deuda pública se ha reducido considerablemente (en 3 p. p. de PIB o más) en Grecia, Países Bajos, Alemania, Austria y Bélgica. En

Eurozona: IPC armonizado

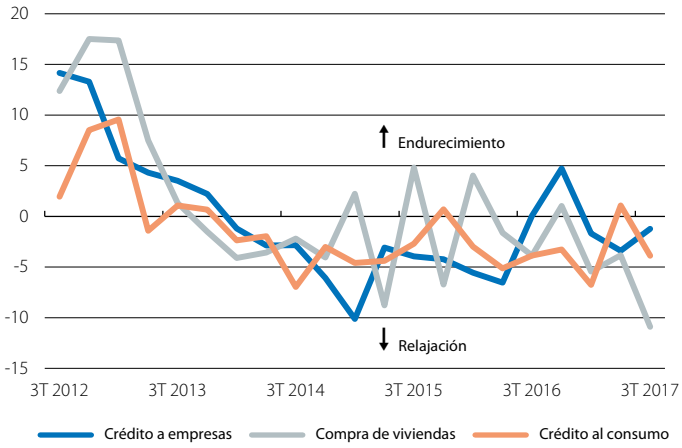
Variación interanual (%)



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

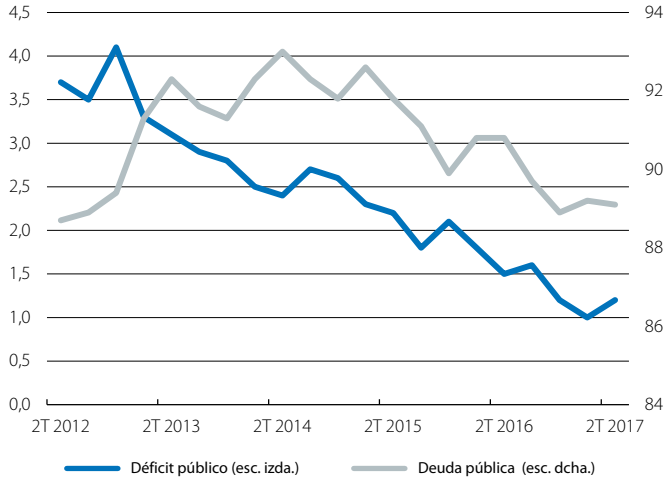
Entidades que endurecen (+) o relajan (–) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)



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

Eurozona: déficit y deuda pública

(% del PIB) *(% del PIB)*



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

otros países, como Italia, Portugal o Francia, los niveles de endeudamiento público se han mantenido estables o incluso han aumentado. En este sentido, dado que este segundo grupo tiene unos niveles de deuda pública elevados, es importante que se encauce una reducción de la deuda hasta situarla en niveles más sostenibles, especialmente ahora que los vientos soplan a favor.

PORTUGAL

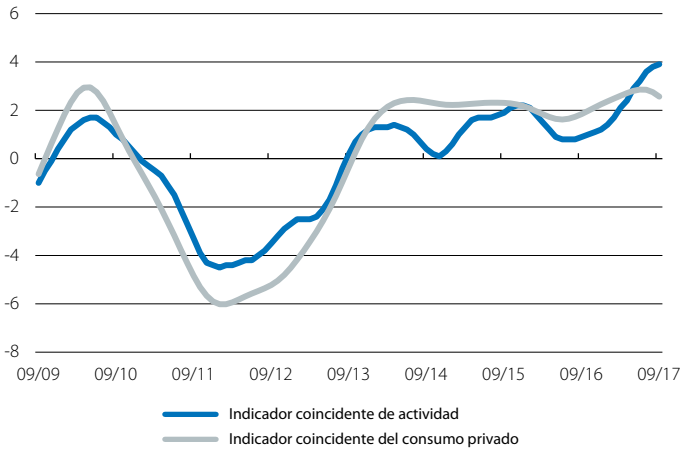
La economía portuguesa mantiene el dinamismo. Tras el crecimiento del 3,0% interanual en el 2T 2017, los indicadores disponibles hasta la fecha apuntan al mantenimiento del buen tono de la actividad en la segunda mitad del año. En este sentido, destaca el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal, que recoge la evolución de los indicadores de alta frecuencia de la economía lusa, y que volvió a aumentar en septiembre (+3,9% interanual), manteniendo así la tendencia al alza iniciada en 2016. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) para octubre alcanzó los 114,4 puntos, un registro superior al del promedio de la primera mitad del año (111,5 puntos) (30/10). Por el lado de la demanda, el subindicador coincidente de consumo privado del Banco de Portugal avanzó un 2,6% interanual en septiembre, un ritmo similar al de la primera mitad del año, mientras que la confianza del consumidor se mantiene en niveles históricamente elevados. En definitiva, el conjunto de indicadores sugiere que las perspectivas de crecimiento económico se mantienen positivas. Dada esta evolución, el Banco de Portugal, en su Boletín Económico de octubre, ha mantenido las previsiones de crecimiento del PIB para 2017 (2,5%) y 2018 (2,0%).

El saldo por cuenta corriente de Portugal se mantiene en terreno positivo. En particular, el superávit por cuenta corriente (acumulado de 12 meses) alcanzó los 980 millones de euros en agosto, un registro superior a los 787 millones de euros de agosto de 2016 y equivalente al 0,5% del PIB. En términos de composición, esta mejora se produjo gracias al mayor superávit de la balanza de servicios y al menor déficit en la balanza de rentas, que compensaron el mayor déficit de bienes. En este sentido, el deterioro se explica por el aumento de las importaciones energéticas (fruto del encarecimiento del precio del petróleo) y el de bienes intermedios y de equipo (a la par de la recuperación de la inversión).

El contexto económico favorable también se refleja en la evolución del crédito. En agosto, la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de vivienda mantuvo la tendencia al alza iniciada en 2015 y aumentó un 39,2% interanual en el acumulado del año, reflejando la recuperación de la demanda del sector inmobiliario. Por su parte, el nuevo crédito al consumo, si bien ralentizó su ritmo de crecimiento, continuó creciendo con vigor (7,6% interanual). Por el lado de la oferta, la concesión de nuevo crédito tanto a pequeñas como a grandes empresas sigue acusando el proceso de desapalancamiento que todavía está llevando a cabo el sector privado. En concreto, la deuda de empresas portuguesas no financieras se ha reducido considerablemente desde su nivel máximo alcanzado en 2013, aunque se mantiene aún en niveles elevados (111,4% del PIB en el 1T 2017) y por encima del promedio de la eurozona (104,2%).

Portugal: indicadores coincidentes de actividad y del consumo privado

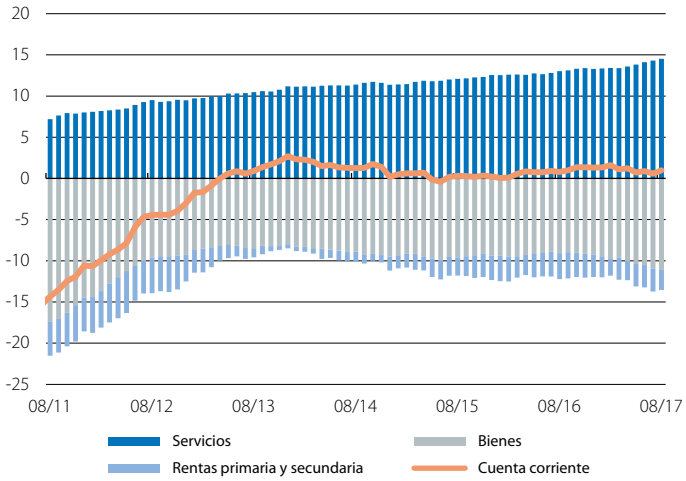
Variación interanual (%)



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

Portugal: cuenta corriente

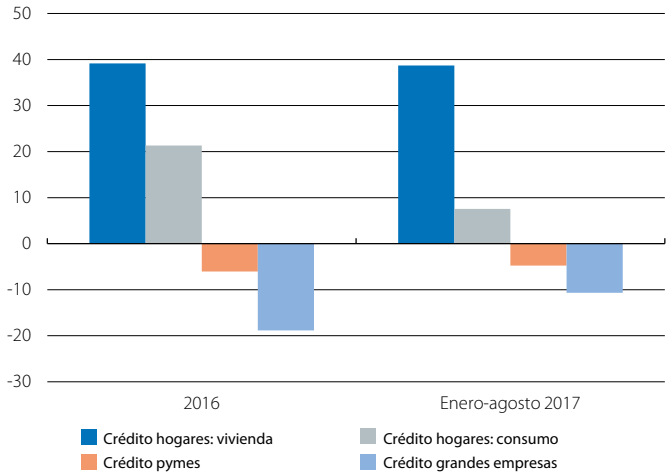
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Las políticas sociales europeas en la encrucijada

La globalización, los cambios tecnológicos y los movimientos migratorios están transformando las formas de producción y el mercado de trabajo de las economías europeas a gran rapidez. A pesar de conllevar importantes beneficios para el conjunto de la sociedad, también están presionando al alza la desigualdad y la población en riesgo de exclusión.[1] Estos impactos se concentran en determinados grupos de individuos que asimismo han sufrido el efecto de la crisis económica de los últimos años. Todo ello hace que sea necesario dotar a los programas de asistencia social con los recursos adecuados y asegurarse de que estos se utilizan con la máxima eficiencia.

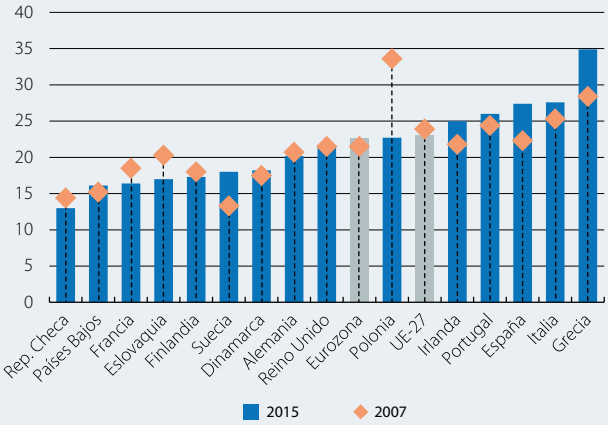
El origen de las políticas sociales en Europa se remonta a la introducción en Alemania, por parte de Otto von Bismarck a finales del siglo XIX, de unos sistemas de seguro de salud, de accidente laboral y de jubilación. Desde entonces y, en particular, después de la Segunda Guerra Mundial, se ha ido ampliando la cobertura de los sistemas de pensiones y salud pública, y se han desarrollado los programas de asistencia a las familias, a los desempleados y a personas con discapacidades, entre otros. En el año 2016, el gasto público destinado a políticas sociales se situó en el 23,6% del PIB en la UE. La distribución del gasto entre los distintos programas es muy dispar pero, en general, la mayor parte de los recursos se dedica al sistema de pensiones y de salud pública (véase el segundo gráfico).

Los programas sociales reducen la desigualdad de renta y la pobreza, y son un mecanismo de estabilización económica en momentos de crisis. En 2014, por ejemplo, la recaudación de impuestos y las transferencias de renta redujeron la desigualdad de ingresos en la UE en un 38% en promedio según datos de la OCDE.[2] Sin embargo, en un contexto de máxima presión sobre las finanzas públicas, no solo es importante asegurar la efectividad de estos programas, sino también su eficiencia, intentando obtener el objetivo buscado de la mejor manera posible. En este sentido, es clave el diseño y la manera como se proveen los programas, ya sea de manera pública o privada, así como evaluarlos de manera sistemática.

Asimismo, los cambios sociales que están acaeciendo obligan a cuestionarse si siguen siendo válidos los mecanismos diseñados para facilitar la igualdad de oportunidades durante las últimas décadas. En este sentido, además de los sistemas de protección social tradicionales, que protegen contra la enfermedad, la invalidez, la vejez o la pérdida de trabajo, el énfasis se pone cada vez más en el sistema educativo. Actuar en esta área, ya desde la guardería y durante todo el proceso educativo, incluyendo la formación profesional, la universidad y la formación continua, es clave para promover la igualdad de oportunidades en un momento en que los cambios tecnológicos están modificando las necesidades del mercado de trabajo.[3] Un buen ejemplo de ello es el Pilar Europeo de Derechos Sociales, aprobado en noviembre de 2017 por la Comisión Europea y que pone especial enfásis en reformular el funcionamiento del mercado de trabajo y del sistema de bienestar europeo. Los principios incluidos en el Pilar abarcan desde la igualdad de acceso a la educación hasta el fomento de mecanismos que mejoren la estabilidad laboral. Destaca, también, la propuesta de introducir el derecho a unas prestaciones de renta mínima para todas las personas que no dispongan de suficientes recursos, así como la introducción de incentivos para que las personas que puedan trabajar se integren al mercado laboral. Alcanzar esta red de seguridad en una sociedad cambiante es una tarea complicada en la que hay que redoblar los esfuerzos.

