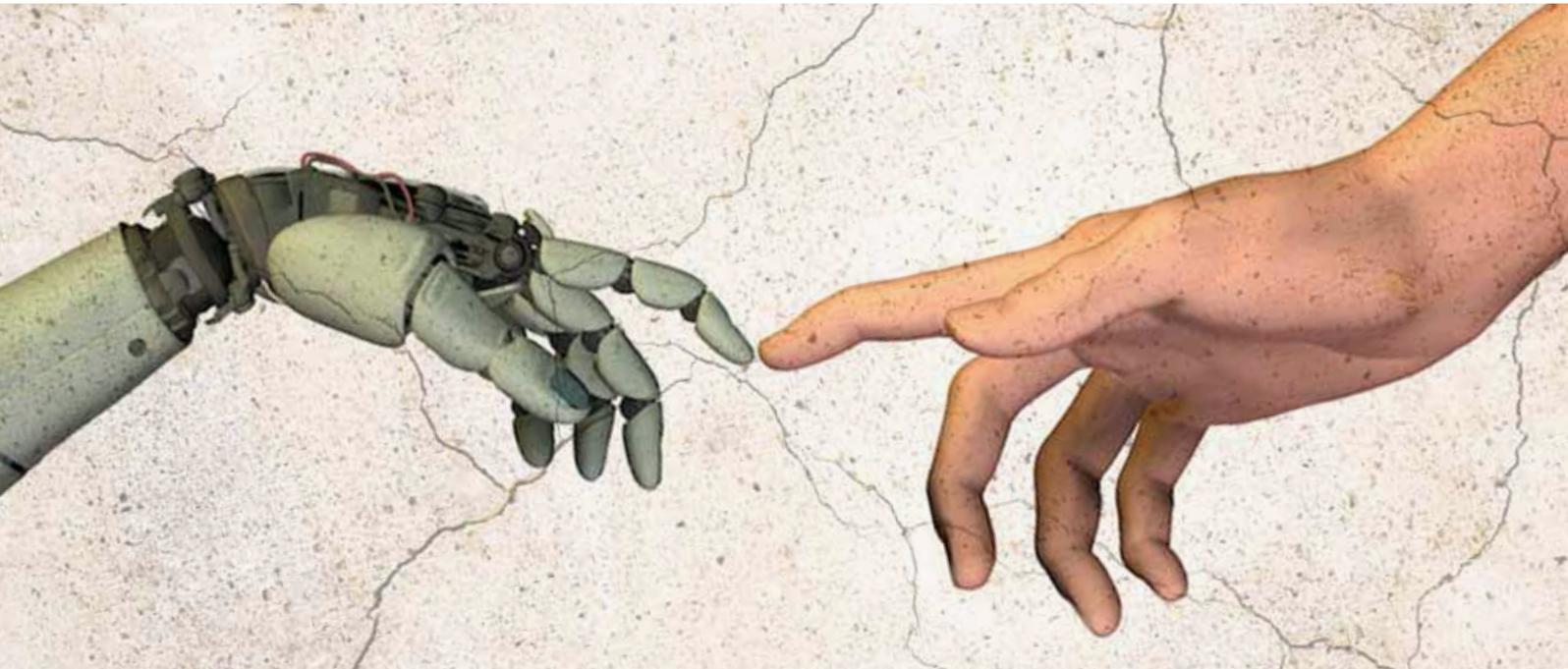


IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 420 | FEBRERO 2018



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Producción de shale: ¿el fin de la edad de oro?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro

UNIÓN EUROPEA

Italia: piano piano non si va lontano

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución salarial y subempleo en el mercado laboral español

DOSSIER: CAMBIO TECNOLÓGICO Y PRODUCTIVIDAD

Revolución tecnológica y desaceleración de la productividad

Por qué crece menos la productividad

Escribiendo el futuro: el cambio de paradigma tecnológico y la nueva economía

INFORME MENSUAL**Febrero 2018****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de enero de 2018

Enric FernándezDirector Corporativo de Planificación
Estratégica y Estudios**Oriol Aspachs**Director de Macroeconomía
y Mercados Financieros**Estel Martín**

Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Producción de shale: ¿el fin de la edad de oro?***11 ECONOMÍA INTERNACIONAL**14 *Ciclo expansivo en los emergentes: algo nuevo, algo viejo
y algo prestado*15 *El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado,
presente y futuro***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La inflación y sus determinantes: una medida de nuestra
ignorancia*22 *Italia: piano piano non si va lontano***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Tensiones en la Seguridad Social*28 *Evolución salarial y subempleo en el mercado laboral español*29 *El efecto positivo de las exportaciones sobre la creación
de empleo***32 DOSSIER: CAMBIO TECNOLÓGICO Y PRODUCTIVIDAD**32 *Revolución tecnológica y desaceleración de la productividad*
Clàudia Canals34 *Por qué crece menos la productividad*
Oriol Carreras Baquer y Adrià Morron Salmeron38 *Escribiendo el futuro: el cambio de paradigma tecnológico
y la nueva economía*
Javier Garcia-Arenas

Cambio tecnológico y crecimiento económico: a nuevas preguntas, nuevas respuestas

Hay pocos temas en los que exista un amplio consenso entre los economistas. Uno de ellos es que, para que mejoren los estándares de vida, es imprescindible un ritmo de crecimiento sostenido de la productividad. Con esta máxima como guía, cabría pensar que los espectaculares avances tecnológicos que están teniendo lugar nos sitúan en una época inmejorable para que la productividad siga creciendo con fuerza. Ello, sin lugar a duda, nos debería permitir mirar al futuro con optimismo.

Sin embargo, el crecimiento de la productividad ha disminuido significativamente. Este fenómeno no es puntual ni concentrado en algunos países, sino que se viene observando de manera sostenida en las principales economías, tanto avanzadas como emergentes. Un ejemplo vale más que mil palabras: en EE. UU., si el crecimiento de la productividad laboral de los últimos cuatro años hubiera sido el del periodo 1996-2007, actualmente el poder adquisitivo de sus ciudadanos sería un 8% más alto de lo que es.

El fenómeno preocupa y ocupa a economistas y agentes responsables de diseñar la política económica. Sin embargo, las recetas que se suelen ofrecer pueden resumirse en un «hace falta más educación y más inversión». Esta fórmula era válida hace décadas, especialmente en la era industrial, pero hoy en día su efectividad no está garantizada.

Como se apunta en los artículos del Dossier, las ocupaciones están cambiando rápidamente y, junto a ello, las habilidades necesarias para sacar el máximo provecho de las nuevas tecnologías. Es imprescindible que el sistema educativo se adapte a estos cambios, no basta con más educación. También la naturaleza de la inversión de la mayoría de las empresas en la actualidad poco tiene que ver con la que se llevaba a cabo hace unas décadas. En EE. UU., la inversión en activos intangibles, como diseño de productos o *software*, es ya claramente superior a la inversión en activos tangibles, como edificios o maquinaria. A pesar de ello, la mayoría de programas de impulso de la inversión se focalizan en el concepto clásico de inversión.

Adaptarse a estos cambios es imprescindible y, seguramente, inevitable. Pero, si se actúa tarde o de manera reactiva, difícilmente se podrá sacar el máximo provecho de las nuevas tecnologías. No basta con reformular las recetas clásicas. Parafraseando a Mario Benedetti, «cuando creíamos que teníamos todas las respuestas, de pronto, nos han cambiado todas las preguntas».

La llamada Cuarta Revolución Industrial ya está transformando de manera profunda tanto la estructura productiva de la economía como el proceso de difusión tecnológica. Las economías del futuro serán las que dispongan del marco más adecuado para dar respuesta a estas nuevas tendencias.

Así, las referencias que normalmente se utilizan para definir las acciones de política económica, como el tamaño empresarial o el sector, deberían incorporar nuevos parámetros que capturen mejor la esencia de la actividad que realizan las nuevas empresas. Nótese que cada vez hay más empresas difícilmente clasificables en un sector específico. Amazon o Google son los ejemplos de referencia, pero la lista es enorme y creciente. Naturalmente, la regulación que define el marco competitivo de las empresas, y en especial la regulación del mercado laboral, también debería ser parte esencial de la nueva agenda de política económica.

Respecto a la difusión tecnológica, se constata la convivencia de un selecto grupo de empresas muy productivas con un sector empresarial mucho más rezagado que no utiliza las mejoras tecnológicas a su alcance. Actuar sobre este segundo grupo tiene un enorme potencial, tanto por su tamaño como por el margen de crecimiento que tiene. Iniciativas que permitan a las empresas adquirir un mejor conocimiento de la evolución de su sector –o de un grupo de empresas de referencia– en tiempo real, utilizando toda la información disponible, pueden actuar como acicate para que adopten las mejores prácticas.

El futuro lo podremos mirar con optimismo si aceptamos que las preguntas han cambiado y somos capaces de ofrecer nuevas respuestas.

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía y Mercados Financieros

31 de enero de 2018

CRONOLOGÍA

ENERO 2018

- 19 La agencia de calificación Fitch mejora la nota crediticia de España, de BBB+ a A-.
- 31 La Autoridad Bancaria Europea (EBA) pone en marcha el test de estrés de la banca europea para el periodo 2018-2020.

DICIEMBRE 2017

- 13 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,25%-1,50%.
- 15 La agencia de calificaciones Fitch sube el *rating* de Portugal a grado de inversión (BBB). El Consejo Europeo ratifica el acuerdo alcanzado con el Reino Unido sobre los términos de separación del *brexit*.
- 20 Se aprueba la reforma fiscal en EE. UU.

NOVIEMBRE 2017

- 2 El Banco de Inglaterra sube el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el 0,50%. Jerome Powell es nominado nuevo presidente de la Reserva Federal de EE. UU. en sustitución de Janet Yellen.
- 30 La OPEP anuncia una prórroga de los recortes de producción hasta finales del año 2018, nueve meses más respecto a lo que se había acordado inicialmente.

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.

AGENDA

FEBRERO 2018

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 8 Índice de producción industrial (diciembre).
- 14 PIB de Japón (4T).
- 19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 20 Comercio exterior (diciembre).
- 27 Avance del IPC (febrero). Índice de sentimiento económico de la eurozona (febrero).
- 28 Balanza de pagos (diciembre).