Población en riesgo de exclusión social

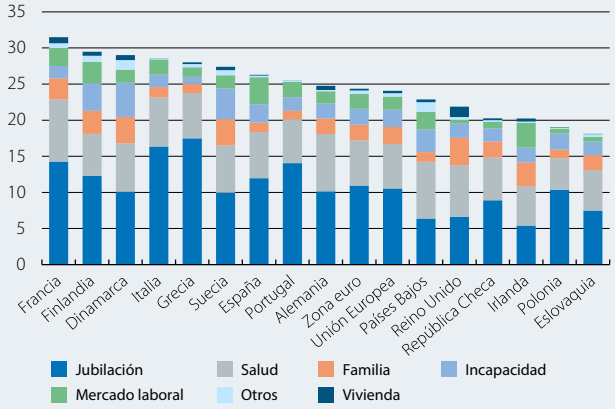
(% sobre el total de la población de más de 18 años)



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

Gasto social por área

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2016 Social Expenditure (SOCX) database).*

1. Véase el Dossier «Las nuevas tecnologías y el mercado de trabajo» en el IM02/2016.
2. Reducción del índice de Gini debido a los impuestos y las transferencias sociales en 2014 (OCDE, 2016, «Income Inequality Update»).
3. Véase el Dossier «Educación: más imprescindible que nunca» en el IM05/2017.

FOCUS · La sensibilidad de la inflación a la apreciación del euro

En su última aparición en el Parlamento Europeo, Mario Draghi comentó que la actual recuperación está basada en el crecimiento de la actividad económica, lo que, en los próximos trimestres, debería repercutir en un aumento de la inflación. Sin embargo, señaló que la reciente apreciación del euro, cuya valoración ha aumentado hasta un 11,5% en 2017 frente al dólar y un 6,4% frente a los principales socios comerciales de la eurozona (véase el primer gráfico), podría dificultar el cumplimiento del objetivo de inflación. Como veremos a continuación, esta apreciación afectará a la inflación esperada para el 2018, disminuyéndola ligeramente.

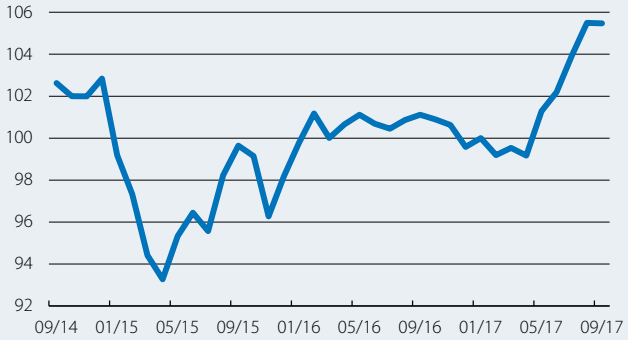
El principal canal a través del cual las fluctuaciones en el tipo de cambio afectan a la inflación es mediante el cambio en el precio de las importaciones. Una apreciación de la moneda doméstica implica un menor precio de los productos extranjeros denominados en moneda extranjera. Al ser las importaciones más baratas, el precio tanto de los bienes finales como de los bienes intermedios disminuye, presionando la inflación a la baja. Este mecanismo, conocido como *pass-through*, ha sido estudiado y monitorizado por las autoridades económicas de cada país, dada su relevancia a la hora de determinar la inflación futura. Varios estudios señalan que el *pass-through* nunca es del ciento por ciento, es decir, que una apreciación del 1% se traduce en una disminución de la inflación inferior al 1%.[1] Además, el efecto en la inflación no se produce inmediatamente, sino que el momento máximo se produce entre los cuatro y cinco trimestres tras la apreciación.

Distintos estudios revelan que la sensibilidad de los precios a variaciones en el tipo de cambio está decreciendo en la eurozona por diversas razones, entre ellas la creciente facturación de importaciones en euros. En 2004, las importaciones de la eurozona provenientes de países fuera de la unión monetaria denominadas en euros representaban el 48,8% del total, comparado con el 51,7% en 2013. A su vez, el porcentaje de las importaciones de servicios denominadas en euros aumentó del 53,8% al 61,5% en los mismos años.[2] Otra explicación de la disminución del *pass-through* en la eurozona es el aumento de las coberturas de los tipos de cambio mediante instrumentos financieros que permiten insular de forma temporal a las empresas importadoras frente a fluctuaciones en el tipo de cambio.[3] Ambos factores permiten a las empresas asegurar los márgenes ante variaciones del valor del euro, sin necesidad de ajustar los precios, disminuyendo así el *pass-through* en el conjunto de la eurozona.

Otro factor determinante a la hora de predecir la sensibilidad de la inflación a variaciones del tipo de cambio es conocer la causa del movimiento del tipo de cambio. La evidencia de la que se dispone hasta la fecha concluye que la sensibilidad de los precios es distinta según el origen de la fluctuación del tipo de cambio.[4] Según estimaciones del BCE, la apreciación del euro durante el 2017 se debe, principalmente, al mayor aumento de la demanda interna y al cambio en las políticas monetarias esperadas. Si tenemos en cuenta estos factores, a partir de su relación histórica con el tipo de cambio y la inflación, podemos concluir que la inflación en 2018 será, aproximadamente, 0,15 p. p. inferior a la esperada antes de producirse la apreciación del euro. Una magnitud, por tanto, que no debería alarmar a las autoridades frente al fantasma de la deflación, pero que aleja a la eurozona de su objetivo de inflación.

Eurozona: tipo de cambio efectivo nominal del euro *

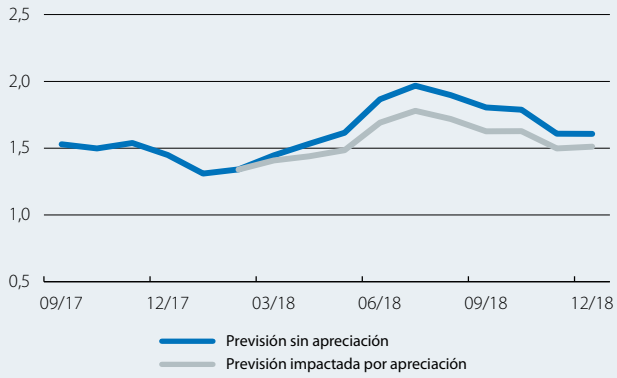
Índice (100 = enero 2017)



Nota: ** Se calcula como la media de las cotizaciones del euro con las divisas de sus principales socios comerciales ponderada por el volumen de exportaciones hacia estos países.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

Eurozona: impacto de la apreciación del euro sobre la previsión de inflación

(%)



Nota: *El impacto de la apreciación del euro sobre la inflación se ha calculado usando las estimaciones de Comunale y Kunovac (2017)[5] y cálculos del BCE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

1. Entre otros artículos, véase Krugman, P. (1986), «Pricing to market when the exchange rate changes», NBER Working Paper Series.
2. Véase BCE (2014), «The international role of the euro».
3. Véase BCE (2016), «Exchange rate pass-through into euro area inflation».
4. Véase Forbes, K. *et al.* (2016), «The Shocks Matter: Improving our Estimates of Exchange Rate Pass-Through», External MPC Unit Discussion, Paper No. 43.
5. Véase Comunale, M. y Kunovac, D. (2017), «Exchange rate pass-through in the euro area», ECB Working Paper.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17	10/17
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,7	1,5	2,4	2,2	3,0	2,3	1,2	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	2,1	1,5	2,3	1,3	2,7	3,6	3,8	...	...
Confianza del consumidor	–6,1	–7,7	–6,5	–5,5	–2,7	–1,7	–1,5	–1,2	–1,0
Sentimiento económico	104,2	104,8	106,9	108,0	110,0	111,3	111,9	113,1	114,0
PMI manufacturas	52,2	52,5	54,0	55,6	57,0	56,6	57,4	58,2	58,6
PMI servicios	54,0	53,1	53,4	55,1	56,0	55,4	54,7	55,6	54,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,0	1,4	1,4	1,6	1,6	–	...	–	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,7	9,5	9,2	9,0	9,0	8,9	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	3,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	10,0	9,6	9,5	9,7	9,7	9,7	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,8	11,6	11,2	11,3	11,1	11,1	...
España *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	18,7	18,2	17,3	16,9	16,8	16,7	...

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Saldo corriente: eurozona	**3,4**	**3,6**	**3,6**	**3,5**	**3,2**	**3,3**	**3,3**	**...**
Alemania	8,5	8,3	8,3	8,3	7,8	7,8	7,8	...
Francia	–0,4	–0,9	–0,9	–1,1	–1,2	–1,3	–1,1	...
Italia	1,5	2,7	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	...
España	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**94,5**	**93,7**	**95,2**	**97,6**	**99,0**	**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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras [1]	–0,3	1,8	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5
Crédito a hogares [1, 2]	0,7	1,7	1,9	2,3	2,6	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	1,7	1,8	1,8	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,3	9,4	10,3	10,0	10,6	10,8
Otros depósitos a corto plazo	–3,8	–1,9	–2,0	–2,3	–2,9	–3,2	–2,7	–3,3
Instrumentos negociables	2,6	2,7	4,2	5,7	0,7	–2,1	–0,4	1,2
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	...

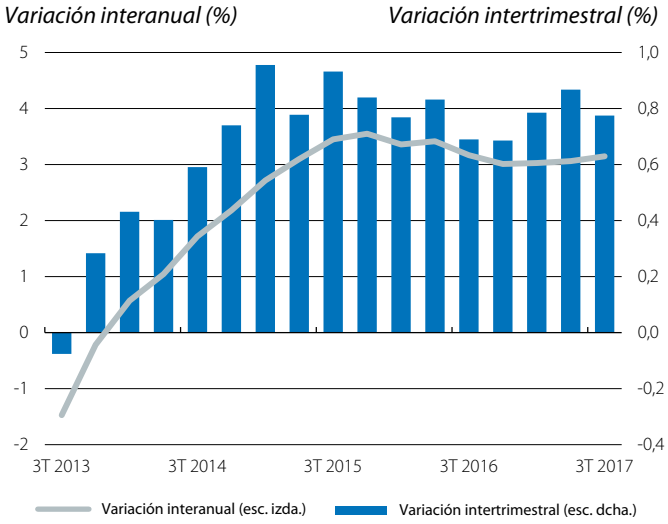
Notas: *1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos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

COYUNTURA · Navegando en un entorno externo favorable

El ritmo de crecimiento se mantuvo elevado en el 3T. En concreto, el crecimiento del PIB se situó en el 0,8% intertrimestral (3,1% interanual), un registro en consonancia con la previsión de CaixaBank Research y que supone una ligera desaceleración respecto al registro del 2T (0,9% intertrimestral). A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que el elevado ritmo de avance fue liderado por la demanda interna, en concreto, el consumo privado y la inversión, especialmente en construcción. Los flujos de exportación e importación cobraron dinamismo en el 3T, de la mano de un entorno externo cada vez más favorable con una economía global en aceleración. De cara a los próximos trimestres, prevemos que el ritmo de avance de la actividad económica se modere a medida que se disipe el impacto positivo de algunos factores que han impulsado el crecimiento en los últimos años (política fiscal expansiva, materialización de algunas decisiones de gasto en bienes de consumo duradero pospuestas durante la crisis y aumento moderado del precio del petróleo). Es, asimismo, destacable la revisión a la baja que ha efectuado el Gobierno por la incertidumbre que ha generado la situación política doméstica. En particular, el nuevo cuadro macroeconómico incluido en el Plan Presupuestario para 2018 contempla un crecimiento del PIB del 2,3% en 2018, 3 décimas por debajo de lo previsto anteriormente (véase el Focus «Diez años de déficit público y contando» en este *Informe Mensual*).

Los indicadores de actividad ya anticipaban un crecimiento robusto en el 3T. Por el lado de la oferta, destacó especialmente el buen comportamiento de los indicadores del sector manufacturero. En concreto, el índice de la cifra de negocios de la industria avanzó un 7,6% interanual en agosto y el índice PMI de dicho sector se situó en los 54,3 puntos en septiembre, un registro en línea con el promedio del primer semestre del año (54,8). Asimismo, el fuerte incremento de la entrada de pedidos industriales en agosto (un 8,2% interanual) indica que la tendencia positiva del sector continuará en el tramo final de 2017. Atendiendo a su procedencia, destaca la buena evolución de los pedidos industriales provenientes de la eurozona (6,6% interanual), un dato que demuestra el impacto positivo sobre la economía española que está teniendo la mayor firmeza del crecimiento de nuestros principales socios comerciales. El sector servicios, que representa cerca de dos tercios del PIB, también evoluciona positivamente: la cifra de negocios del sector aceleró el ritmo de avance en agosto hasta el 6,2% interanual y el índice de sentimiento empresarial PMI de servicios se mantuvo elevado en septiembre (56,7 puntos). Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor se situó en los 0,2 puntos en el promedio del 3T, una cifra ligeramente inferior a la media del 2T (1,5), pero que sobrepasa con creces el promedio histórico (–13,6) y el registro promedio de 2016 (–3,8). Asimismo, las ventas minoristas aumentaron un 1,7% interanual de media en el 3T (un registro similar al del primer semestre), por lo que se espera que el consumo privado siga ejerciendo como un motor del crecimiento.