MARZO 2018

- 1 Contabilidad nacional trimestral (4T).
- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 9 Índice de producción industrial (enero).
- 16 Encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
- 20-21 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 21 Comercio exterior (enero).
- 22 Consejo Europeo.
- 26 Balanza de pagos (4T). Posición de inversión internacional neta (4T).
- 27 Avance del IPC (marzo). Índice de sentimiento económico de la eurozona (marzo).
- 28 Balanza de pagos (enero). Tasa de ahorro de los hogares (4T).

El año empieza con unas perspectivas favorables

La economía global encara el año con optimismo. El continuo goteo de datos macroeconómicos favorables confirma la mejora de la actividad mundial en el tramo final de 2017 y principios de 2018. De este modo, gana firmeza el escenario de CaixaBank Research, que para este año prevé una aceleración del crecimiento del PIB global de 0,2 p. p., hasta el 3,9%. Esta dinámica se verá apoyada, por un lado, por el buen desempeño de las economías emergentes que, más allá de los factores idiosincráticos de cada país, siguen beneficiándose de unas condiciones financieras favorables y el ciclo al alza de las materias primas y, por el otro, por las buenas perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas. En este sentido, los últimos datos referentes a la economía estadounidense están reafirmando su buena marcha. El crecimiento intertrimestral del PIB de EE. UU., por ejemplo, se emplazó en el 0,6% en el 4T 2017, y todo apunta a que esta tendencia tendrá continuidad a lo largo de 2018 apoyada, entre otros elementos, en la reforma fiscal impulsada por Trump.

Con todo, los riesgos siguen siendo elevados. Entre ellos, seguimos destacando el elevado crecimiento de la deuda global, en particular entre algunas economías emergentes, así como la complacencia que ha generado el entorno de bajos tipos de interés y que puede haber alimentado el proceso de formación de algunas burbujas financieras. En este sentido, es probable que, a medida que la inflación en las principales economías desarrolladas vaya consolidando su tendencia al alza, los tipos de interés también vayan aumentando. Este fenómeno es especialmente relevante en EE. UU., donde es probable que ello produzca episodios de correcciones en los mercados financieros como los vividos recientemente. También es de relieve el repunte del precio del petróleo que, de acentuarse, podría acabar mermando el crecimiento de la actividad mundial.

Europa sorprende al alza. El cambio de marcha en el ritmo de crecimiento experimentado por la eurozona durante el 2017 augura un buen 2018. Además, los factores de apoyo con los que cuenta la economía europea, como la mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento, atenazada hasta hace poco por la incertidumbre política, la aceleración del crecimiento global y la política monetaria acomodaticia del BCE, se mantendrán activos a lo largo de 2018. Por tanto, la actual previsión de crecimiento de CaixaBank Research para 2018, del 2,2%, presenta claros riesgos al alza.

El BCE sigue el guion previsto, pero genera debate. La mejora de las perspectivas económicas y la recién apreciación del euro habían generado cierta expectación sobre cómo se posicionaría el BCE. Sin embargo, en su última reu-

nión, Mario Draghi reiteró el mensaje de los últimos meses, esto es, que se mantendrá el actual ritmo de compras netas de activos hasta, al menos, septiembre de 2018, y, solo entonces, y dejando un margen significativo de tiempo, procederá a subir tipos de forma muy gradual. La clave de este escenario está en la previsión de la inflación. A pesar de la mejora económica, el BCE sigue enfatizando que la recuperación de la inflación está siendo muy gradual y, por tanto, según el BCE, el proceso de normalización monetaria también tiene que serlo.

Los factores políticos siguen siendo la principal fuente de incertidumbre de la eurozona. En primer lugar, destacan las elecciones del 4 de marzo en Italia, de las que se espera que emerja un parlamento muy fragmentado y un Gobierno con escaso margen de maniobra. En segundo lugar, aunque la consecución de un acuerdo sobre la primera fase de las negociaciones ha aumentado la probabilidad de un *brexít* suave, es probable que durante la segunda fase de las negociaciones se vuelvan a producir episodios de tensión entre el Reino Unido y la UE. Sin embargo, creemos que la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido es muy baja y que el proceso culminará con un acuerdo sobre un periodo de transición entre ambos bloques. Finalmente, en Alemania, las negociaciones para formar gobierno entre conservadores y socialdemócratas, en caso de llegar a buen puerto, podrían suponer cierto impulso para el proyecto europeo.

Las mejoras en el escenario macroeconómico de España y Portugal son premiadas por los mercados. Tras la publicación del avance del crecimiento del PIB del 4T 2017 (0,7%), se confirma que España creció un 3,1% en 2017. Así, la economía acumula tres años consecutivos de crecimiento por encima del 3%, superando así de manera sostenida a la mayoría de economías desarrolladas. Para 2018, prevemos una ligera ralentización del crecimiento debido a un menor empuje de los vientos de cola (subida del precio del petróleo y finalización del proceso de compresión de tipos de interés). Con todo, el carácter más equilibrado de esta nueva etapa (crecimiento compaginado con superávits en la cuenta corriente, con ajustes del déficit público y desapalancamiento del sector privado) está teniendo su recompensa, y la notable disminución de la prima de riesgo, que ya se sitúa entre los 70 y 80 p. b., es un buen ejemplo de ello. Por lo referente a Portugal, los buenos datos de actividad de finales del 2017 sugieren que la economía continuará creciendo por encima del 2% durante el 2018. Fruto de estas buenas perspectivas, de una dinámica más favorable de la deuda pública y de los avances realizados en el proceso de reestructuración de la banca, Fitch mejoró el *rating* del país de BBB a BB+.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,2	3,7	3,9	3,8	3,7	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8
Países desarrollados	1,7	2,3	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3	2,1
Estados Unidos	1,5	2,3	2,5	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	2,6	2,4
Eurozona	1,8	2,5	2,2	1,7	2,4	2,8	2,7	2,6	2,3	2,1
Alemania	1,9	2,6	2,3	1,8	2,3	2,8	3,0	2,7	2,5	2,2
Francia	1,1	1,9	2,3	2,0	1,9	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3
Italia	1,1	1,6	1,3	1,0	1,5	1,7	1,7	1,4	1,3	1,2
Portugal	1,5	2,7	2,3	2,2	3,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3
España	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,1	2,8	2,5	2,3
Japón	0,9	1,7	1,3	1,0	1,7	2,1	1,7	1,7	1,2	0,9
Reino Unido	1,9	1,8	1,5	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Países emergentes	4,4	4,7	4,9	5,0	4,6	4,8	4,8	5,0	4,9	4,9
China	6,7	6,9	6,5	6,3	6,9	6,8	6,8	6,6	6,5	6,4
India	7,9	6,3	7,3	7,5	5,7	6,3	7,0	7,0	7,2	7,4
Indonesia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,0	5,1	5,3	5,5	5,5	5,5
Brasil	-3,5	0,9	2,3	2,7	0,4	1,4	1,8	1,6	2,3	2,5
México	2,9	2,1	2,2	2,4	1,9	1,5	1,8	1,9	2,2	2,3
Chile	1,6	1,4	2,6	3,0	1,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,6
Rusia	-0,3	1,7	1,8	2,1	2,5	1,8	2,0	1,9	1,8	1,6
Turquía	3,2	6,5	3,7	3,6	5,4	11,1	4,3	4,5	4,0	3,3
Polonia	2,9	4,5	3,4	2,9	4,3	5,2	4,1	3,8	3,7	3,1
Sudáfrica	0,4	0,9	1,2	1,3	0,5	1,0	1,3	1,7	1,3	1,0
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3
Países desarrollados	0,8	1,7	1,9	1,9	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1
Estados Unidos	1,3	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0	2,1	2,0	2,5	2,5
Eurozona	0,2	1,5	1,4	1,8	1,5	1,5	1,4	1,2	1,3	1,5
Alemania	0,4	1,7	1,5	1,9	1,6	1,7	1,6	1,4	1,4	1,6
Francia	0,3	1,2	1,3	1,7	1,0	0,9	1,2	1,1	1,2	1,3
Italia	0,0	1,3	1,2	1,6	1,6	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2
Portugal	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,3	1,8	1,6	1,4	1,8
España	-0,2	2,0	1,6	1,8	2,0	1,7	1,4	1,1	1,6	1,9
Japón	-0,1	0,4	1,0	0,9	0,4	0,6	0,5	1,2	1,0	1,1
Reino Unido	0,7	2,7	2,4	2,3	2,7	2,8	3,0	2,4	2,5	2,3
Países emergentes	4,3	3,9	4,4	4,3	3,8	3,8	4,1	4,4	4,4	4,5
China	2,0	1,6	2,1	2,3	1,4	1,6	1,8	2,4	2,4	2,2
India	4,9	3,3	4,6	4,9	2,2	3,0	4,6	4,7	4,5	4,9
Indonesia	3,5	3,8	3,8	4,6	4,3	3,8	3,3	3,1	3,6	4,0
Brasil	8,8	3,5	3,8	4,3	3,6	2,6	2,8	3,3	3,9	4,0
México	2,8	6,0	4,0	3,6	6,1	6,5	6,6	4,9	3,8	3,8
Chile	3,8	2,2	2,9	3,0	2,3	1,7	2,2	2,6	3,0	3,0
Rusia	7,1	3,7	3,6	4,0	4,2	3,4	2,6	2,9	3,2	4,0
Turquía	7,8	11,1	8,8	8,5	11,5	10,6	12,3	10,0	9,0	8,5
Polonia	-0,2	1,6	2,2	2,5	1,5	1,5	1,8	2,0	2,3	2,3
Sudáfrica	6,3	5,3	5,1	5,4	5,3	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4