PIB



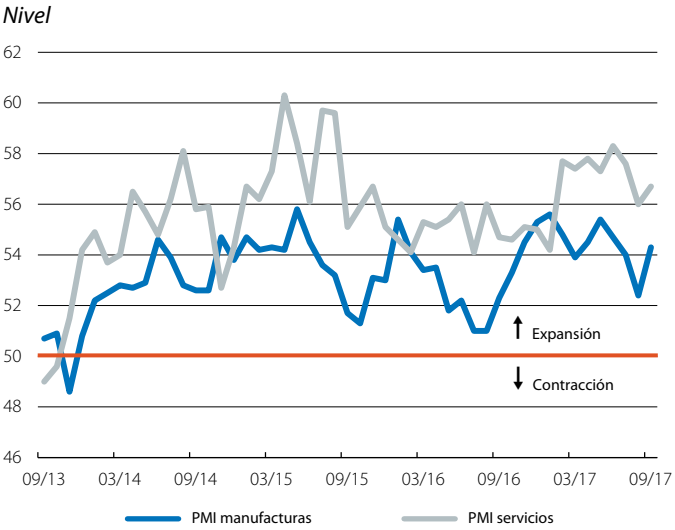
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Cuadro macroeconómico del Gobierno

	Escenario nuevo		
	2016	2017	2018
PIB (% ▲)	3,3	3,1	2,3
Ocupación (% ▲)	3,0	2,9	2,4
Tasa de desempleo	19,6	17,2	15,5
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,7	1,6
Déficit público (% PIB)	4,5	3,1	2,3
Deuda pública (% PIB)	99,0	98,1	96,8

Fuente: *Plan presupuestario 2018.*

Indicadores de actividad



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

El fuerte aumento del consumo mantiene el ahorro en tasas históricamente bajas. El fuerte impulso del consumo privado en el 2T 2017 (4,0% interanual, en términos nominales), superior al crecimiento de la renta bruta disponible (1,8% interanual), hizo que la tasa de ahorro de los hogares se situara en el 6,5%, 2 p. p. por debajo de la del año anterior. Como se ha señalado, los indicadores adelantados del consumo privado indican que este sigue avanzando con fuerza, por lo que se espera que durante algunos trimestres la tasa de ahorro se mantenga en niveles históricamente bajos.

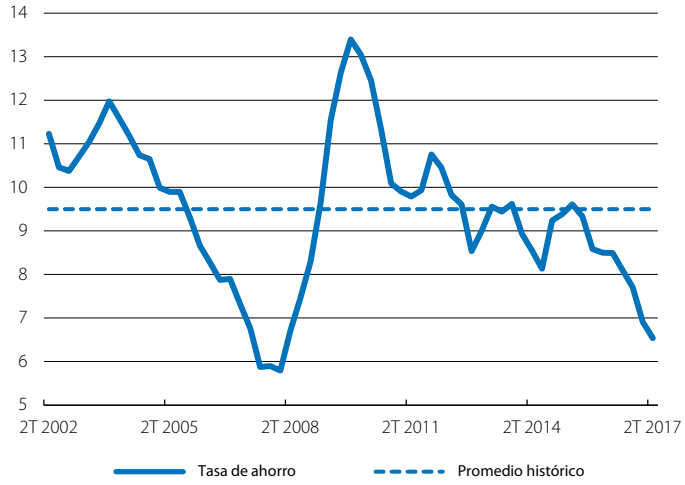
La evolución del empleo en el 3T 2017 fue muy positiva. Los buenos datos de actividad quedan reflejados en el mercado laboral, que cuenta con 521.700 ocupados más que hace un año. El número de parados bajó de forma significativa (–589.100 en los últimos cuatro trimestres), de modo que la tasa de paro descendió hasta el 16,4% (–2,5 p. p. en el último año). El mercado de trabajo progresó positivamente más allá de la estacionalidad favorable de este trimestre, que coincide con el punto álgido de la temporada turística: en términos desestacionalizados, el empleo aumentó un 0,75% intertrimestral en el 3T (0,84% en el 2T 2017). Asimismo, la mejora de la ocupación fue generalizada por sectores de actividad y se concentró en el sector privado. En concreto, el empleo en el sector privado ha aumentado en 463.500 personas en los últimos 12 meses, lo que representa el 89% del empleo creado durante este periodo, y supera el peso del sector privado sobre el total de ocupados (84%). Con todo, el FMI, en su informe anual de la economía española, advierte que la creación de ocupación se sigue concentrando en sectores con una productividad inferior al promedio de la economía (25% en actividades relacionadas con el turismo, 25% en actividades de soporte administrativo y 14% en servicios públicos). Asimismo, la institución también advierte de la alta temporalidad y de la elevada tasa de sobrecualificación en determinados sectores. Ambos elementos actúan como freno al aumento de la productividad y reducen el potencial de crecimiento de la economía. En este sentido, el Fondo recomienda focalizar las políticas activas de empleo hacia determinados colectivos, como los desempleados o las personas con bajo nivel educativo.

Las exportaciones y las importaciones españolas retoman el dinamismo de la mano del crecimiento del comercio mundial. En un contexto en el que el comercio global va cogiendo tracción, el comercio exterior de bienes españoles también muestra un buen comportamiento. En concreto, las exportaciones de bienes avanzaron un 6,9% interanual en agosto (acumulado de 12 meses), la mayor tasa desde julio de 2012. Las importaciones, por su parte, también crecieron con fuerza (8,2% interanual), debido, en buena parte, al aumento del precio del petróleo, que incrementó considerablemente las importaciones energéticas. De este modo, el déficit comercial de bienes fue del 2,1% del PIB (acumulado de 12 meses) en agosto, superior al 1,7% del mismo periodo de 2016.

La inflación se modera, pero se recuperará a medio plazo. En octubre, el IPC general aminoró su ritmo de avance hasta el 1,6%. A falta del detalle por componentes, esta desacelera-

Tasa de ahorro

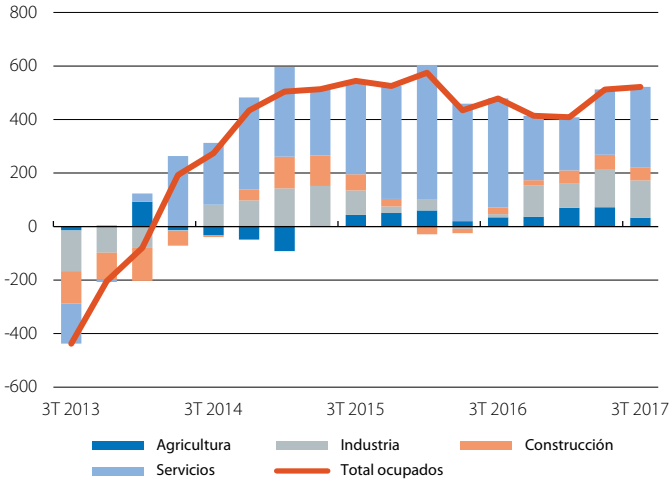
(% de la renta bruta disponible)



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

Ocupación por sectores

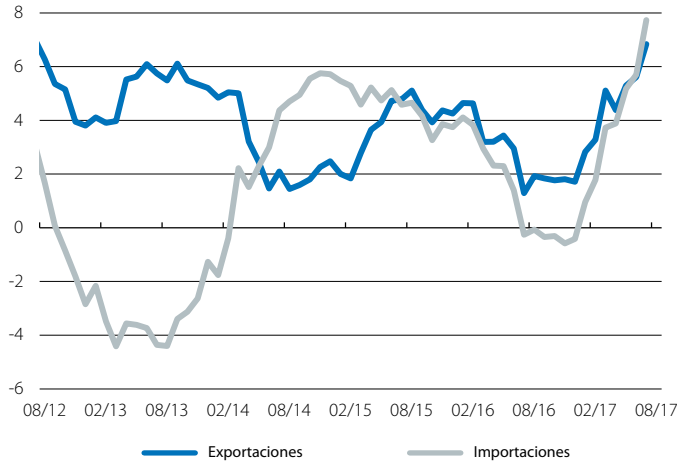
Variación interanual (miles)



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

*Exportaciones e importaciones de bienes **

Variación interanual (%)



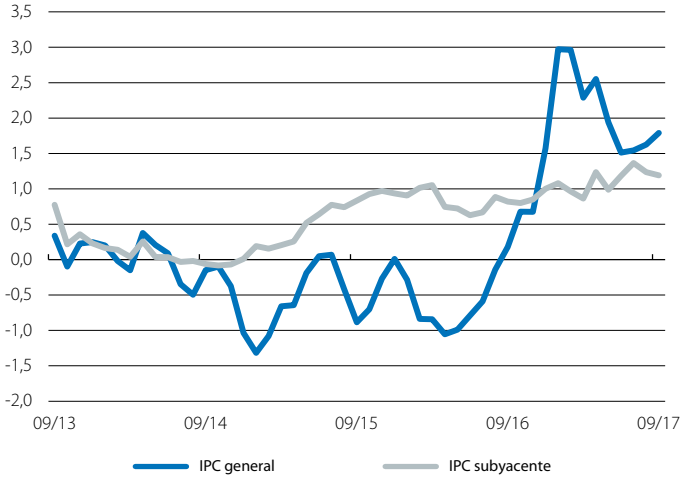
Nota: ** Acumulado de 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.*

ción se explicaría por un menor aumento del precio de los carburantes respecto al aumento de octubre de 2016. En septiembre, último dato del que se conoce el desglose por componentes, la inflación se situó en el 1,8%. El grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas contribuyó positivamente al avance debido al menor retroceso de los precios de las frutas (en términos interanuales). También contribuyó positivamente, aunque en menor medida, el grupo de ocio y cultura, mientras que los precios relacionados con la vivienda (gas y electricidad) se desaceleraron. Con todo, el avance de los precios sigue siendo muy contenido, tal y como muestra la inflación subyacente, que se mantuvo en el 1,2% en septiembre. De cara a los próximos meses, la inflación seguirá moderándose respecto al registro actual debido, sobre todo, a los efectos de base del precio de la electricidad y, en menor medida, a los efectos directos e indirectos de la apreciación del euro. A medio plazo, sin embargo, se espera que la inflación retome una senda creciente y sostenida, de forma similar al conjunto de la eurozona. De hecho, ante la mayor confianza sobre la recuperación de la inflación en la eurozona a medio plazo, el BCE anunció que, a partir de enero, reducirá el ritmo de compras de activos de los actuales 60.000 millones mensuales a 30.000 millones. A pesar de esta progresiva reducción de los estímulos monetarios, las condiciones financieras seguirán siendo muy favorables.

Las condiciones financieras acomodaticias favorecen la evolución del crédito bancario. La encuesta de préstamos bancarios del 3T 2017 muestra que los estándares para la concesión de créditos se relajaron para la compra de viviendas, un elemento que desempeña un papel importante en la recuperación del sector inmobiliario. Así, la concesión de hipotecas para la compra de vivienda avanzó un 29% interanual en agosto, lo que supone un apoyo fundamental para la demanda. De todos modos, el saldo vivo de crédito hipotecario todavía sigue retrocediendo (–2,8% interanual en el 2T 2017) en consonancia con el proceso de desapalancamiento que llevan a cabo los hogares. Por su parte, el saldo vivo de crédito al consumo sigue avanzando a buen ritmo (15,2% interanual). En cuanto a las sociedades no financieras, que también siguen desendeudándose en su conjunto, en el 2T 2017 el saldo vivo de crédito (excluyendo promotores) siguió retrocediendo (–3,1% interanual). Por su parte, el crédito promotor desciende a tasas muy elevadas (–6,7% interanual) debido a la venta de carteras de activos dudosos. Sin embargo, en el segmento promotor, la tasa de morosidad todavía se sitúa en un elevado 21,5% y supera con creces la morosidad del resto de segmentos (8,5% en agosto). En este contexto, la Comisión Europea y el BCE, en su octavo informe sobre el sector bancario español tras la finalización del programa de ayuda financiera para dicho sector, valoran positivamente la situación del sistema financiero, sus niveles de capital y los ajustes realizados en los modelos de negocio y en la contención de costes que han permitido mantener la rentabilidad. En este último aspecto, sin embargo, se incide en que un reto común con los bancos europeos es el de mantener la rentabilidad a medio plazo.

IPC

Variación interanual (%)



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

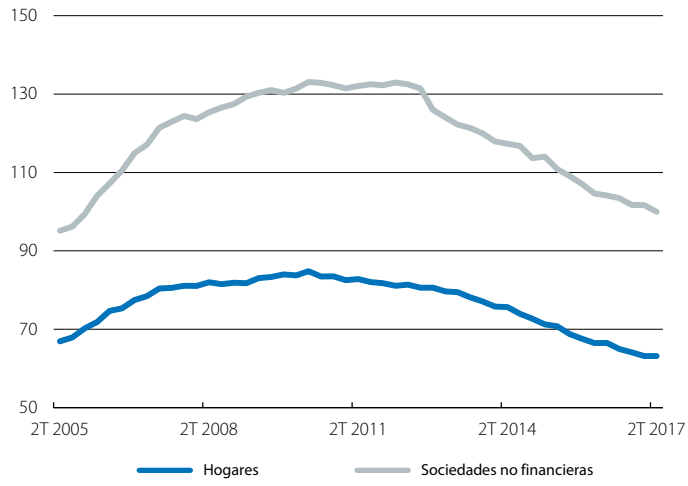
Crédito bruto y morosidad en el 2T 2017

	Saldo (miles de millones €)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Crédito a hogares	**706**	**–1,4**	**–**
Compra de vivienda	529	–2,8	4,7
Otras finalidades	75	2,9	8,3
Consumo	75	15,2	–
Crédito a empresas	**483**	**–4,0**	**–**
No-promotores	366	–3,1	10,8
Promotores	116	–6,7	21,5
Créditos al sector privado *	**1.189**	**–2,5**	**8,4**

Nota: ** El saldo total no incluye el crédito a servicios financieros.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (capítulo 8).*

Deuda del sector privado

(% del PIB)



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

FOCUS · ¿En busca de empleo? Inactividad y paro en España

En los últimos cinco años, la tasa de paro española ha descendido de forma muy pronunciada, en concreto 9,7 p. p. desde su máximo del 26,9% en el 1T 2013. Sin embargo, dicha tasa se sitúa todavía en un elevado 17,2% y casi duplica la de la eurozona (9,0%).[1] En este mismo periodo, a pesar de la mejora del mercado laboral, la tasa de inactividad[2] se ha mantenido prácticamente invariada alrededor del 26,0%, una tasa ligeramente inferior a la de la eurozona en su conjunto (27,0%) y significativamente por debajo de la de otros países europeos, como Italia (34,6%) o Francia (28,4%).

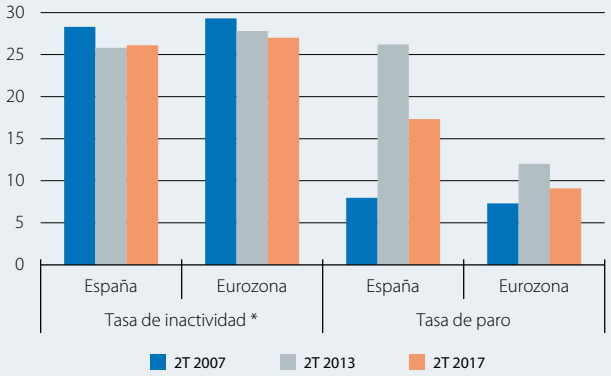
El colectivo de los inactivos destaca numéricamente, ya que asciende a unos 7,5 millones de personas entre 15 y 64 años, el equivalente a casi dos veces el número de parados (3,9 millones).[3] Los motivos de esta inactividad son muy diferentes entre sexos. En cuanto a los hombres, la razón principal radica en padecer una enfermedad o discapacidad (véase el segundo gráfico). La segunda razón más citada para la inactividad masculina es la participación en educación o formación. Las mujeres, en cambio, citan razones personales o familiares como las principales causas de su inactividad, un hecho que refleja una todavía relevante brecha de género en las responsabilidades familiares o de cuidado.

Una cuestión que llama la atención por su baja incidencia entre los motivos de la inactividad, tanto de hombres como de mujeres, es el porcentaje de personas que no buscan empleo porque creen que no lo van a encontrar. Este colectivo, que se suele denominar el de los «desanimados», representa un 5,4% del total de los inactivos entre 15 y 64 años.[4] La proporción de personas desanimadas parece relativamente baja si se coteja con el elevado número de personas desempleadas (muchas de ellas de larga duración) y también si se contrasta con la eurozona, donde el porcentaje de desanimados es muy similar (5,6%) pero, en cambio, la tasa de paro es aproximadamente la mitad de la española, como ya se ha comentado.

Un simple ejercicio permite ilustrar la baja incidencia de la inactividad (y la elevada incidencia del paro) en España en comparación con la eurozona. En España, de cada 100 personas en edad de trabajar, 61 están ocupadas, y el resto se dividen entre un 13% de parados y un 26% de inactivos. En la eurozona, el porcentaje de ocupados es superior (66%), pero el *mix* de parados e inactivos es muy distinto (un 7% de parados y un 27% de inactivos, es decir, aproximadamente cuatro inactivos por cada parado). Si aplicamos este *mix* al caso español (manteniendo el porcentaje de ocupados en el 61%), obtendríamos una tasa de paro del 11,2%, es decir, 6 p. p. inferior al nivel observado. Este sencillo ejercicio solo pretende poner de relieve las limitaciones de concentrarse exclusivamente en la tasa de desempleo a la hora de evaluar la situación del mercado laboral, puesto que otros elementos institucionales y regulatorios del mercado de trabajo y otras políticas del estado del bienestar influyen en gran medida sobre el comportamiento de los individuos y su decisión de participar, o no, en el mercado laboral.

Tasa de inactividad y tasa de paro (de 15 a 64 años)

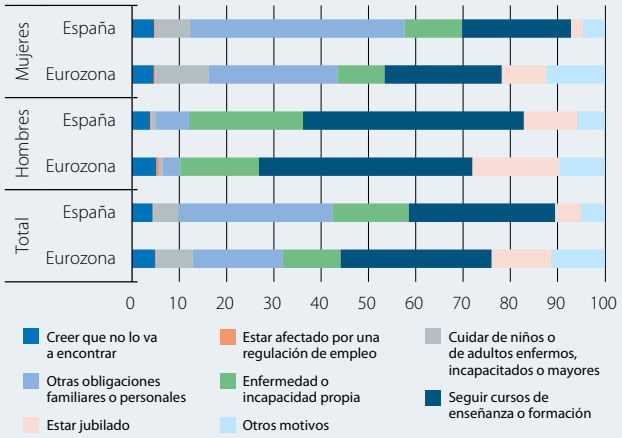
(%)



Nota: ** Porcentaje de inactivos sobre el total de población entre 15 y 64 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Inactivos: motivo de no buscar empleo (2016)

(% del total de inactivos entre 15 y 64 años)



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

1. Las cifras de este artículo se refieren al 2T 2017, salvo indicación expresa.
2. La tasa de inactividad se refiere al porcentaje de inactivos sobre el total de población entre 15 y 64 años.
3. Aunque ni los parados ni los inactivos trabajan, la distinción entre estos dos colectivos es muy importante a efectos estadísticos. Así, mientras que los primeros se cuentan dentro de la población activa, los inactivos, no. Concretamente, siguiendo los criterios de la Organización Internacional del Trabajo, se consideran desempleadas las personas que, en el momento en que son encuestadas, no tienen empleo, afirman desear trabajar, están disponibles para hacerlo en un plazo de dos semanas y han buscado trabajo de manera activa en las últimas cuatro. Aquellas que cumplen solo algunas de esas condiciones se consideran inactivas.
4. Datos de Eurostat de 2016.

FOCUS · Diez años de déficit público y contando

Las cuentas del sector público permanecen en números rojos: en 2017, el saldo presupuestario muy probablemente alcanzará el –3,1% del PIB, con lo que los gastos de las Administraciones públicas volverán a superar a los ingresos por décimo año consecutivo. Sin embargo, si miramos el vaso medio lleno, resulta preciso comentar que la recuperación económica y las medidas de control y racionalización del gasto llevadas a cabo por las Administraciones públicas en los últimos años han permitido encauzar el déficit público hacia una senda descendente. Por ello, de hecho, es muy probable que en 2017 se cumpla con el objetivo de saldo público pactado con la Comisión Europea.

Con el año a punto de finalizar, resulta pertinente centrar la mirada en las cuentas para el año que viene. En este sentido, en octubre, el Gobierno remitió a la Comisión Europea el Plan Presupuestario de 2018. Dicho Plan –mientras el apoyo de una mayoría parlamentaria a los presupuestos está todavía en el aire– está basado en un escenario que básicamente prorroga las políticas de este ejercicio y deja la reducción del saldo público en manos del crecimiento económico.

Según este Plan, el crecimiento del PIB, previsto en el 2,3%, permitirá reducir el saldo público hasta el –2,3% del PIB en 2018, lo que, si bien representa una mejora de 0,8 p. p., resultará insuficiente para alcanzar el objetivo del –2,2% del PIB incluido en el Plan de Estabilidad y acordado con la Comisión Europea.

También prevé que la mejora de las cuentas públicas venga liderada por el lado de los gastos, como consecuencia de la congelación de los sueldos públicos y de la reducción de 1,7 p. p. en la tasa de paro, que haría disminuir el pago de las prestaciones por desempleo un 2,9%. En cuanto al gasto por intereses, el Estado estima que aumente al mismo ritmo que el crecimiento de la actividad en términos nominales (4,0%), una proyección que parece muy conservadora, dado que la vida media de la deuda del Estado supera los siete años y los tipos de interés se sitúan en niveles sustancialmente inferiores a los observados años atrás (y se espera que estos sigan manteniéndose muy bajos en 2018). De hecho, hasta julio de 2017, el gasto en intereses ha disminuido un 6,1% respecto al mismo periodo de 2016.[1]

Por el lado de los ingresos, el Gobierno estima que la buena evolución de la ocupación (del 2,4% en 2018) impulsará las cotizaciones sociales, que crecerán un 4% en 2018. En la misma línea, el Plan Presupuestario estima que los impuestos sobre la producción e importación (principalmente el IVA) aumentarán un 4%, una previsión también coherente con el contexto macroeconómico, en el que se prevé que el consumo de los hogares se mantenga como uno de los pilares de la recuperación. Sin embargo, la previsión de crecimiento de los impuestos sobre la renta y la riqueza (un 6%) parece algo optimista.[2]

En definitiva, las estimaciones recogidas en el Plan Presupuestario, según el cual el crecimiento económico permitiría reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB, y salir, por tanto, del procedimiento de déficit excesivo, parecen plausibles. Aun así, también es importante remarcar que todo apunta a que los números rojos seguirán estando presentes en las cuentas públicas más allá del 2020, y no conviene olvidar que las medidas de reducción del saldo público seguirán siendo necesarias para que la deuda pública, que roza el 100% del PIB, logre encauzar una senda decreciente. Lo más prudente es aprovechar los años de crecimiento económico para sanear las cuentas y así poder tener más margen de actuación el día en que el crecimiento sorprenda a la baja.

Previsiones de algunas partidas de ingresos y gastos del Plan Presupuestario 2018

	(% del PIB)			*(Variación anual)*		
	2016	2017	2018	2017	2018	Datos hasta julio de 2017 *
Ingresos totales	37,7	38,1	38,3	5,4%	4,5%	4,8%
De los que:						
Impuestos sobre la producción e importaciones (ej. IVA)	11,6	11,7	11,7	5,6%	4,0%	5,1%
Impuestos corrientes sobre la renta y la riqueza (ej. IRPF)	9,9	10,3	10,5	8,5%	6,0%	10,3%
Cotizaciones sociales	12,2	12,2	12,2	4,5%	4,0%	4,9%
Gastos totales	42,2	41,2	40,6	1,8%	2,5%	0,1%
De los que:						
Remuneración de empleados	10,8	10,6	10,2	1,9%	0,1%	0,5%
Transferencias sociales	18,1	17,8	17,5	2,4%	2,2%	0,0%
Intereses	2,8	2,6	2,6	–3,4%	4,0%	–6,1%

Nota: ** Datos referentes al conjunto de las Administraciones públicas, excluyendo corporaciones locales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Plan Presupuestario 2018.*

1. Gasto del conjunto de las Administraciones públicas, excluyendo corporaciones locales.

2. Una previsión basada en las elasticidades históricas (1998-2016) entre dichos impuestos y PIB nominal estaría en torno al 4,5%.

FOCUS · Auge y consolidación de las exportaciones españolas

La debilidad de la demanda interna durante la Gran Recesión provocó que, a partir de 2010, muchas empresas decidieran abrirse al exterior. Así, las exportaciones de bienes y servicios pasaron de representar un 25,5% del PIB en 2010 a un 34,2% en el 2T 2017 (las exportaciones de bienes, del 17,2% al 23,6%). Detrás de este auge de las exportaciones, se encuentra un tejido empresarial cada vez más internacionalizado. De cara al futuro, la pregunta que cabe hacerse es, por tanto, si esta mayor propensión exportadora de las empresas españolas se va a consolidar.

Para responder a esta cuestión, hay que empezar por distinguir entre dos periodos bien diferenciados en el crecimiento exportador de bienes desde finales de 2010. Una primera fase de expansión, el trienio 2011-2013, y otra de consolidación, a partir de 2014. En la fase de expansión, el número total de empresas exportadoras tuvo un incremento neto de 41.797, es decir, un aumento del 38,2% respecto al total del 2010. El hecho de que este incremento neto resulte de 215.136 empresas que iniciaron la actividad exportadora y 173.339 que la abandonaron ilustra la elevada rotación dentro del colectivo exportador (y la elevada tasa de creación y destrucción de empresas). Este periodo se caracterizó por un aumento de las empresas exportadoras nuevas, ya que el número de empresas regulares, que se definen como empresas que llevan cuatro o más años continuados exportando y que tienen menor rotación, solo aumentó en 2.405 en términos netos, un aumento del 6,2% respecto a 2010.