Previsiones

Economía española

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,9	2,4	2,0	1,9	2,4	2,4	2,6	2,4	2,1	1,9
Consumo de las AA. PP.	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,9	1,2	1,1	0,9
Formación bruta de capital fijo	3,3	4,9	3,2	3,0	3,8	5,4	5,4	3,4	3,6	3,0
Bienes de equipo	4,9	5,8	3,5	2,6	3,8	6,1	7,2	3,8	4,7	2,9
Construcción	2,4	4,3	2,9	3,2	4,0	4,9	4,2	2,8	2,5	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,5	2,6	2,0	1,9	2,3	2,7	2,9	2,3	2,2	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,8	5,2	4,1	4,2	4,4	4,9	5,1	2,9	3,9	5,1
Importación de bienes y servicios	2,7	4,0	3,2	3,2	2,3	4,0	5,0	1,8	3,4	4,2
Producto interior bruto	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,1	2,8	2,5	2,3
Otras variables										
Empleo	3,0	2,8	2,1	2,0	2,9	2,9	2,6	2,3	2,2	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	19,6	17,2	15,6	13,9	17,2	16,4	16,5	16,8	15,7	15,0
Índice de precios de consumo	-0,2	2,0	1,6	1,8	2,0	1,7	1,4	1,1	1,6	1,9
Costes laborales unitarios	-0,6	-0,2	0,8	1,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	0,7	0,9
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,1	2,0	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Saldo público (acum., % PIB) ²	-4,3	-3,1	-2,5	-2,1						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,51	1,10	1,75	2,52	1,05	1,25	1,30	1,50	1,58	1,83
Líbor 3 meses	0,74	1,26	2,05	2,77	1,20	1,32	1,47	1,76	1,95	2,15
Líbor 12 meses	1,37	1,79	2,30	2,86	1,75	1,73	1,92	2,10	2,23	2,37
Deuda pública a 2 años	0,84	1,39	2,44	3,16	1,28	1,36	1,69	2,06	2,31	2,57
Deuda pública a 10 años	1,84	2,33	2,88	3,52	2,26	2,24	2,38	2,57	2,77	2,98
Euro										
Refi BCE	0,01	0,00	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,26	-0,33	-0,33	-0,07	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33
Euríbor 12 meses	-0,03	-0,15	-0,17	0,22	-0,13	-0,16	-0,19	-0,18	-0,18	-0,18
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,58	-0,75	-0,50	0,06	-0,74	-0,72	-0,74	-0,62	-0,54	-0,46
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,10	0,36	0,67	1,39	0,31	0,42	0,38	0,53	0,61	0,71
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,13	1,20	1,22	1,10	1,17	1,18	1,20	1,19	1,20
¥/€	120,30	126,64	133,93	138,06	122,21	130,38	132,92	134,15	132,83	133,68
£/€	0,82	0,88	0,88	0,86	0,86	0,90	0,89	0,89	0,88	0,87
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	45,04	54,83	62,71	63,75	50,92	52,18	61,54	64,83	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	52,40	52,29	46,34	44,84	51,95	54,18	51,92	51,96

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

Previsiones

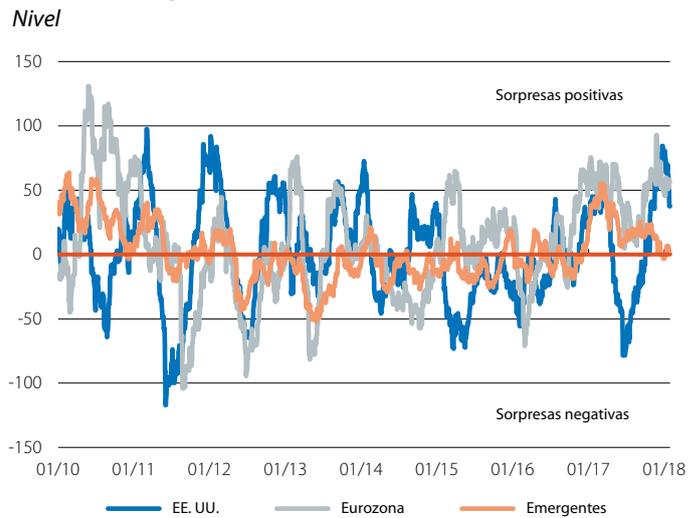
COYUNTURA · Los mercados financieros empiezan el año con fuertes movimientos

Enero de contrastes en los mercados. Apoyados en el buen desempeño macroeconómico con el que terminó el año 2017 y las mejores perspectivas de crecimiento con las que empieza 2018, en enero los tipos de interés soberanos repuntaron con fuerza, especialmente en EE. UU. y el núcleo de la eurozona. Paralelamente, en las primeras semanas del mes, la exuberancia se impuso en las bolsas y los principales índices estadounidenses, europeos y de las economías emergentes experimentaron importantes revalorizaciones. Sin embargo, en la última semana de enero, tras los mensajes de continuidad que, en sus primeras reuniones de 2018, emitieron el Banco Central Europeo (BCE) y, especialmente, la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed), los tipos de interés soberanos consolidaron el avance pero, al reforzarse la perspectiva de endurecimiento gradual de las condiciones financieras estadounidenses y la expectativa de que en 2018 el BCE iniciará el camino hacia la normalización de la política monetaria, las principales bolsas internacionales moderaron sus ganancias y empezaron a sufrir pérdidas en las últimas sesiones del mes.

Los factores de riesgo permanecen latentes. Las elevadas cotizaciones bursátiles se han beneficiado de un escenario en el que se combinan las buenas perspectivas de crecimiento y la expectativa de que la inflación de las economías avanzadas se mantendrá contenida, lo que apoya un escenario de normalización gradual de los tipos de interés. Sin embargo, este entorno puede ser proclive a generar excesos de complacencia, especialmente dada la existencia de dudas alrededor de la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense. A ello hay que sumarle el hecho de que, gradualmente, EE. UU. se adentra en una fase más madura del ciclo, con un mercado laboral en pleno empleo y un mayor riesgo de sorpresas al alza de la inflación, ante las que la Fed podría endurecer la política monetaria más de lo esperado. Finalmente, no hay que olvidar las tensiones geopolíticas latentes (entre otros, los conflictos entre Irán y Arabia Saudí y entre EE. UU. y Corea del Norte), ante las que en 2017 ya vivimos episodios puntuales de repunte de la volatilidad financiera.

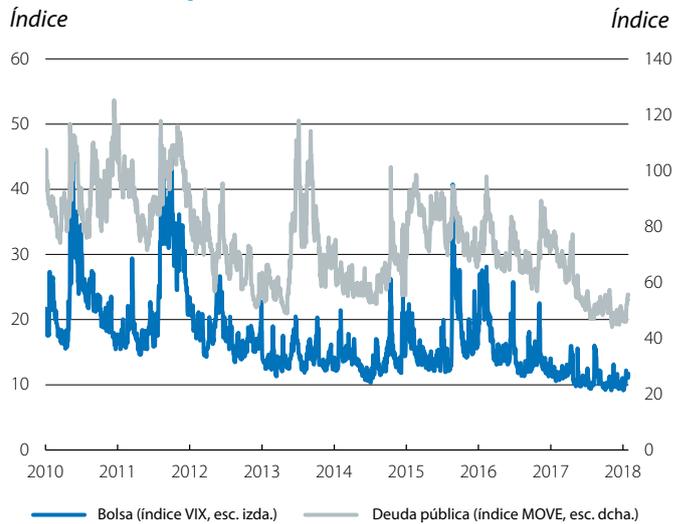
De más a menos en las bolsas desarrolladas. Mientras que, en 2017, en un escenario con importantes focos de incertidumbre, las bolsas habían empezado el año con pérdidas, en 2018 la mayoría de los índices bursátiles de las economías desarrolladas empezaron el año con unas primeras semanas de exuberancia y ganancias muy significativas. No obstante, esta tónica empezó a revertirse en las últimas sesiones del mes y los principales índices bursátiles sufrieron las primeras sesiones en negativo. Con todo, en el conjunto de enero, la bolsa estadounidense siguió adentrándose en máximos históricos (el índice S&P 500 aumentó cerca de un 6%, mientras que en la

Índice de sorpresas económicas



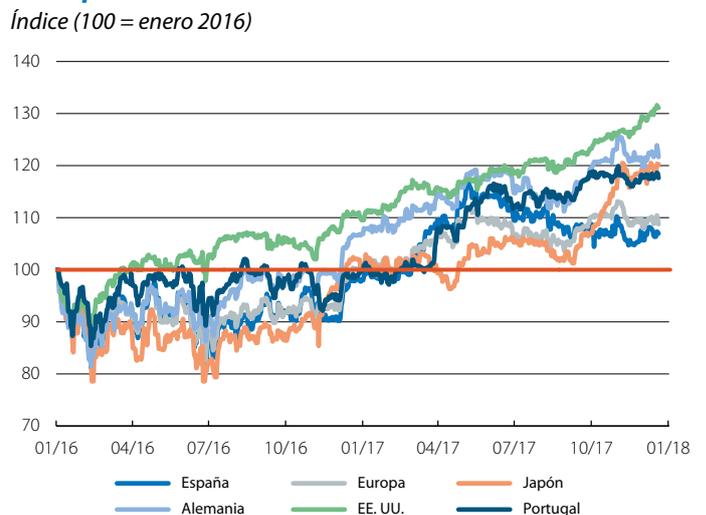
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

Principales bolsas avanzadas



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

eurozona el índice Eurostoxx 50 avanzó un +3,0% y el MIB italiano un +7,6%), el Ibex 35 español un +4,0%, el PSI 20 portugués un +3,4%, el CAC 40 francés un +3,2% y el DAX alemán un +2,1%.

La Fed prepara tres subidas de tipos en 2018. Tal y como se esperaba, en la primera reunión del año, la Fed no ajustó los parámetros de su política monetaria y mantuvo el tipo de interés de referencia objetivo en el intervalo 1,25%-1,50%. Sin embargo, tras reforzar, el pasado diciembre, la perspectiva de tres nuevas subidas de tipos en 2018, en la reunión de enero la Fed mandó un mensaje continuista y presentó una valoración del escenario macroeconómico algo más positiva. Con ello, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) indicaron que, a lo largo de 2018, esperan que la inflación se mueva al alza y se estabilice, a medio plazo, alrededor del objetivo del 2%, por lo que también reiteraron la necesidad de proseguir con alzas graduales de los tipos de interés. Tras estos mensajes de continuidad, Janet Yellen celebró su última reunión como miembro del FOMC, que presidía desde febrero de 2014. Bajo su mandato, la Fed realizó las cinco primeras subidas de tipos desde la gran recesión de 2007-2009 y puso fin al ciclo de medidas de política monetaria no convencional, con la activación el pasado octubre de una estrategia de reducción del balance relativamente automática. Jerome Powell toma el mando de la Fed a partir del 3 de febrero.