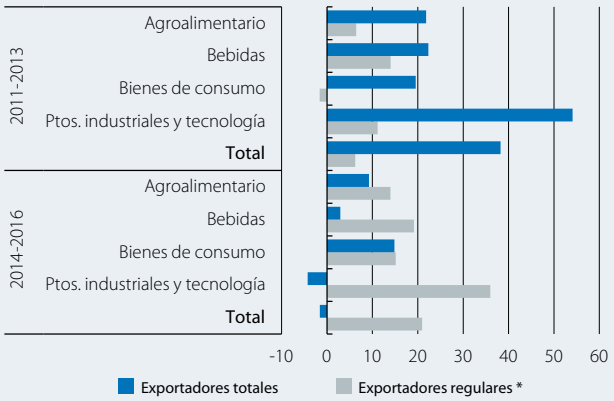
Por sectores,[1] el protagonismo de esta primera fase residió en las empresas de productos industriales, que aglutinaron la práctica totalidad de las nuevas empresas exportadoras, con un incremento del 54,1% respecto al número de empresas del sector en 2010. Esta mayor intensidad en la entrada de nuevas empresas exportadoras en el sector industrial hizo que, en el trienio 2011-2013, el tamaño medio por empresa (flujo de exportación promedio en euros) bajase un 17,6% en este sector, un dato que refleja que las nuevas empresas suelen tener un valor exportado medio más reducido. En el resto de sectores –agroalimentario, bebidas y bienes de consumo–, el incremento neto del número de empresas exportadoras fue menos intenso, en torno al 20%. Dada la menor entrada de nuevas empresas, el valor medio exportado en estos sectores aumentó ligeramente. Con todo, en el agregado, el mayor peso del sector industrial (del 70%) hizo que el valor exportado medio de las empresas exportadoras en su conjunto se redujese en un 8,7%. Así pues, esta primera fase de expansión se caracterizó por un intenso flujo de nuevas empresas exportadoras, mientras que el aumento del número de empresas regulares fue mucho más moderado, con un 11,2% en la industria, un 6,4% en alimentación, un 14,0% en bebidas y una disminución del 1,6% en bienes de consumo.

La segunda fase, que empieza a partir de 2014 y de la que tenemos datos completos hasta 2016, es la fase de la consolidación. En estos tres años, el número de empresas exportadoras presenta una disminución neta de 2.366 empresas, un retroceso del 1,6% respecto al total de finales de 2013. Sin embargo, el número de empresas exportadoras regulares ha aumentado un 20,8% y el valor exportado medio, un 9,7%. Si se analiza por sectores, esta consolidación es más intensa en los productos industriales, con un aumento de los exportadores regulares en el trienio 2014-2016 del 36,0% (9.549 empresas) y del valor exportado medio (8,2%). El incremento de las exportaciones en este periodo, por tanto, no se explica por la entrada de nuevos exportadores sino por el afianzamiento y el crecimiento de los existentes.[2]

En los sectores de alimentación y de bienes de consumo también hay consolidación, con un importante aumento de las empresas regulares, 14,0% y 15,6%, respectivamente, pero, a diferencia de los productos industriales, el número de nuevas empresas sigue aumentando (4,7% y 14,7%, respectivamente), lo que sugiere que sigue existiendo un recorrido al alza en este sentido. El sector de alimentación, que ya tradicionalmente tiene empresas exportadoras más grandes en términos de flujos de exportación en euros, aumentó su tamaño medio en un 12,0% y, en términos de euros, acumula un crecimiento del 54,2% desde finales de 2010, frente al 36,3% de las exportaciones totales.

Número de exportadores totales y regulares

Variación acumulada en cada periodo (%)



Nota: ** Las empresas exportadoras regulares son las que han exportado en los últimos cuatro años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Comercio.*

1. Los datos de Datacomex ofrecen el desglose en cuatro sectores: productos industriales y tecnología (peso del 70,0%), a los que denominaremos productos industriales en este Focus; agroalimentario (15,5%); bebidas (1,8%) y bienes de consumo (12,8%).

2. Cabe mencionar aquí que este análisis es general dado el tamaño y la diversidad del sector de industria y tecnología.

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	10/17
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	2,2	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–0,3	–2,3	–0,6	0,3	–0,5	–1,8	–0,6	2,1	2,5
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	21,9	23,2	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	10,9	13,1	13,9	15,2	12,2	13,6	13,3	...	...
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	10,3	...
PMI de servicios *(valor)*	57,3	55,0	54,9	56,4	57,8	57,6	56,0	56,7	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,0	0,5	2,5	0,7	1,9	2,6	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	8,9	7,8	6,3	2,5	13,0	4,6	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–2,8	1,5	2,0	–0,2	–1,1	–1,4

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

Indicadores de empleo

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17
Afiliados a la Seguridad Social [1]								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2
Construcción	4,7	2,6	3,3	5,3	6,1	6,3	5,8	6,3
Servicios	3,5	3,2	3,5	3,4	3,8	3,7	3,5	3,6
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,2	4,1	4,1
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,8
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,6**	**3,4**	**3,5**
Población ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**–**	**2,8**	**–**
Contratos registrados [3]								
Indefinidos	12,3	14,2	13,3	15,4	10,2	10,6	9,8	12,7
Temporales	11,2	7,2	6,6	12,1	9,6	5,8	5,5	3,7
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**6,2**	**5,8**	**4,5**
Paro registrado [3]								
Menores de 25 años	–11,0	–12,6	–13,2	–13,3	–17,3	–11,9	–9,5	–6,7
Resto de edades	–7,2	–8,2	–9,0	–9,2	–10,3	–9,2	–8,4	–8,5
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–9,4**	**–8,5**	**–8,3**

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	10/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,5**	**1,6**	**1,8**	**1,6**
Subyacente	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,2	1,2	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,0	4,1	2,5	–1,0	–1,6	2,2	...
Productos energéticos	–9,0	–8,4	1,6	15,3	8,0	4,1	6,3	5,8	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Comercio de bienes								
Exportaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	4,3	1,7	1,8	1,7	5,1	5,6	6,8	6,9
Importaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	3,7	–0,4	–0,3	–0,4	3,7	5,7	7,7	8,2
Saldo corriente	**12,2**	**21,5**	**19,3**	**21,5**	**21,6**	**21,0**	**20,9**	**20,7**
Bienes y servicios	25,3	33,7	31,9	33,7	32,0	32,3	31,7	32,0
Rentas primarias y secundarias	–13,1	–12,2	–12,6	–12,2	–10,4	–11,3	–10,8	–11,2
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**19,2**	**24,2**	**24,4**	**24,2**	**24,1**	**23,1**	**23,0**	**22,8**

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	08/17
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	–0,4	–1,1	–1,9	–1,8
Comunidades autónomas	–1,7	–0,8	–0,1	–0,8	–0,2	–0,7	0,0	0,1
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	–0,5	–0,6
Deuda pública *(% PIB)*	**99,4**	**99,0**	**99,9**	**99,0**	**99,9**	**99,8**	**–**	**–**

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	09/17
Depósitos[2]									
Depósitos de hogares y empresas	–0,6	2,5	3,2	3,0	3,2	2,5	1,3	2,3	2,6
A la vista y ahorro	14,7	16,0	15,7	16,2	18,6	18,8	16,3	17,2	17,3
A plazo y preaviso	–16,3	–16,0	–15,1	–17,7	–22,0	–24,9	–25,1	–25,1	–25,0
Depósitos de AA. PP.	6,7	–14,2	–9,4	–29,1	–28,0	–26,7	1,8	8,9	9,4
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**2,4**	**0,4**	**1,0**	**0,5**	**1,4**	**2,6**	**3,0**
Saldo vivo de crédito[2]									
Sector privado	–5,5	–3,6	–3,3	–3,2	–2,7	–2,2	–2,5	–2,4	–2,2
Empresas no financieras	–7,3	–5,3	–5,2	–5,2	–4,3	–3,2	–4,0	–4,0	–3,8
Hogares - viviendas	–4,6	–3,7	–3,3	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7
Hogares - otras finalidades	–2,6	2,0	3,1	2,9	3,6	3,1	2,8	3,2	3,9
Administraciones públicas	0,2	–2,9	–2,2	–2,7	–3,2	–12,6	–11,6	–10,8	–12,1
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–3,2**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,2**	**–3,0**	**–2,9**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**10,1**	**9,1**	**9,2**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,5**	**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.*

BURBUJAS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

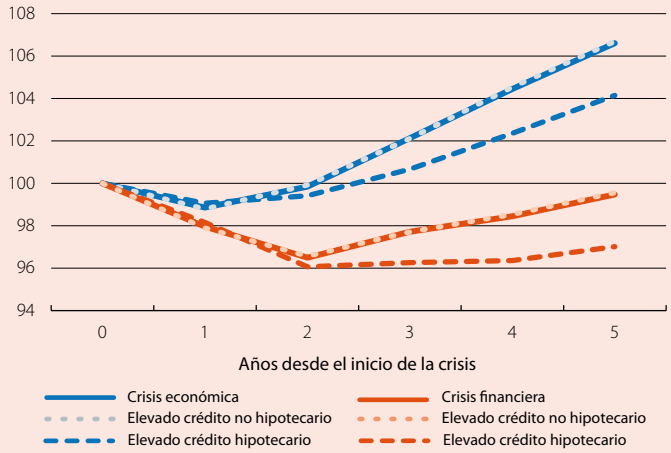
La inestabilidad financiera y el ciclo económico

La crisis financiera supuso un antes y un después en la corriente principal de pensamiento de la macroeconomía. Durante muchos años, esta obvió el sistema financiero de su análisis de las fluctuaciones económicas. Como era de esperar, la crisis financiera cambió el *statu quo*. Así, casi 10 años después del inicio de la crisis, nos preguntamos sobre la situación del ciclo actual. ¿Hemos aprendido de los errores pasados o estamos sembrando las semillas de la próxima crisis financiera? A modo de resumen, en este artículo mostraremos que la severidad de las crisis financieras está relacionada con el crecimiento del crédito, en especial del crédito hipotecario, que tiene lugar antes de la misma. Primaremos la presentación de la nueva evidencia empírica que ha aparecido recientemente por encima de la discusión de los mecanismos que puedan generar los procesos observados. También veremos que, si bien, en la mayoría de las economías desarrolladas, el crédito aún no parece haber alcanzado niveles alarmantes, sí se da el caso entre algunas de las economías emergentes.

Medir la solidez del sector financiero a lo largo del ciclo económico y cómo este puede condicionar la evolución del conjunto de la economía puede precisar el seguimiento de un gran número de variables. Sin embargo, el economista Borio[1] sugiere que esta interrelación está sintetizada en gran medida en el comportamiento cíclico del crédito bancario al sector privado no financiero (crédito en pos de la brevedad) y del precio de la vivienda. Por un lado, el autor muestra que las crisis financieras suelen estar precedidas por periodos de fuerte crecimiento del crédito y del precio de la vivienda. Por otro lado, Jordà, Schularick y Taylor, usando datos sobre 17 países desarrollados entre 1870 y 2013, muestran que las crisis económicas y financieras que han sido precedidas por un crecimiento del crédito superior al del promedio histórico han resultado ser más largas y severas que aquellas que fueron precedidas por un crecimiento por debajo del promedio histórico.[2]

PIB real per cápita

Índice (100 = inicio de la crisis)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Jordà* et al. *(2016).*

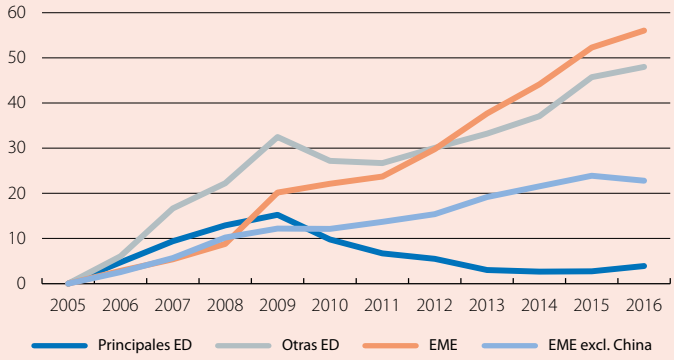
Asimismo, resulta que no todos los tipos de crédito afectan al ciclo económico de la misma forma. El rol preponderante que el crédito hipotecario ha alcanzado en el sistema financiero después de la Segunda Guerra Mundial (GM2) ha modificado a su vez el impacto que tiene sobre el ciclo económico.[3] Primero, hay indicios que sugieren que un crecimiento desmesurado del crédito hipotecario puede ser una fuente de inestabilidad financiera. Ello se puede entrever, por ejemplo, en el hecho de que el crecimiento del crédito hipotecario ha pasado de ser una variable poco informativa sobre la probabilidad de que acaeciera una crisis financiera en el periodo pre-GM2 a ser un buen predictor en la muestra pos-GM2.[4] Segundo, los *booms* de crédito hipotecario, en los casos que han sido seguidos por una recesión económica, han dejado secuelas económicas mucho más graves que aquellas que fueron precedidas por *booms* crediticios de otra índole (véase el primer gráfico).[5]

Sin embargo, es necesario matizar este último resultado. Si bien hay evidencia empírica de que el crédito hipotecario puede ser una fuente de inestabilidad financiera, el riesgo que este tipo de crédito puede entrañar depende, en no poca medida, del marco regulatorio e institucional en el que se desarrolla la actividad del sector financiero de un país. Así, según el FMI, el grado y la calidad de supervisión del sistema financiero por parte del regulador y la reducción de la dependencia de la financiación exterior para la extensión del crédito son, entre otros, factores clave para que el aumento del crédito hipotecario tenga un efecto positivo sobre el crecimiento económico.[6]

1. Borio, C. 2014, «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», Journal of Banking and Finance, n.º 45.
2. Jordà, Ò., Schularick, M. y Taylor, Alan M. (2016a), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», NBER Macroeconomics Annual, vol. 31, n.º 1.
3. Según la base de datos de Jordà *et al.*, el crédito hipotecario ha pasado de representar alrededor del 40% del total de la ratio del crédito sobre el PIB entre 1870 y 1940 al 56% entre 2000 y 2013. Ello se explica, en parte, por el aumento del porcentaje de hogares que han pasado a ser propietarios del inmueble en el que viven. Los motivos que hay detrás de esta dinámica son variados e incluyen cambios en el trato fiscal de la compra de propiedad o en los requisitos de capital exigidos a los bancos para los préstamos hipotecarios.
4. Jordà, Ò., Schularick, M. y Taylor, Alan M. (2016b), «The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles», Economic Policy, vol. 31, n.º 85.
5. Este último punto es parecido a la conclusión que extraen Jordà *et al.* (2015) en su artículo «Leveraged Bubbles». En él, los autores muestran que el pinchazo de una burbuja financiera resulta en una crisis mucho más virulenta si la burbuja fue acompañada por un *boom* crediticio. Asimismo, los autores muestran que las crisis más severas han sido las que han seguido el pinchazo de una burbuja inmobiliaria financiada por un *boom* de crédito hipotecario.
6. FMI (2017), «Global Financial Stability Report», octubre.