El BCE reitera que no espera subir tipos hasta bastante después del fin del QE. Pese a que la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno (CG) del BCE se había saldado sin grandes novedades, la publicación de las actas de la reunión a principios de enero desveló que el CG empezaba a valorar endurecer la comunicación. Los inversores interpretaron este mensaje como una pista que preparaba el terreno para el fin del QE y redoblaron el interés en la reunión del BCE de enero. Sin embargo, en la reunión del 25 de enero, el CG mantuvo sin cambios su comunicación y reiteró que el QE procederá a un ritmo de 30.000 millones de euros mensuales hasta, al menos, septiembre de 2018. Además, el BCE reforzó la expectativa de que no realizará subidas de tipos hasta bastante después de terminar las compras netas. Por último, Draghi volvió a destacar que la volatilidad del tipo de cambio de los últimos meses supone una fuente de riesgo para la economía de la eurozona, mencionando que, aunque gran parte del movimiento refleja la mejora de las perspectivas macroeconómicas europeas, parte de él también es reflejo de la comunicación de la Administración Trump. En conjunto, aunque la reunión se saldó sin grandes novedades, el BCE volvió a realizar una valoración positiva del escenario y, de este modo, se espera que en las próximas reuniones el CG empiece a endurecer su comunicación para preparar el fin de las compras netas de activos a finales del año.

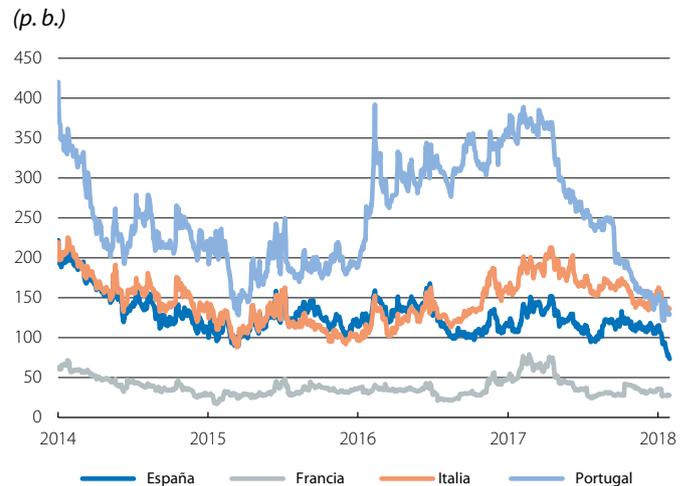
Los tipos de interés soberanos flexionan al alza y las primas de riesgo se reducen. Los tipos de interés soberanos repuntaron con fuerza, especialmente en EE. UU. (donde el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años aumentó en más de 30 p. b. y se situó en niveles no vistos desde 2014) y Alemania. Además,

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



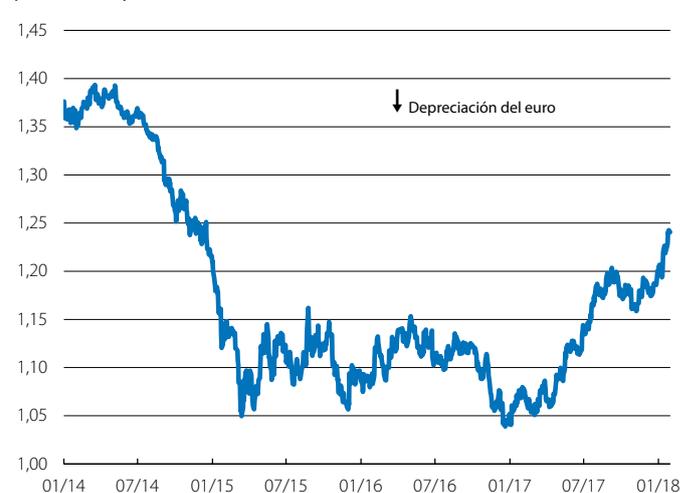
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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.

las primas de riesgo de las economías de la periferia de la eurozona se movieron marcadamente a la baja. En concreto, la prima española se benefició de la mejora del *rating* soberano realizada por Fitch el 19 de enero (de BBB+ a A) y experimentó una reducción de más de 35 p. b., alcanzando valores mínimos desde 2009 y fluctuando entre los 70 y los 80 p. b. Por su parte, la prima de riesgo soberana de Portugal se redujo en más de 20 p. b. y se situó en valores mínimos desde 2010, mientras que, en Italia, la prima de riesgo también cayó en alrededor de 20 p. b. pese a que persiste la incertidumbre alrededor de las elecciones generales del próximo marzo.

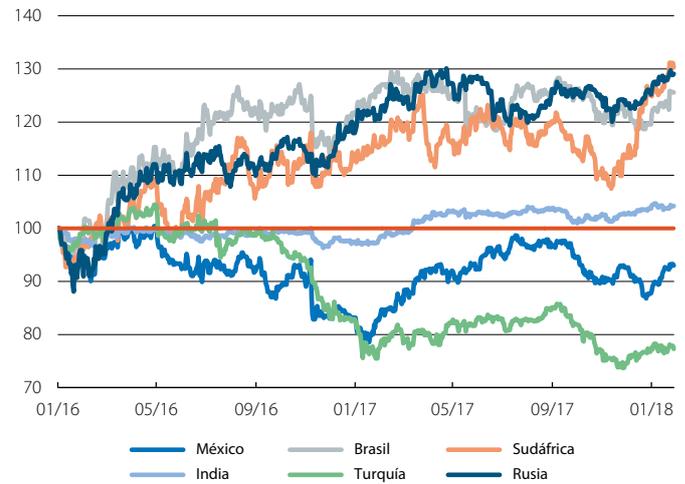
El dólar sigue debilitándose. Después de que el euro se estabilizara alrededor de los 1,18 dólares en diciembre, a principios de enero, con la publicación de las actas de la reunión del BCE, el euro retomó la senda de apreciación y cerró el mes alrededor de los 1,24 dólares. La depreciación del dólar no se produjo solamente frente al euro, sino que también se debilitó frente a la mayoría de divisas emergentes. Entre ellas, destacaron las apreciaciones del peso mexicano, que ganó alrededor de un 6%, y el real brasileño. Además de los elementos idiosincráticos de cada región, los movimientos del dólar coincidieron con declaraciones políticas de la Administración Trump. En particular, el cruce eurodólar superó los 1,25 dólares tras las declaraciones de Steven Mnuchin, secretario del Tesoro americano, en las que señalaba las ventajas comerciales de tener un dólar depreciado, mientras que, días después, cuando Trump se posicionó a favor de un dólar fuerte, este reaccionó apreciándose frente a las principales divisas.

Las bolsas de las economías emergentes, al son del sentimiento inversor global. Los mercados de renta variable de las economías emergentes también iniciaron el mes de enero con ganancias notables. En concreto, en las tres primeras semanas del mes, el índice MSCI para el conjunto de la región avanzó más de un 9% y, entre las principales economías emergentes, destacó la notable subida del índice ruso RTS, que se benefició del aumento del precio del crudo y registró unas ganancias superiores al 13%, mientras que, en América Latina, las revalorizaciones estuvieron lideradas por Brasil y Argentina y, en China, la bolsa llegó a alcanzar un avance superior al 7%. Sin embargo, al igual que en las economías avanzadas, en las últimas sesiones del mes las bolsas emergentes empezaron a revertir las ganancias, con retrocesos acumulados del -1,5% en el conjunto de los emergentes, con las que, en el global del mes, el índice MSCI para el conjunto de la región moderó el avance hasta el 8,3%.

El precio del petróleo vuelve a repuntar. El precio del barril de calidad Brent dio continuidad a la senda alcista de la última semana de 2017 y se situó ligeramente por debajo de los 70 dólares. Además de apoyarse en la prolongación del acuerdo de recorte de la producción de la OPEP, anunciado a finales de noviembre de 2017, en las últimas semanas distintos factores temporales, como la debilidad del dólar y las tensiones geopolíticas entre Arabia Saudí e Irán, se sumaron al optimismo inversor para impulsar el precio del crudo al alza.

Divisas emergentes frente al dólar

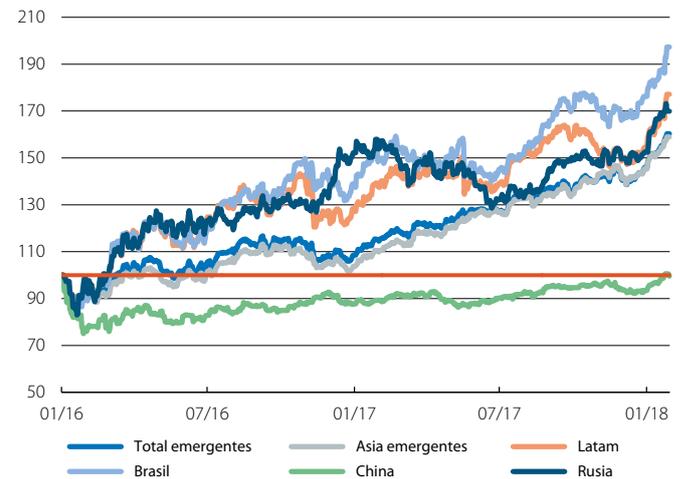
Índice (100 = enero 2016)



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

Bolsas emergentes por geografía

Índice (100 = enero 2016)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

FOCUS · Producción de shale: ¿el fin de la edad de oro?

Recientemente, el precio del barril de Brent alcanzó los 70 dólares y llegó a su nivel más alto desde junio de 2015, alentado por el anuncio de la OPEP de una prórroga de los recortes de producción hasta finales de 2018. Sin embargo, a pesar del fuerte compromiso observado hasta el momento por parte del cártel para reducir el exceso de oferta, existen dudas sobre el recorrido al alza de los precios actuales. En parte, estas dudas son consecuencia de la incertidumbre que rodea al sector del petróleo de esquisto (*shale oil*): un posible repunte de producción del *shale* podría provocar una presión bajista sobre el precio del crudo, como ya ocurrió en 2014.

Si bien no existe una estimación precisa del umbral de rentabilidad de los productores de *shale*, las distintas estimaciones publicadas en el sector apuntan a que se encuentra entre los 50 y los 60 dólares por barril. Esto significa que un precio por encima de este intervalo permite cubrir los elevados costes de producción, lo que incentiva a los productores de *shale* a seguir aumentando la oferta en el mercado internacional. Las nuevas previsiones de oferta de petróleo de varios analistas ya reflejan estas expectativas. Así, la Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) prevé que la producción llegue casi a duplicarse, pasando de 6,5 millones de barriles diarios (mbd) en 2015 a cerca de 12 mbd en 2025. A finales de 2017, la propia OPEP revisó también notablemente al alza sus previsiones de producción de *shale*, con un aumento del 56% respecto a sus previsiones anteriores. Con todo, parece que las posibilidades de ganancias de productividad del sector se han reducido significativamente después de unos años en los que los cambios tecnológicos permitieron aumentar la producción de forma significativa.

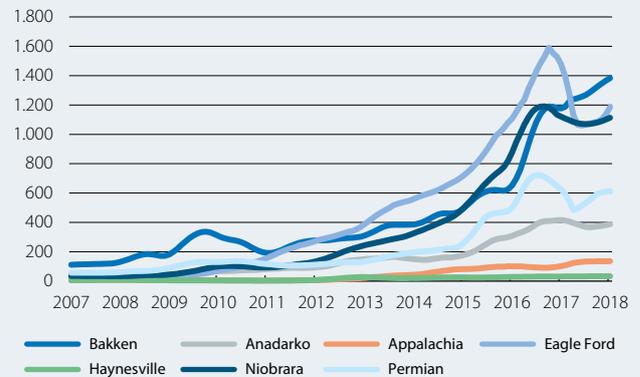
Uno de los factores que limita las ganancias de productividad es el tiempo necesario para perforar un pozo, variable que ha dado señales de estabilización recientemente, tras haberse reducido con fuerza entre 2013 y 2016 (lo que contribuyó a aumentar la producción).

No solo el tiempo de perforación de los pozos muestra signos de haberse estabilizado, sino también la manera de perforarlos. Al inicio del *boom* de la producción de *shale*, gran parte de las ganancias de productividad provino de un cambio de pozos verticales a pozos horizontales, mucho más productivos. Hoy en día, la mayoría de los pozos están perforados de este modo, por lo que las posibilidades de mejoras de productividad que provengan de este cambio están casi agotadas.

Finalmente, hay indicios de que la técnica de fractura hidráulica que permitió una mejora significativa del rendimiento de los pozos está llegando a su límite. Así, según

Productividad de las plataformas de shale *

(Miles de barriles por día)



Nota: * Nivel de producción de los nuevos pozos por plataforma en las principales regiones de producción de shale.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Energy Information Administration.

Kayrros, una firma de investigación especializada en energía, la productividad ajustada por la longitud del pozo de la cuenca de Permian, la zona más productiva de EE. UU., dejó de crecer en 2016 e incluso empezó a bajar en 2017.

En definitiva, más allá de las actuaciones de la OPEP, que serán muy importantes para reequilibrar el mercado, habrá que vigilar de cerca la reacción de los productores de *shale* a un precio más elevado. De momento, los interrogantes existentes sobre la capacidad de aumento de producción en el sector del *shale* prometen que la incertidumbre en torno a la evolución del precio del crudo seguirá siendo elevada.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-ene	29-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (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	0,1	-0,1
Euríbor 12 meses	-0,19	-0,19	0	-0,4	-8,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,56	-0,64	8	7,8	10,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,53	-0,63	10	9,7	16,9
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,70	0,43	27	27,3	26,4
Deuda pública a 10 años (España)	1,43	1,57	-14	-13,7	-16,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	73	114	-41	-41,0	-43,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,50	1,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 meses	1,78	1,69	9	8,6	74,5
Líbor 12 meses	2,27	2,11	16	16,3	55,7
Deuda pública a 1 año	1,88	1,73	15	14,8	112,1
Deuda pública a 2 años	2,14	1,88	26	25,7	93,6
Deuda pública a 10 años	2,71	2,41	30	30,5	25,7

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-ene	29-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	44	45	-1	-0,6	-29,0
Itraxx Financiero Sénior	42	44	-2	-1,7	-48,4
Itraxx Financiero Subordinado	97	105	-8	-8,0	-116,0

Tipos de cambio

	31-ene	29-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,241	1,201	3,4	3,4	15,0
¥/€	135,540	135,280	0,2	0,2	11,3
£/€	0,875	0,888	-1,5	-1,5	1,9
¥/\$	109,190	112,690	-3,1	-3,1	-3,2

Materias primas

	31-ene	29-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	443,4	432,3	2,6	2,6	2,5
Brent (\$/barril)	69,1	66,9	3,3	3,3	24,0
Oro (\$/onza)	1.345,2	1.303,1	3,2	3,2	11,1

Renta variable

	31-ene	29-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.823,8	2.673,6	5,6	5,6	23,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.609,3	3.504,0	3,0	3,0	11,7
Ibex 35 (España)	10.451,5	10.043,9	4,1	4,1	12,2
Nikkei 225 (Japón)	23.098,3	22.764,9	1,5	21,4	21,3
MSCI emergentes	1.254,6	1.158,5	8,3	8,3	38,0
Nasdaq (EE. UU.)	7.411,5	6.903,4	7,4	7,4	32,0

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

COYUNTURA · Crecimiento global dinámico, con riesgos equilibrados

El crecimiento mundial mantendrá una velocidad de crucero elevada en 2018 y 2019. En el tramo final de 2017, los indicadores de actividad tendieron a mejorar, lo que avala el escenario de referencia que CaixaBank Research maneja para 2018, año en el cual se espera un avance del PIB mundial del 3,9% (a comparar con el crecimiento del 3,7% estimado para 2017). En 2019, el ritmo de actividad mundial esperamos que se mantenga en un elevado 3,8%. La inflación, por su parte, se incrementará levemente en 2018, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Los factores que sustentan esta expansión son conocidos. De entrada, en las economías avanzadas la política monetaria seguirá siendo acomodaticia (incluso en EE. UU., que proseguirá con la normalización monetaria). Un segundo elemento global que sustentará la aceleración de la actividad es la recuperación del precio del petróleo y otras materias primas, que favorecerá a los exportadores sin erosionar excesivamente el crecimiento de los importadores. En tercer lugar, previsiblemente se dará la intensificación de la dinámica de recuperación emergente que se intuía en el tramo final de 2017 en emergentes como Rusia y Brasil, y la expansión económica de otros países como la India y otros de Asia emergente, como Indonesia. Como es obvio, la salvedad más notoria a esta tendencia la encarna China, que probablemente continuará su gradual desaceleración en 2018 y 2019.

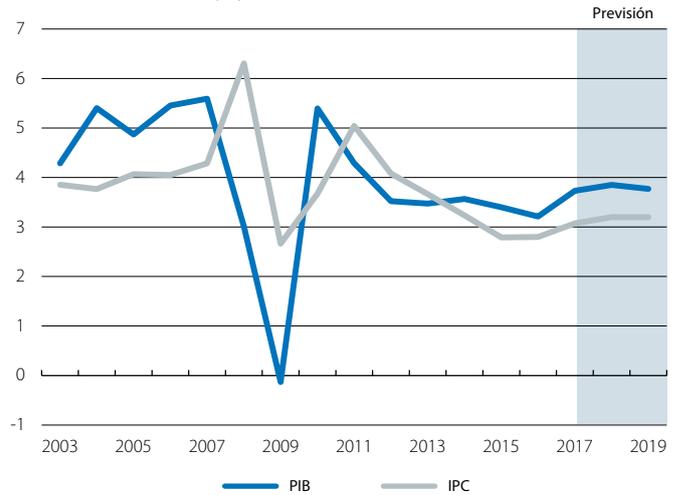
Un balance de riesgos equilibrado. Tras varios años en los que el conjunto de riesgos estaba sesgado hacia un eventual menor crecimiento, las perspectivas inmediatas se ven acompañadas por un balance de riesgos equilibrado. En esta valoración existe un notable consenso entre los analistas, como se constata en la reciente revisión de perspectivas económicas del FMI. Así, manejando un escenario central semejante al acabado de mencionar, el Fondo considera que, a pesar de que siguen siendo ámbitos que vigilar una posible corrección en los mercados financieros y el frente político y geopolítico, los riesgos a la baja y al alza a corto plazo quedan compensados. La visión se tiñe de más matices si nos situamos en una perspectiva de medio plazo, ya que aquí se mantienen en el radar aspectos de fondo como el creciente nivel de deuda global; el auge de los populismos; la incertidumbre de origen geopolítico; las dudas sobre el aterrizaje suave y los riesgos financieros, inmobiliarios y cambiarios de China, y el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en los emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores. La lista no es menor, ni los factores de riesgo despreciables.