Ratio crédito al sector privado no financiero sobre el PIB

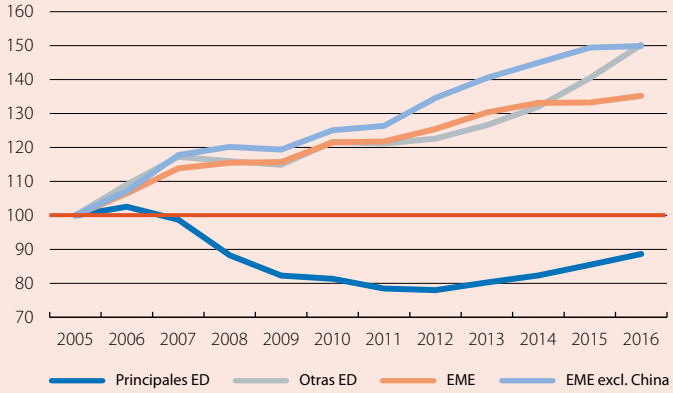
Desviación respecto al valor de 2005 (p. p.)



Nota: *Principales ED incluye eurozona, Reino Unido, Japón y EE. UU. Otras ED incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. Promedios ponderados por el PIB ajustado por la paridad del poder adquisitivo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de BIS.*

Precio de la vivienda

Índice (100 = 2005)



Nota: *Principales ED incluye eurozona, Reino Unido, Japón y EE .UU. Otras ED incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. Promedios ponderados por el PIB ajustado por la paridad del poder adquisitivo. Los precios de la vivienda han sido deflactados por el IPC.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de BIS.*

Llegados a este punto, cabe preguntarse si, en la fase expansiva que se está consolidando a nivel global, se están volviendo a cometer los errores del pasado. Con relación a lo discutido, nos centraremos en la evolución del crédito y del precio de la vivienda (cuya correlación con el crédito hipotecario es elevada, véase Borio[1]). En el segundo gráfico, comparamos el crecimiento acumulado, desde el año 2005, de la ratio del crédito bancario al sector no financiero sobre el PIB de las principales economías desarrolladas, otras economías desarrolladas, las economías emergentes y las economías emergentes excluyendo a China (a la izquierda) y el crecimiento del precio de la vivienda (a la derecha).

El gráfico ilustra que, después de un periodo de consolidación a raíz de la crisis financiera, la ratio de apalancamiento en las principales economías desarrolladas ha repuntado ligeramente en el 2016, aunque se mantiene en un nivel claramente por debajo del pico observado justo antes de la crisis. En lo referente al precio de la vivienda, si bien estos han mostrado una tendencia alcista desde el 2013, aún se sitúan por debajo de los niveles observados antes de la crisis. Este no es el caso para el grupo de otros países desarrollados. Estos países sufrieron en menor medida la crisis financiera, lo que limitó los procesos de desapalancamiento. Además, sus economías se han visto impulsadas por las condiciones monetarias ultralaxas propiciadas, en algunos casos, por las políticas de los principales bancos centrales como la Fed y el BCE, o, en otros, por la fuerte caída del precio del petróleo y otras materias primas. Así, en estos países, tanto las ratios de apalancamiento como el precio de la vivienda se encuentran en cotas muy altas. Finalmente, entre el grupo de economías emergentes, cabe destacar el caso de China. Si excluimos a China del grupo de emergentes, podemos ver que en el último año tanto la ratio de apalancamiento como el precio de la vivienda han empezado un proceso de moderación del crecimiento, en gran parte debido a las crisis económicas en Brasil y Rusia. En cambio, si incluimos a China, podemos ver que el crecimiento del crédito ha sido espectacular.[7]

Sin embargo, en una perspectiva a más largo plazo, incluso entre aquellos países que pasaron por un proceso de consolidación del crédito a raíz de la crisis, hay elementos que generan cierta preocupación. En este sentido, el FMI destaca que, en un contexto de políticas monetarias acomodaticias y mejoras de los datos macroeconómicos, la caída de la volatilidad en los mercados financieros y la compresión de los diferenciales de tipo de interés pueden dar paso a la intensificación del ciclo expansivo del crédito.[8]

En definitiva, el conjunto de indicadores que hemos repasado en este artículo nos muestra que los riesgos derivados del sistema financiero parecen haber gravitado desde las principales economías desarrolladas a aquellos países que no formaron parte del epicentro de la crisis financiera, en especial China. A pesar de ello, dado el grado de integración de los sistemas financieros a nivel internacional, ello supone un riesgo global. Invocando la memoria reciente de los estragos que las crisis financieras pueden llegar a ocasionar, deberíamos aprovechar la ventana de oportunidad que nos brindan las condiciones macroeconómicas favorables del momento para implementar políticas que apuntalen la capacidad del sistema financiero para absorber *shocks* negativos.

Oriol Carreras Baquer
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

7. Según datos del BIS, entre 2007 y 2016, la ratio de apalancamiento en China ha crecido en 70 p. p. hasta llegar al 166% del PIB.
8. FMI (2017), «Global Financial Stability Report», octubre.

La economía de las burbujas: un análisis para entender la efervescencia de los precios

Una de las disciplinas más fascinantes de la economía es el estudio de las burbujas económicas y financieras. En toda sociedad donde los bienes tengan un precio, siempre existirá el riesgo de que se produzcan desviaciones sustanciales de este respecto a lo que podríamos suponer que es razonable. Y, sin embargo, ¿qué es una burbuja y por qué es relevante? Estas preguntas no son baladíes: la noción de burbuja en la jerga económica ha tendido a utilizarse con demasiada ligereza cuando, en realidad, se trata de un concepto sofisticado y que, todavía hoy, provoca apasionados debates entre economistas de relumbrón. En este artículo, intentaremos desmenuzar las claves de la economía de las burbujas y, para ello, será necesario clarificar algunos puntos.

Las fases de la burbuja tecnológica de EE. UU.

Índice Nasdaq (100 = enero 1971)

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Saint Louis.*

Para empezar, cabe destacar que no hay una definición universal sobre qué es una burbuja. La definición más común es que se trata de una desviación sustancial y sostenida del precio de un activo respecto a su valor fundamental. Dicha definición es un buen punto de partida, pero no despeja algunas dudas como cuán grande tiene que ser la desviación y, sobre todo, cómo se puede determinar el valor fundamental, hasta el punto de que el premio Nobel Eugene Fama ha esgrimido que es imposible definir cuándo hay una burbuja. Y es que, aunque el valor fundamental de un activo se define como el valor presente de los flujos esperados futuros, su estimación es una tarea de Sísifo, lo que complica el análisis significativamente. Así, en función de las expectativas sobre cuáles serán los ingresos futuros o de qué tipo de interés se use para realizar el cálculo (variable que, además, puede verse afectada en cualquier momento por cambios en la política monetaria), obtendremos un valor fundamental u otro (para más detalles, véase el artículo «Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?» de este mismo Dossier).

Sea como fuere, los economistas suelen analizar las burbujas bajo el prisma del modelo con cinco fases que propusieron los académicos Kindleberger y Minsky en los años setenta. Según su modelo, una burbuja se inicia con un «desplazamiento inicial», es decir, una nueva tecnología o innovación financiera que mejora las perspectivas sobre el precio de un determinado activo. A continuación, se produce el «*boom*» cuando el precio del activo empieza a subir y se aleja de su valor fundamental. En la tercera fase, la «euforia», los inversores hacen compras y ventas del activo de forma frenética y los precios escalan de forma exponencial. Muchos de los inversores que adquieren el activo son conscientes de que este puede estar sobrevalorado, pero creen que los precios continuarán subiendo. En la cuarta fase, la de «ganancias», aquellos inversores más avezados reducen su demanda del activo sobrevalorado para realizar beneficios y la subida del precio se va aminorando. Finalmente, llegamos a la fase del «pánico», caracterizada por una abrupta bajada de los precios y por las graves pérdidas de aquellos inversores que todavía no se han «bajado» de la burbuja.

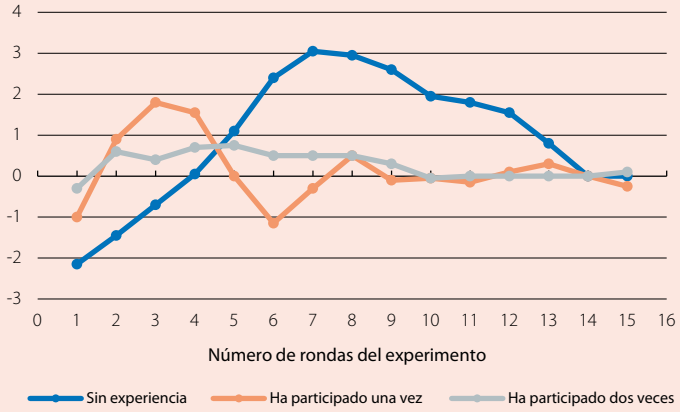
Una vez explicado qué entendemos por burbujas, es el momento de clasificarlas. La literatura económica distingue entre dos tipos de burbujas, las racionales y las irracionales. Las primeras surgen en economías con agentes económicos racionales en el sentido de que procesan de forma correcta la información disponible en los mercados y, en relación con esta, toman decisiones óptimas. Pero, si damos por bueno que todos los individuos son racionales, ¿cómo puede ser que se produzcan burbujas? La literatura económica ha encontrado varias teorías para explicar esta aparente paradoja. Una de las más atractivas postula que algunos individuos, aun siendo sabedores de la burbuja, prefieren retener el activo, dado que creen que muchos inversores todavía no saben que hay una burbuja, y confían en que los precios subirán todavía más: la clave es saltar a tiempo antes de que haya un número suficiente de inversores dispuestos a pinchar la burbuja.

En contraposición a los modelos racionales, las finanzas conductuales han defendido que las burbujas son irracionales. Para argumentarlo, identifican varias disfunciones cognitivas de los individuos a la hora de tomar decisiones, como la tendencia de algunos inversores a evaluar sus inversiones según su comportamiento reciente (sesgo de representatividad) o la sobreestimación de las capacidades a la hora de hacer proyecciones (exceso de confianza). Estas disfunciones provocan que los distintos inversores tengan expectativas muy dispares sobre un determinado activo financiero al procesar una misma información de modo distinto. El economista Robert Shiller acuñó el término «exuberancia irracional» para describir estos comportamientos, que pueden dar lugar a burbujas, ya que las decisiones de compra por parte de aquellos inversores que son optimistas y que esperan que el precio del activo vaya al alza pueden provocar aumentos notables de los precios.

Algunos economistas han realizado experimentos en laboratorios para estudiar cómo y cuándo se generan burbujas, y los resultados son ciertamente sugerentes. Smith, Suchanek y Williams[1] fueron los pioneros al organizar un experimento en el que a los participantes se les asignaban distintas cantidades de dinero y de un activo financiero ficticio que pagaba dividendos en 15 periodos según unas probabilidades conocidas por todos los participantes. En el experimento, los participantes podían comprar y vender el activo en cada ronda mediante una subasta. Los autores obtuvieron un gran volumen de compraventas y el clásico patrón de las burbujas con desviaciones positivas y significativas del precio respecto al valor fundamental en las primeras fases y una corrección, merced a un descenso acusado de los precios, en las últimas. El resultado es importante, pues muestra que, incluso en un contexto en el que todos los agentes tienen las mismas expectativas sobre los dividendos que pagará el activo, se pueden producir burbujas, lo que algunos economistas han interpretado como un espaldarazo en favor de las burbujas irracionales. Un estudio posterior con un diseño muy parecido realizó el experimento hasta tres veces seguidas y el resultado fue que las burbujas suceden cuando los participantes en los experimentos participan por primera vez, pero, a medida que participan de nuevo, estas desaparecen.[2] Ello indica que otra razón por la que aparecen burbujas podría ser la ofuscación de algunos inversores bisoños que no entienden del todo el funcionamiento de los mercados.