ESTADOS UNIDOS

Para empezar bien 2018, nada como acabar 2017 con buen pie. El ritmo de actividad estadounidense en el tramo final de

PIB e IPC mundial

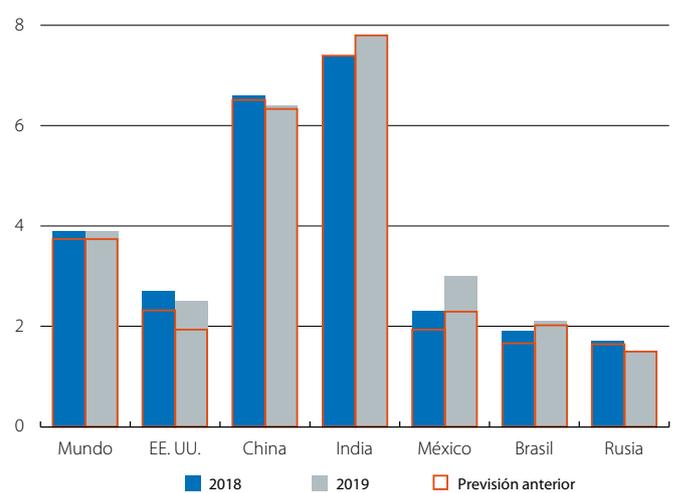
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

FMI: previsiones del PIB para 2018 y 2019

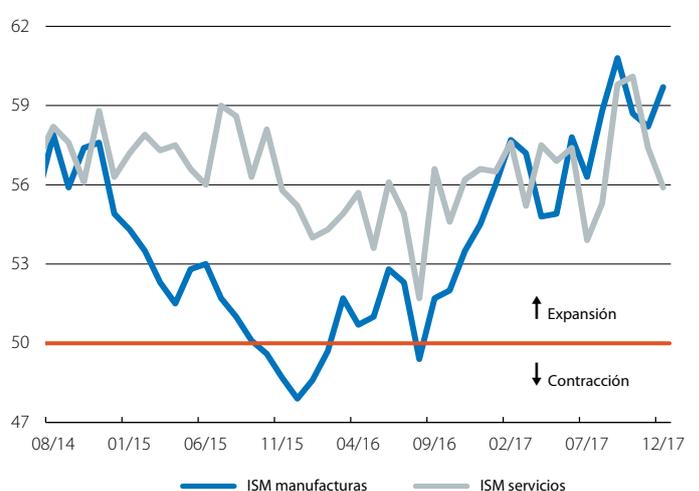
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero 2018).

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

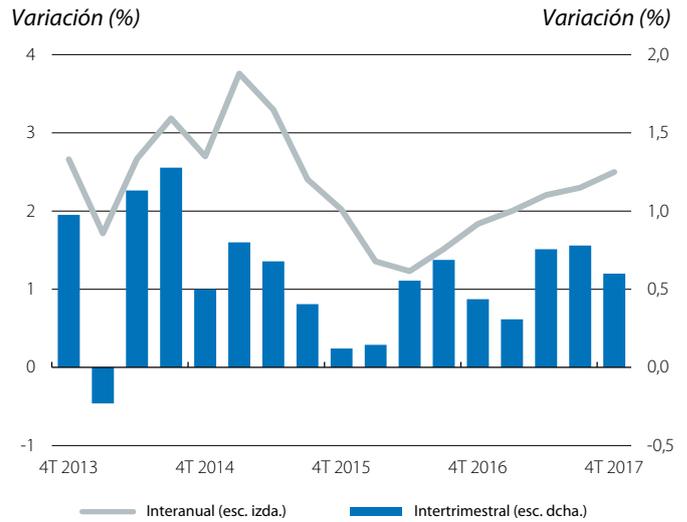
2017 ganó tracción de forma apreciable. Así, por ejemplo, los indicadores de confianza empresarial (ISM) de manufacturas y de servicios se situaron en diciembre muy por encima del nivel de los 50 puntos, apuntando a una clara expansión de la actividad secundaria y terciaria. Una lectura similar se desprende del indicador de confianza del consumidor, que en diciembre cerró su mejor trimestre desde el 4T 2000. Este fuerte impulso de la actividad facilitará, lógicamente, un inicio fuerte de 2018. Este contexto positivo no fue empañado por el cierre temporal de los servicios no esenciales del Gobierno federal de EE. UU. debido al no acuerdo para extender los gastos federales, en no poca medida porque, como ya había sucedido en las 12 ocasiones que se ha dado esta situación desde 1981, la paralización de servicios se resolvió en pocos días.

La buena tónica de final de 2017 se confirmó a nivel agregado con la publicación del PIB del 4T. En dicho periodo, la tasa de avance intertrimestral se situó en el 0,6% (2,5% interanual), reflejando el buen tono expansivo de la economía estadounidense. Por componentes de demanda, el mantenimiento del significativo ritmo de crecimiento se apoyó en el notable avance del consumo privado, la fuerte mejora de la inversión y el incremento en el gasto público, que compensaron la relevante contribución negativa del componente existencias. Esta robusta demanda interna apunta a una inercia de crecimiento que se debería prolongar a los próximos trimestres.

Atención al recalentamiento. La aceleración de la actividad se da en un momento en que la economía se encuentra en una situación cercana al pleno empleo. En diciembre se crearon 148.000 puestos de trabajo, lo cual sitúa el promedio mensual del año 2017 en 171.000, una cifra elevada. Asimismo, la tasa de paro terminó el año en un bajo 4,1% (muy lejos de los registros del 10% de 2009), mientras que los salarios continuaron avanzando significativamente (aumento del 2,5% interanual). Además, las perspectivas apuntan a que la economía seguirá en una fase madura del ciclo: el crecimiento estadounidense se mantendrá en cotas elevadas en 2018 favorecido por el buen tono del consumo privado (ante la solidez del mercado laboral), la consolidación de la inversión y una política fiscal ligeramente expansiva (derivada de la combinación de rebaja de la fiscalidad directa sobre empresas y, en menor grado, de personas). En 2019, el crecimiento se espera que siga moviéndose en la zona del 2%, fruto de la continuidad de los factores de apoyo internos.

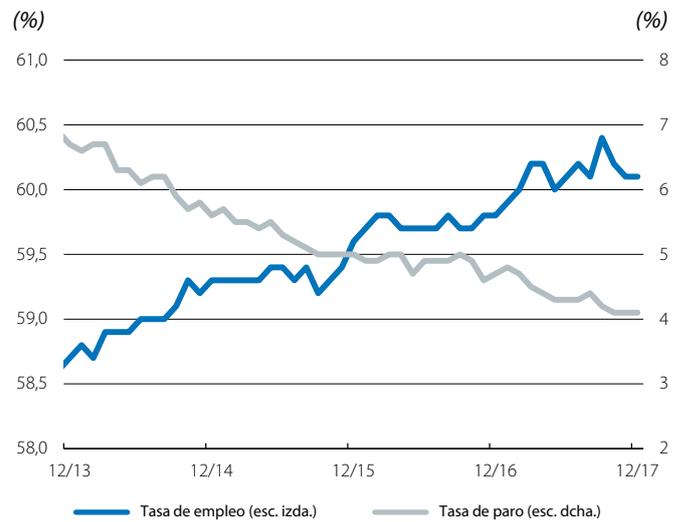
La inflación, en la antesala de niveles más elevados. Este diagnóstico se ve reforzado por la dinámica esperada de la inflación. En diciembre, el IPC creció un 2,1% interanual, en consonancia con los registros de los últimos meses. Pero esta etapa de contención muy probablemente dará curso a una fase con mayores tensiones en los precios en 2018, especialmente a partir del 2T. En este contexto, se refuerza el escenario previsto por CaixaBank Research referido a la normalización monetaria de la Fed, que contempla tres subidas de tipos en 2018, con lo que a finales de año el tipo de referencia se situaría en el 3,25%.

EE. UU.: PIB



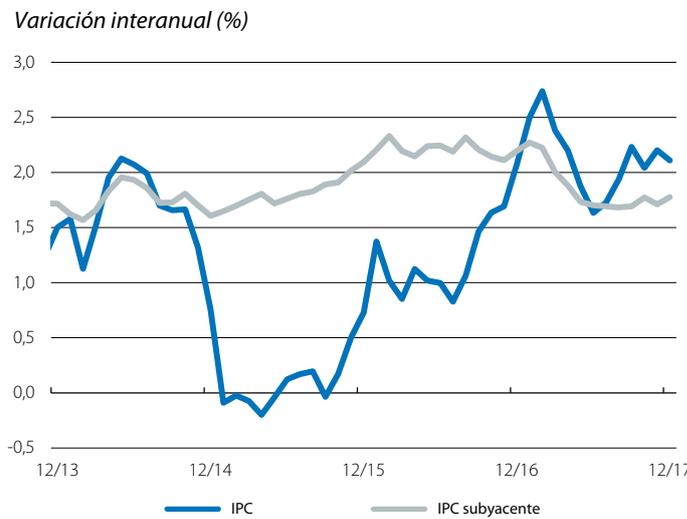
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA.

EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: IPC



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

EMERGENTES

Momentum emergente, con mayor ritmo de actividad económica y notables entradas de capitales. Tras varios meses en los que el ritmo de actividad había perdido algo de impulso, en el tramo final de 2017 los indicadores de actividad enfilaron una senda alcista de manera prácticamente generalizada. Esta mejora se ha visto acompañada de un movimiento de recuperación de las entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones), lo que ha permitido que los niveles actuales se acerquen a los máximos observados en distintos momentos de los últimos años en los que el optimismo sobre las perspectivas emergentes era elevado. Asimismo, este movimiento de entradas de capitales se ha visto acompañado de la continuidad en la apreciación de muchas divisas emergentes.

China, a las puertas de un 2018 con menos crecimiento. Desde hace varios años se escruta con atención la dinámica de crecimiento china. En este ámbito, preocupa, de entrada, hasta qué punto el crecimiento oficial es plenamente consistente con la información que proviene de otros indicadores de actividad (al respecto, véase el Focus «El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro» de este *Informe Mensual*). Esta incógnita podría emerger con más fuerza si en algún momento futuro se acrecentasen las dudas sobre un episodio de desaceleración más brusca de lo esperado (lo que se conoce como «aterrizaje brusco»). Por el momento, en cualquier caso, la trayectoria sigue siendo positiva. Así, el PIB de China creció a un buen ritmo en 2017, un 6,9% en el cómputo anual (6,8% interanual en el 4T). Se trata de un avance anual que cumple con creces el objetivo de crecimiento marcado por el Ejecutivo del país que, para 2017, se había propuesto un avance del PIB del 6,5% o mayor. Es la primera aceleración de la economía china desde 2010, y esta es fruto del buen tono mostrado por el consumo y las exportaciones. Con todo, esperamos que en los próximos meses la actividad económica se desacelere de forma moderada a medida que el país prosiga con las reformas en el ámbito de las empresas públicas, continúe con la campaña anticontaminación y aumente la supervisión del crédito emitido por el *shadow banking*.

Buen crecimiento en muchos emergentes. El resto de los principales emergentes están registrando cifras de crecimiento razonablemente positivas. Aunque cada una de las economías está sometida a factores de apoyo, y de lastre, idiosincráticos, la mayor parte está capitalizando, en mayor o menor medida, la combinación de financiación global barata y amplia, la aceleración sincronizada del crecimiento mundial y el ciclo al alza de las materias primas. En este contexto, son quizás los grandes emergentes asiáticos los que más se están beneficiando de estos factores positivos, ya que se están moviendo con holgura en zonas de alto dinamismo (crecimientos interanuales superiores al 5%). Otros, en cambio, no dejan de ver su crecimiento lastreado por la permanencia de focos de incertidumbre, mayoritariamente de origen político y geopolítico, como sucede en países como Sudáfrica, México o Brasil.

Emergentes: entradas de capitales en cartera *

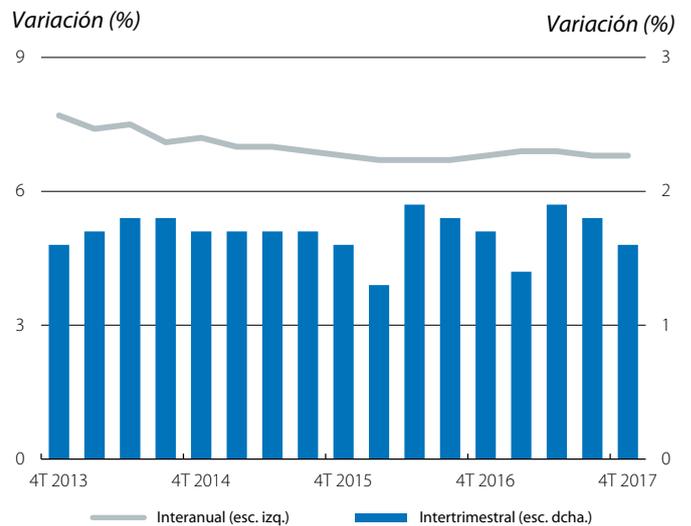
Media móvil de 28 días (miles de millones de dólares)



Nota: * Países incluidos: Indonesia, India, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México. Entradas netas de deuda y acciones.

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

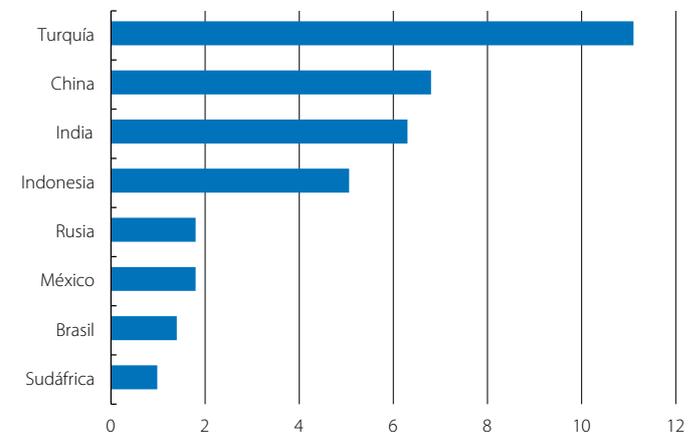
China: PIB



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

Emergentes: PIB *

Variación interanual (%)



Nota: * Se muestra el último dato disponible, que se corresponde con el 3T 2017 para todos los países menos China y México, que es el 4T 2017.

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

FOCUS · Ciclo expansivo en los emergentes: algo nuevo, algo viejo y algo prestado

Tras unos años algo renqueantes para sus estándares, los emergentes han vuelto a acelerar el ritmo de crecimiento. Este proceso se inició en 2016 de forma tímida, en 2017 ya se hizo plenamente visible, y se espera que en los próximos años se consolide con un ritmo de avance cercano al 5%. Pero más allá de la cifra de crecimiento, ¿qué tipo de ciclo expansivo se espera que experimenten estas economías? A fin de abordar la cuestión, se comparará el repunte de crecimiento que se está viviendo, que prevemos que se prolongará hasta 2020, con dos precedentes, la expansión de 1983 a 1988 y la de 2001 a 2007. Y anticipamos ya que, como acostumbra a decirse en las bodas, en este ciclo se va a llevar algo nuevo, algo viejo y algo prestado.

Empecemos por las cosas que cambian en este ciclo, ese algo nuevo del juego de palabras. De entrada, en términos de intensidad, que podemos aproximar por el crecimiento medio de todo el periodo expansivo considerado, el episodio que se está viviendo es claramente menos dinámico que el de la primera década de los 2000, pero algo más que el de la expansión de los años ochenta. La visión cambia si consideramos una segunda medida de la fuerza de la recuperación, la aceleración del crecimiento. Así, si entre 2015 y 2020 el crecimiento se espera que se acelere en 0,8 p. p., entre 1983 y 1988 lo hizo en 2,8 puntos, y en la primera década de los 2000 el incremento fue de casi 5 puntos. La actual es, en definitiva, una expansión algo menos «emergente», con niveles de crecimiento altos, pero que no encaraman hasta cimas excesivas.

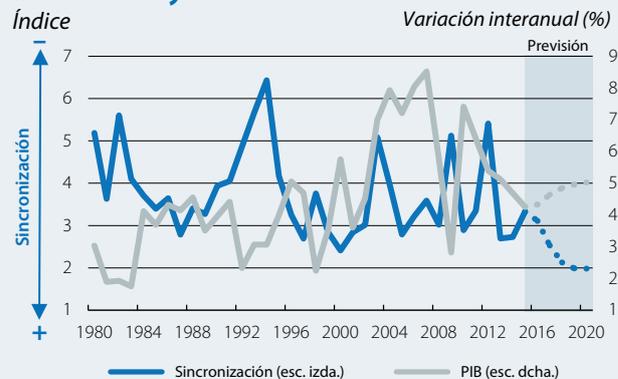
Un segundo elemento novedoso se pone de manifiesto cuando se contempla la aportación respectiva de los dos grandes tipos de emergentes, los exportadores de materias primas y el resto. Así, aunque se produce una recuperación del grupo de exportadores, en términos de intensidad del crecimiento alcanzado, estos países quedan lejos del resto de emergentes, una situación atípica cuando se compara con las expansiones previas. Junto a este cambio, el tercer elemento nuevo es el elevado grado de sincronización del crecimiento emergente respecto al ciclo global. Así, si se calcula la desviación del crecimiento entre los países emergentes y el crecimiento mundial (véase el detalle del cálculo en el gráfico adjunto), se constata que el nivel de sincronización del ciclo actual es el mayor desde 1980.

Si este cambio de naturaleza y de sincronización es lo nuevo, ¿qué es ese algo viejo que mencionábamos? Un aspecto que se mantiene en todas las expansiones emergentes es que siguen siendo, desde la perspectiva de los países avanzados, muy dinámicas, lo que se traduce en diferenciales de crecimiento entre emergentes y desarrollados ampliamente favorables a los primeros.

Una segunda realidad que se reitera es que los sucesivos ciclos emergentes reflejan un cambio estructural de caldo: la plena consolidación de Asia como la región más dinámica de la órbita emergente. Si en la expansión de los años ochenta América Latina y Asia contribuían en similar medida, entre 2001 y 2007, Asia ya doblaba la aportación al crecimiento de América Latina (y recordemos que fueron años muy buenos para el continente americano). Finalmente, en el ciclo actual, en el que se espera que América Latina crezca solo moderadamente, la contribución asiática cuadruplicará la latinoamericana. Por lo que se refiere al resto de regiones, África se mantiene en términos de contribuciones al crecimiento emergente prácticamente estable, mientras que Europa emergente y Oriente Próximo reducen su aportación ciclo tras ciclo.

Por último, ¿y ese algo prestado que antes mencionábamos? Aquí tenemos en mente, por supuesto, la extraordinaria relajación de las condiciones monetarias globales. Se trata de un préstamo en toda regla, ya que estas relajadas condiciones financieras han sido ampliamente aprovechadas por los emergentes para obtener financiación abundante en condiciones muy propicias, como atestigua el notable aumento de la deuda externa de muchas de estas economías. Aunque es cierto que las expansiones emergentes anteriores se dieron tras procesos de rebaja del tipo rector mundial, el de EE. UU., no es comparable con la realidad actual. Este será, sin duda, un factor clave a fin de calibrar la solidez de las perspectivas futuras del ciclo de los emergentes, y, en consecuencia, será objeto de atención próximamente en este *Informe Mensual*. No dejen de sintonizarnos.

Emergentes: sincronización del ciclo económico* y crecimiento del PIB



Nota: * El indicador es la desviación estándar del crecimiento del PIB de cada país menos el crecimiento del mundo, donde el peso de cada país es la proporción que dicho país representa respecto del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo para cada año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro

Realizar un análisis certero sobre el pulso de la economía china no es tarea fácil. Y, sin embargo, ahora es más necesario que nunca: dicha economía ha adquirido una gran dimensión a nivel global (ya representa el 18,8% del PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo frente al 15,1% de EE. UU.), cada vez está más interconectada con el resto de grandes economías y se halla inmersa en un proceso de transformación económica hacia un nuevo modelo productivo basado en los servicios y el consumo. En este artículo presentamos un índice de actividad con el propósito de valorar mejor la evolución de la economía china y dilucidar hasta qué punto los datos oficiales de crecimiento reflejan su ritmo de actividad. Este ejercicio no es baladí: como veremos, los resultados obtenidos nos permitirán emitir un diagnóstico más certero sobre la verdadera capacidad y limitaciones de la economía china para llevar a cabo su cambio de modelo económico de forma tranquila y exitosa.

Para empezar, cabe destacar que los problemas que deben afrontar los economistas del Instituto de Estadística chino (NBS) para medir y agregar con acierto los datos económicos cuando construyen los datos del PIB son considerables. Un ejemplo de esta dificultad es el incentivo de los funcionarios chinos a nivel provincial de falsear los datos que reportan, ya que son evaluados en función de los datos de crecimiento. Esto no es anecdótico: la región de Mongolia Interior a principios del presente año y la provincia de Liaoning en 2017 han reconocido haber exagerado los datos de estos últimos años. El NBS chino tiene en cuenta estas dificultades técnicas a la hora de agregar los datos, pero, aun así, las estadísticas oficiales se han visto envueltas en la controversia debido a la gran suavidad de la serie de crecimiento desde 2012.