Burbujas y experiencia en el laboratorio

*Precio menos valor según fundamentos (unidades monetarias) **



Nota: ** El valor según fundamentos es el valor actual descontado de los dividendos futuros del activo en cada periodo. Los participantes participan en tres sesiones de 15 periodos cada una en las que compran y venden el activo en el laboratorio.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Hussman, R., Porter, D. y Smith, V. (2008), «Thar She Blows: Can Bubbles Be Rekindled with Experienced Subjects?», American Economic Review.*

Explicadas las tipologías de burbujas, es importante analizar el impacto de estas sobre la economía. Hay efectos positivos y negativos. Entre los primeros, algunos economistas arguyen que las burbujas, mientras se expanden, pueden fomentar inversiones productivas gracias a que atenúan las restricciones de crédito de algunos inversores con buenas ideas, pero con poco capital.[3] No obstante, estos potenciales efectos positivos son temporales y desaparecen completamente con el pinchazo de la burbuja y sus severas consecuencias sobre el ciclo económico. La explicación es que las burbujas distorsionan las decisiones de los agentes económicos y, debido a ello, algunos agentes toman decisiones equivocadas que acaban perjudicando la economía. Así, desde los años cincuenta, el 91% de las crisis financieras y el 63% de las recesiones se han asociado a burbujas.[4]

Antes de concluir, resulta interesante repasar algunas de las burbujas más sonadas a lo largo de la historia. Una de las más añejas acaeció en los Países Bajos en pleno siglo XVI con la importación de tulipanes provenientes del Imperio otomano. Estas flores pronto devinieron un símbolo nacional, lo que desató una auténtica fiebre por adquirirlas. Así, los precios de los tulipanes multiplicaron su precio por 20 entre noviembre de 1636 y febrero de 1637 antes de caer bruscamente. De hecho, en el apogeo de la burbuja, ¡un solo tulipán se vendía a un precio equivalente a 60.000 dólares actuales! Otro ejemplo paradigmático viene dado por la burbuja de los mares del Sur. En este caso, una compañía inglesa, la Compañía del Mar del Sur, convenció a muchos inversores de que tenía una estrategia que les permitiría obtener pingües beneficios gracias a sus actividades comerciales en las colonias españolas de América Latina. La euforia provocó un aumento del 700% del precio de la acción de la compañía en la primera mitad de 1720. Los directivos de la compañía empezaron a vender sus participaciones al ver que las perspectivas de la compañía no estaban acorde con el aumento exagerado del precio y, a continuación, se produjo el desplome de este. Ejemplos más recientes son la burbuja tecnológica, espoleada por la eclosión de internet, que pinchó en el año 2000, o la burbuja inmobiliaria que condujo a la crisis financiera de 2008 en EE. UU.

En resumen, el estudio de las burbujas está muy en boga tanto por sus potentes implicaciones para el ciclo económico como por la necesidad de ahondar en el conocimiento sobre cómo se forman los precios. No obstante, hay que añadir que las burbujas son un fenómeno rodeado de un cierto halo de misterio y que continúan desconcertando a muchos economistas. Ello no debe sorprendernos. No en vano, el célebre físico Isaac Newton ya dijo en 1720, abatido tras perder 20.000 libras esterlinas con la burbuja del Mar del Sur, que era «capaz de predecir el movimiento de los cuerpos celestes, pero no la locura de la gente».

Javier Garcia-Arenas
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Véase Smith V. L., Suchanek, G. y Williams A. W. (1988), «Bubbles, crashes and endogenous expectations in experimental spot asset markets», Econometrica, vol. 56, n.º 5.
2. Véase Hussam, R., Porter, D. y Smith, V. (2008), «Thar She Blows: Can Bubbles Be Rekindled with Experienced Subjects?», American Economic Review 98:3.
3. Véase Martín, A. y Ventura, J. (2014), «Managing credit bubbles», IMF Working Paper.
4. Véase Jordà, Ò., Shularick, M. y Taylor, A. (2015), «Leveraged Bubbles», Journal of Monetary Economics.

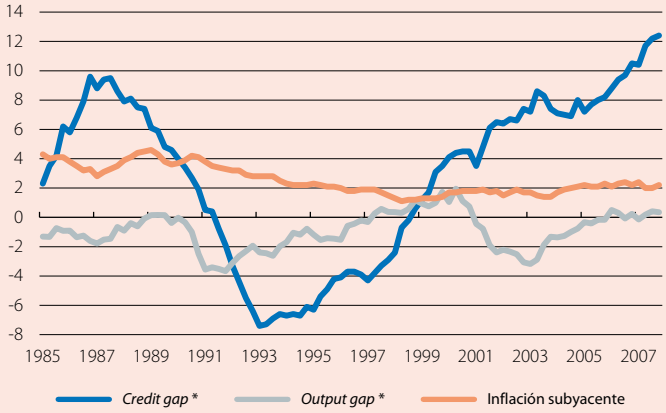
La política económica frente a la inestabilidad financiera

Dos grandes acontecimientos marcaron la política económica en el siglo XX: la Gran Depresión, entre 1929 y 1939, y la estanflación[1] de la década de 1970. En estos dos episodios, EE. UU. sufrió sus mayores tasas de paro de todo el siglo XX, con más de un 25% de parados en 1933, un 20% en 1938 y un 10,8% en 1982. Ambos episodios sacudieron los pilares teóricos de los economistas y el papel de la política económica. Así, tras la Gran Depresión, emergió el keynesianismo y su énfasis en políticas económicas que gestionaran la demanda, mientras que la estanflación dio lugar a la revolución neoclásica y a un nuevo consenso en el que se encargaba a la política monetaria garantizar una inflación moderada y estable. Este consenso resistió hasta el siguiente gran episodio, que se produjo en 2007 con el estallido de una crisis financiera global y la llamada Gran Recesión (2007-2009), en el que se alcanzó el mayor pico de paro desde principios de los años 1980. A continuación, veremos que la inestabilidad financiera es el elemento clave para entender los cambios que este último episodio está provocando en la política económica.

El consenso macroeconómico emergido en los años ochenta asignó a la política económica el encargo de estabilizar la inflación y el crecimiento de la actividad. De hecho, existía la creencia de que el sector financiero tenía una tendencia natural a autoestabilizarse y, en lo que se refiere a la estabilidad financiera, la política económica se limitaba a supervisar la salud de las principales instituciones. Sin embargo, como muestra el gráfico, entre 2002 y 2007, latentes detrás de una inflación y un crecimiento económico estables, se acumularon importantes desequilibrios financieros. Además, las crecientes interconexiones entre los distintos subsectores financieros dieron lugar a fuentes de riesgo sistémico que la supervisión, sin una perspectiva de conjunto, no alcanzaba a percibir. Por ejemplo, las hipotecas *subprime* representaban solo el 4% del mercado hipotecario de EE. UU., pero fueron el detonante de una crisis que arrastró a gran parte del sector financiero internacional. Por último, la dureza de la Gran Recesión acabó de cuestionar el consenso existente al dejar claro que la inestabilidad financiera tiene repercusiones significativas sobre la estabilidad macroeconómica. De hecho, como se ha detallado en el artículo «La inestabilidad financiera y el ciclo económico» en este mismo Dossier, hay una evidencia creciente sobre los vínculos entre la inestabilidad financiera y la salud de la economía real a lo largo de la historia. Así, en los últimos años, se ha formado un nuevo consenso en el que la estabilidad financiera se considera necesaria para garantizar la estabilidad macroeconómica. La cuestión es qué políticas e instrumentos deberían emplearse.

EE. UU.: métricas de estabilidad macroeconómica y financiera

(%)



Nota: ** Crecimiento del crédito y la actividad, respectivamente, por encima de su potencial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bank of International Settlements, US Congressional Budget Office y US Bureau of Economic Analysis.*

La primera respuesta que ha ofrecido la política económica ha sido reforzar la regulación y las llamadas políticas prudenciales (tanto las micro, enfocadas a la salud individual de cada institución, como las macro, con una visión de conjunto del sistema). Con ello, se han construido instrumentos para mitigar las fuentes de riesgo sistémico, acumular colchones en tiempos de bonanza (y que den mayor margen de maniobra en las recesiones) y contener los desequilibrios financieros, como un endeudamiento excesivo y/o basado en fuentes de financiación volátiles, que pueden dar lugar a episodios de inestabilidad. Los principales esfuerzos de las políticas microprudenciales se han orientado a aumentar los requisitos de capital y de liquidez, y a introducir nuevos mecanismos de resolución. Así, hoy en día, las instituciones financieras deben estar provistas de más capital y de mayor calidad. Además, se fijan requisitos de liquidez más severos para garantizar que dispongan de suficientes activos líquidos y de calidad para resistir los primeros embates de un pánico bancario, así como un acceso suficiente a fuentes de financiación estables que no se evaporen en momentos de estrés.[2] Por su parte, las políticas macroprudenciales se han dedicado a diseñar instrumentos que permitan actuar preventivamente sobre la emergencia de desequilibrios financieros en el conjunto del sistema. Por ejemplo, se han impuesto requisitos de capital y ratios de apalancamiento que varían a lo largo del ciclo, de modo que en la expansión actúan

1. Periodo de elevada inflación y bajo crecimiento económico caracterizado, en EE. UU., por cuatro recesiones en poco más de una década (1969-1970, 1973-1975, 1980 y 1981-1982).
2. El coeficiente de cobertura de liquidez requiere que los bancos mantengan suficientes activos líquidos de alta calidad para cubrir, en un escenario de estrés, las posibles salidas netas de efectivo durante un periodo de 30 días.

como lastre y fuerzan a acumular colchones, frenando el sobrecalentamiento y amortiguando los efectos de la recesión. Además, la regulación permite que las autoridades fijen recargos de capital y otros límites sobre la concesión de crédito a determinados sectores, que se pueden endurecer según evolucione el ciclo económico.

En conjunto, todas estas medidas deberían contribuir a reducir la probabilidad y la severidad de las crisis financieras: en la crisis pasada, tanto en EE. UU. como en la UE, los bancos con mejores posiciones precrisis de capital y liquidez experimentaron menores quiebras durante la crisis y, posteriormente, contribuyeron a la recuperación macroeconómica con una mayor concesión de crédito.[3] Sin embargo, al ser medidas relativamente recientes, la evidencia sobre su efectividad todavía es escasa. Además, aumentan la complejidad del marco regulatorio, dan discrecionalidad a la autoridad reguladora y están sujetas a problemas de arbitraje regulatorio: al restringir el margen de actuación de un sector, generan incentivos para desplazar sus actividades fuera del alcance del regulador (hacia el denominado *shadow banking*).[4] Ante estas debilidades, distintos economistas han observado que la política monetaria, al transmitirse a todo el universo de activos financieros e impedir el arbitraje regulatorio, puede ofrecer una buena alternativa.[5] Por ello, se ha propuesto que los bancos centrales fijen su tipo de interés con el objetivo explícito de garantizar la estabilidad financiera (además de perseguir la estabilidad macroeconómica en términos de inflación y, en algunos casos, crecimiento de la actividad).

El uso de la política monetaria como instrumento de estabilidad financiera implicaría no atender perfectamente a la estabilidad de precios. Así, conllevaría unos tipos de interés más elevados[6] y, por ello, tiene costes en términos de una inflación más baja y un crecimiento económico algo más débil. Frente a estos costes, los beneficios se producirían en términos de una menor probabilidad y severidad de crisis financieras futuras.[7] En este sentido, el FMI estima que el poder de la política monetaria para frenar los desequilibrios financieros es pequeño y, para ser efectiva, requeriría movimientos de los tipos de interés significativamente más marcados que los necesarios para estabilizar la inflación y la actividad.[8] Además, existe mucha incertidumbre alrededor de estas estimaciones porque las crisis financieras que vienen precedidas de una burbuja y desembocan en recesiones son acontecimientos poco frecuentes: en un conjunto de 17 economías avanzadas, Jordà, Shularick y Taylor identifican solo 14 recesiones precedidas de una crisis financiera y una burbuja inmobiliaria entre 1945 y la actualidad.[9] Otra dificultad añadida para el uso de la política monetaria como garante de la estabilidad financiera es que puede erosionar la credibilidad del banco central: los costes, en términos de una inflación por debajo de la óptima y un menor crecimiento de la actividad, son inmediatamente palpables, pero los beneficios son difíciles de medir porque se producen en el futuro y respecto a un escenario que no se acaba materializando. En este sentido, la política monetaria impondría un lastre permanente cuando, en realidad, no todas las crisis financieras tienen el mismo coste macroeconómico (por ejemplo, la crisis de las *puntocom* de 2001 tuvo pocas repercusiones macroeconómicas). Finalmente, una de las razones por las que el consenso macroeconómico precrisis defendía no usar la política monetaria para atacar las burbujas es que estas son difíciles de identificar con antelación y, en cambio, la política monetaria necesita anticiparse porque sus efectos tardan tiempo en filtrarse por la economía.

En conclusión, las nuevas políticas prudenciales ofrecen una primera línea de defensa que se puede calibrar a las necesidades de cada situación, pero todavía no se ha realizado un uso lo suficientemente extensivo de ellas como para comprobar su eficacia. De ahí que la política monetaria, a pesar de no ser el instrumento más preciso, pueda tener un papel complementario, pero la discusión sigue abierta. En cualquier caso, la inestabilidad financiera y sus vínculos con la estabilidad macroeconómica han vuelto al primer plano de la política económica.

Adrià Morron Salmeron
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

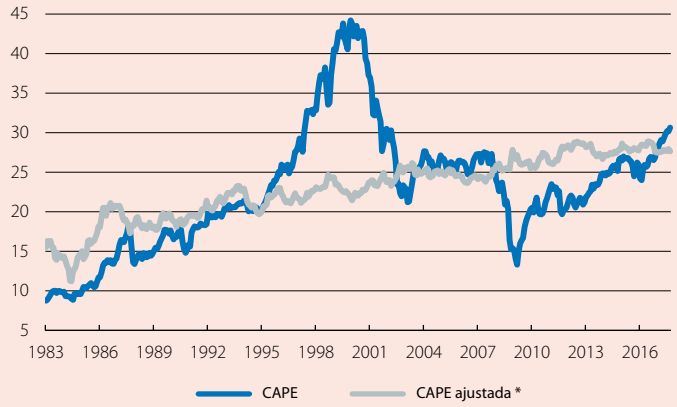
3. Véase Haldane, A. G. (2017), «Rethinking financial stability», discurso en el Peterson Institute for International Economics.
4. Instituciones que, fuera del marco regulador de las instituciones financieras tradicionales, desempeñan operaciones financieras, como los *hedge funds* o los vehículos de inversión estructurados.
5. Véase, por ejemplo, Juselius, M. *et al.* (2017), «Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates», International Journal of Central Banking.
6. Un mayor tipo de interés encarece el endeudamiento y enfría el crecimiento del crédito.
7. Véase Svensson, E. O. (2017), «Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind», NBER Working Paper, estima que los costes son mayores que los beneficios. En cambio, Gourio, F., Kashyap, A. y Sim, J. (2017), «The Tradeoffs in Leaning Against the Wind», NBER Working Paper, estiman que los beneficios son mayores que los costes.
8. Véase FMI (2015), «Monetary Policy and Financial Stability», Staff Report. En la misma línea, véase también Ajello, A. *et al.* (2016), «Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy», Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series, y Svensson (2017).
9. Véase Jordà, Ò., Shularick. M. y Taylor, A. (2015), «Leveraged Bubbles», Journal of Monetary Economics.

Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?

Desde el inicio del año, los principales índices de renta variable estadounidenses encadenan máximos históricos. En concreto, desde el 1T 2009, momento en que empezó la recuperación de los principales índices bursátiles, el índice S&P 500 ha registrado una progresión superior al 200%, lo que equivale a un aumento de más del 14% en términos anualizados. El desempeño del Dow Jones ha sido similar y, en el caso del Nasdaq, la progresión ha sido aún más espectacular, con un aumento de más del 330%, lo que representa un crecimiento anualizado cercano al 19%. Este aumento prolongado y sostenido de los precios de los activos de renta variable ha despertado dudas y ha generado preocupaciones en cuanto a su sostenibilidad y su posible desconexión con los fundamentos económicos. En este sentido, la encuesta que realiza regularmente Bank of America Merrill Lynch a los gestores de fondos alerta de que la gran mayoría considera que la bolsa está sobrevalorada.

Aunque identificar con precisión una burbuja financiera cuando se está formando no es una tarea sencilla, disponemos de una batería de indicadores que nos ayudan a juzgar si el precio de los activos está sobrevalorado. En general, se suele distinguir entre dos tipos de indicadores. Por un lado, las métricas que reflejan el comportamiento de los inversores y sus estrategias de inversión. Un ejemplo de ello es la preponderancia de las actividades que persiguen obtener una rentabilidad elevada a corto plazo. Habitualmente se considera que estas conductas suelen ir acompañadas de una desconexión entre el precio observado de los activos y su valor fundamental o sostenible a largo plazo. Más concretamente, uno de los indicadores de referencia en este sentido es el peso de las compras de activos apalancadas (*margin debt*), y la evolución reciente en EE. UU. supone una clara señal de alerta. Las compras de acciones a crédito alcanzaron cerca de 600.000 millones de dólares en agosto, según datos oficiales de la bolsa de Nueva York, lo que representa un nivel récord y muy superior al observado antes del estallido de la burbuja *puntocom* y de la crisis financiera de 2007.

S&P 500: ratio CAPE y CAPE ajustada *



Nota: ** CAPE predicha por el tipo de interés a largo plazo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Robert J. Shiller y Bloomberg.*

Por otro lado, no menos importante, hay que prestar atención a los indicadores que, de forma más directa, intentan evaluar si el precio de un activo se ajusta a su valor fundamental. Como se comenta en el artículo «La economía de las burbujas: un análisis para entender la efervescencia de los precios» del presente Dossier, la estimación del valor fundamental de un activo no es nada sencilla, ya que, para realizarla, es necesario calcular el valor presente de los flujos de caja esperados en el futuro. La ratio CAPE (por las iniciales de Cyclically Adjusted Price to Earnings), que fue desarrollada por el Premio Nobel de Economía Robert J. Shiller y que mide la relación entre el precio de las acciones y el promedio de los beneficios empresariales en los últimos 10 años, suele servir de referencia a la hora de evaluar si el nivel de la bolsa se aleja, o no, de su valor fundamental. Según esta métrica, el S&P 500 exhibe ahora una CAPE de más de 31 puntos, un nivel ampliamente por encima del promedio histórico, que se sitúa alrededor de los 17 puntos. De hecho, la CAPE actual se acerca a los niveles observados en la crisis de 1929, pero todavía permanece lejos del nivel alcanzado antes de la burbuja más reciente, que fue la burbuja *puntocom* que se produjo alrededor de la década de los 2000 (véase el primer gráfico).

Con todo, algunos factores pueden matizar la sobrevaloración que sugieren los indicadores comentados. Primero, esta parece concentrarse en el sector de las empresas tecnológicas, que es donde la revalorización ha sido más intensa recientemente, en particular desde mediados de 2016 (véase el segundo gráfico). Segundo, aunque a primera vista un nivel elevado de compras apalancadas puede parecer preocupante, no es siempre un buen indicador adelantado de la formación de una burbuja. De hecho, si analizamos los datos desde 1959, cada vez que el volumen de compras apalancadas ha alcanzado un nivel récord hasta la fecha, la probabilidad de que el S&P 500 haya exhibido una rentabilidad positiva a un año vista ha sido similar a la que se observa después de un mes de compras apalancadas sin récord.

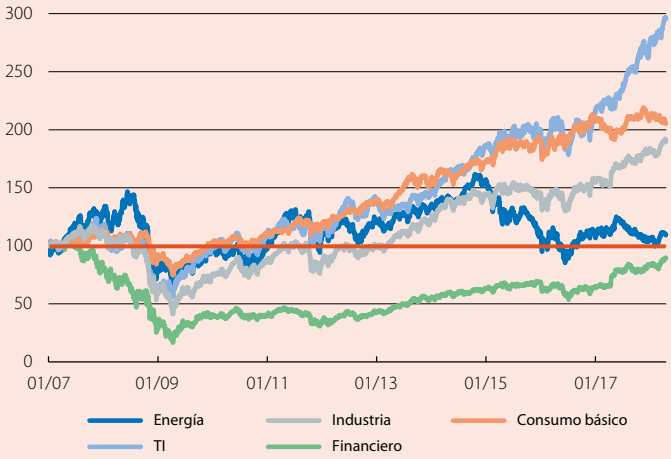
Finalmente, un tercer elemento a tener en cuenta para entender los elevados niveles de la bolsa es el entorno actual de bajos tipos de interés y, sobre todo, las perspectivas de que estos se mantendrán en cotas muy bajas durante mucho tiempo. Y es que en un entorno en el que se prevé que los tipos de interés se mantendrán muy bajos, el valor presente de los flujos de caja futuros aumenta.

Para evaluar hasta qué punto las valoraciones actuales están influenciadas por el ajuste a la baja que se ha producido en los tipos de interés a largo plazo, realizamos un ejercicio sencillo, pero ilustrativo, que pone de manifiesto la importancia de este factor. Concretamente, estimamos la relación histórica entre la CAPE y los tipos de interés a largo plazo. Ello nos permite construir una CAPE ajustada por el nivel de los tipos de interés a largo plazo (el del bono estadounidense a 10 años) en cada momento del

tiempo. Dicho de otra forma, la serie de la CAPE ajustada muestra cuál es el nivel de la CAPE predicho por el tipo de interés a largo plazo a lo largo del tiempo. Como se puede observar en el primer gráfico, la serie de la CAPE ajustada fluctúa mucho menos, y los episodios en los que la CAPE ha sido claramente superior a la CAPE ajustada cabe interpretarlos como momentos en los que las valoraciones no podían ser explicadas por el entorno de tipos de interés. En cambio, en el momento actual, la CAPE no es muy superior a la CAPE ajustada, lo que sugiere que las valoraciones actuales sí que están muy determinadas por el entorno de tipos de interés.

S&P 500: evolución por sectores

Índice (100 = enero 2007)



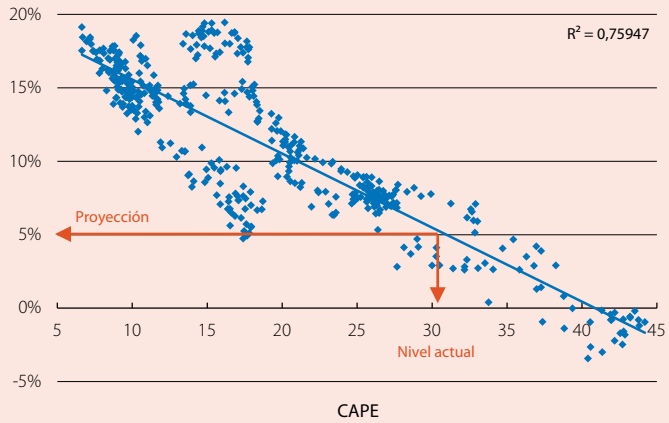
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Por tanto, si los tipos de interés acaban siendo tan bajos como el mercado anticipa, no parece que los precios de los activos de renta variable estén muy sobrevalorados. Sin embargo, aunque hay cierto consenso de que es muy probable que los tipos de interés se mantengan en cotas inferiores al promedio histórico en los próximos años, hay mucha incertidumbre alrededor de la magnitud de este ajuste a la baja.[1] Si finalmente acaban aumentando más de lo que el mercado espera, ello podría conllevar una corrección de los índices bursátiles estadounidenses.

En este caso, un sencillo ejercicio también nos ayuda a valorar la magnitud del fenómeno en cuestión: si el tipo de interés a largo plazo se ajustara de forma repentina hasta el 4% (actualmente se sitúa alrededor del 2,4%), la relación histórica entre la CAPE y los tipos de interés sugiere que el descenso del índice S&P 500 sería del 17% aproximadamente.[2] Naturalmente, este ejercicio hipotético debe tomarse con la debida cautela. Por ejemplo, este no tiene en cuenta ni los motivos que generan la hipotética subida de los tipos de interés a largo plazo, ni mucho menos las consecuencias para el conjunto de la actividad económica de dicho ajuste. De hecho, es de esperar que los tipos de interés vayan aumentando de forma gradual, al compás del crecimiento de la actividad económica y los beneficios empresariales. En cualquier caso, con los niveles actuales de CAPE, no parece que se puedan esperar rentabilidades muy altas en el futuro, ya que la experiencia histórica sugiere que en momentos de CAPE elevada, como los registrados actualmente, la rentabilidad esperada de la bolsa estadounidense en los siguientes 10 años se sitúa alrededor del 5% anual (véase el tercer gráfico).

S&P 500: nivel de la CAPE y rendimientos a largo plazo

Rendimiento a 10 años (anualizado)



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

Dos factores adicionales a los que la bolsa estadounidense se está mostrando sensible son la incertidumbre geopolítica, como la generada por las tensiones con Corea del Norte, y el conjunto de reformas propuestas por la Administración Trump. En este sentido, en las próximas semanas, se espera que el Congreso apruebe la reforma tributaria, que ha sido recibida con optimismo por la comunidad inversora. En cambio, el resto de medidas electorales propuestas, como el impulso de la inversión pública o el giro hacia una política comercial más proteccionista, no se han concretado todavía.

En definitiva, todo apunta a que la incertidumbre alrededor de las elevadas valoraciones bursátiles en EE. UU. se mantendrá elevada en los próximos meses. A corto plazo no se resolverá el enigma sobre el nuevo nivel de equilibrio de los tipos de interés, y la incertidumbre geopolítica y sobre la agenda de la Administración Trump difícilmente se desvanecerá. Sin embargo, parece que los riesgos no están equilibrados, y que es más alta la probabilidad de una corrección que la de mantener la dinámica alcista de los últimos años.

Mathieu Fort
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Véase el Focus «La lucha por la política monetaria del futuro» del IM10/2017.
2. Se asume que los beneficios de los últimos 10 años se mantienen constantes.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: **www.caixabankresearch.com**
Correo electrónico: **research@caixabank.com**

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE 2017)
Clàudia Canals y Josep Mestres, 10/2017

¿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

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