Para valorar mejor la evolución del ritmo de actividad de la economía china, hemos construido un índice agregado de actividad que tiene en cuenta los principales indicadores de cuatro sectores clave de la economía (ventas de coches, producción eléctrica, nuevas viviendas y tráfico de mercancías transportadas en trenes), la producción industrial y las ventas minoristas. El resultado no deja de ser sorprendente: hasta 2010, el crecimiento del índice de actividad seguía una tendencia muy parecida al crecimiento oficial del PIB y la correlación era muy estrecha. Sin embargo, desde 2011, se ha producido una gran desconexión entre ambas variables: mientras que los datos oficiales muestran una desaceleración suave y sostenida de la economía, el índice de actividad es más volátil y muestra tres caídas acusadas en 2012, 2014 y 2015, la última coincidiendo con las turbulencias bursátiles en aquel periodo. Además, exceptuando dos trimestres, el crecimiento del índice se ha emplazado sistemáticamente desde 2011 por debajo del dato oficial, y el promedio de su crecimiento interanual por trimestre ha sido del 4,9% desde 2012 (7,4% en el caso del PIB oficial).

Este ejercicio muestra que, en los últimos años, el índice de actividad y el PIB han seguido caminos distintos. Pero ¿por qué observamos este patrón? Una posibilidad es que los ajustes técnicos realizados en los datos oficiales hayan enmascarado un patrón de desaceleración más acusado. Sin embargo, cabe otra posibilidad: con el cambio de modelo hacia una economía basada en los servicios y el consumo, se podría haber producido un cambio estructural en la economía que nuestro índice de actividad no ha sido capaz de captar. Sea como fuere, es tranquilizador observar que nuestro índice sigue una trayectoria similar a los índices de instituciones como Goldman Sachs o Capital Economics, los cuales utilizan otras metodologías y variables para construir sus índices de actividad.

La trayectoria del índice, por tanto, sugiere que no es descartable que la realidad económica china sea menos boyante de lo que indican los datos oficiales. De hecho, el promedio del crecimiento interanual del índice en los tres primeros trimestres de 2017 ha sido del 5,3% en compara-

China: PIB vs. índice de actividad económica

Variación interanual (%)



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

China: índices de actividad

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China, Bloomberg y The Economist.

ción con el 6,9% del PIB. Además, el crecimiento interanual del PIB en el 3T 2017 fue del 6,8%,¹ mientras que el del índice fue 1 p. p. inferior.

Como se apuntaba, la evolución del índice es especialmente interesante si se tiene en cuenta que una de las grandes incógnitas de cara a los próximos años pivota en torno a si el cambio de modelo productivo se podrá llevar a cabo de forma suave, sin provocar una desaceleración brusca. Los resultados que obtenemos no parecen del todo alentadores. Además, es preocupante que el desacople entre el índice de actividad y el PIB oficial se haya producido en un contexto en el que los estímulos fiscales y monetarios se han utilizado intensamente para estimular el crecimiento, lo que, por otra parte, ha generado desequilibrios macroeconómicos como el aumento de la deuda corporativa. Una transición ordenada y suave puede resultar más complicada de lo que se podía prever. Es más: si el PIB ha crecido menos de lo que indican las cifras oficiales, la deuda corporativa china en relación con el PIB podría ser mayor de lo que se piensa.

En este contexto, la agenda económica que pretende aplicar Xi Jinping en su segundo mandato todavía cobra más relevancia. ¿Será capaz de seguir impulsando el cambio de modelo productivo sin que la desaceleración del crecimiento sea más pronunciada? Dado que el recorrido que tienen tanto la política fiscal como la monetaria es limitado, la clave está en las reformas estructurales previstas. En este sentido, la nueva tónica ya ha quedado patente en la segunda mitad de 2017, cuando se han empezado a aplicar menos estímulos económicos y, por ejemplo, el impulso de la inversión pública ha disminuido: 2017 es el año del último lustro en el que la inversión del Gobierno central ha crecido menos y la inversión de las empresas públicas ha caído respecto a 2016. Asimismo, las industrias del norte de China y de Pekín se han visto sujetas a una intensa campaña anticontaminación que ha restringido su producción y que se espera que tenga continuidad.

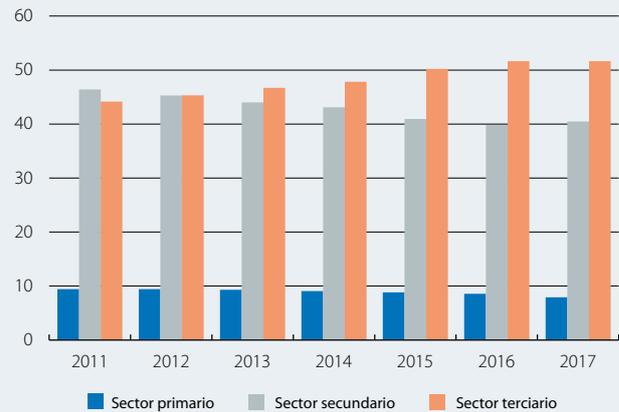
El mayor énfasis de los gobernantes chinos en pos de una economía más equilibrada y sostenible se confirmó en la Conferencia Central del Trabajo Económico de 2017, que cada año reúne, en diciembre, a los miembros del Comité Central del Partido Comunista y al Gobierno chino, y que delinea las principales directrices de la política económica china para el año venidero. En esta ocasión se hizo menor hincapié en el crecimiento y se definieron tres pilares claves para la agenda reformista de 2018. El primero es avanzar por la senda del desapalancamiento, tanto en el sector financiero como en el corporativo, mediante una mayor supervisión bancaria que asegure una gestión prudente de la actividad crediticia. Asimismo, también se apunta la necesidad de llevar a cabo una reforma del Gobierno corporativo de las empresas públicas (se calcula que estas poseen casi dos terceras partes de la deuda corporativa). Los otros dos pilares son reducir la pobreza en el mundo rural y disminuir los niveles de contaminación.

A ellos hay que añadir un cuarto pilar, a saber, el ya mencionado cambio de modelo económico hacia una economía

1. Todavía falta la publicación de algunos indicadores para computar el crecimiento del índice en el 4T 2017.

Cambio de modelo productivo: la oferta

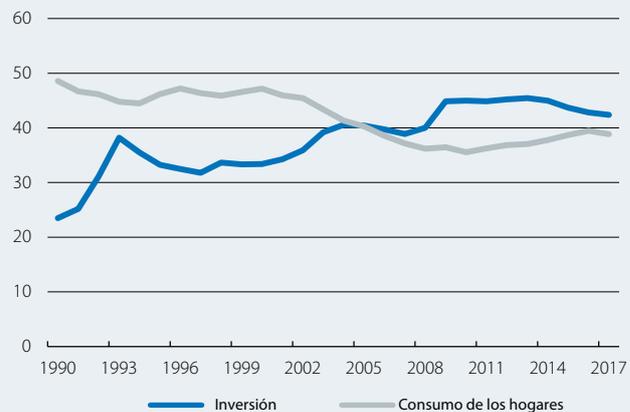
(% del PIB)



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

Cambio de modelo productivo: la demanda

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics.

basada en el consumo y los servicios. La transición continúa avanzando de forma gradual, aunque falta aún trecho por recorrer y durante los últimos dos años se ha producido un cierto estancamiento. En particular, por el lado de la oferta, el peso del sector terciario es del 52% del PIB, todavía por debajo de los países de renta media-alta (59%) y de la OCDE (74%). Por el lado de la demanda, la inversión continúa ostentando un gran protagonismo, que parece excesivo (42% del PIB frente al 31% en los países de renta media-alta y el 21% en la OCDE), mientras que el consumo de los hogares representa todavía el 39% del PIB (50% en los países de renta media-alta y el 60% en la OCDE).

En definitiva, la gran incógnita para los próximos años radica en si el gigante asiático podrá completar su cambio de modelo y reducir los desequilibrios macroeconómicos sin que la economía se resienta excesivamente. El interrogante no es menor: el desacoplamiento entre los datos oficiales y unos datos de actividad menos boyantes en un contexto con generosos estímulos económicos sugiere que la capacidad de la economía china para navegar por aguas tranquilas en los próximos años es quizás más limitada de lo que podíamos imaginar.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Actividad									
PIB real	2,9	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	–	2,5	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,7	3,4	4,0	2,9	2,8	4,2	5,5	6,0
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,2	128,6	122,1
Producción industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,7	2,9	3,5	3,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,4	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	58,2	59,3
Viviendas iniciadas (miles)	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.172	1.256	1.299	1.192
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	192	197	199	200	203	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,1	4,1	4,1
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	59,7	60,0	60,1	60,2	60,2	60,1	60,1
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	...
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	1,8	2,5	1,9	2,0	2,0	2,2	2,1
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Actividad									
PIB real	1,4	0,9	1,5	1,3	1,7	2,1	–	...	–
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,5	44,9	44,7
Producción industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,1	3,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	10,0	12,0	17,0	22,0	–	25,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7
Precios									
Precios de consumo	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5	1,1
Precios de consumo subyacente	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Actividad									
PIB real	6,9	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	–	6,8	–
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,6	10,0	10,8	10,3	10,0	10,2	9,4
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,8	6,9	6,3	6,2	6,1	6,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	51,4	51,6	51,4	51,8	51,6	51,8	51,6
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	608	512	512	466	458	435	425	421	435
Exportaciones	–2,3	–8,4	–5,3	7,8	9,0	6,9	6,9	12,3	10,9
Importaciones	–14,2	–5,7	2,1	23,9	14,3	14,7	17,4	18,7	5,0
Precios									
Precios de consumo	1,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7	1,8
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	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	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 · Europa cambia de marcha y acelera

Buenas perspectivas económicas para el año que empieza. El conjunto de países de la eurozona está experimentando una remarcable aceleración del ritmo de crecimiento. Todos los factores juegan a favor, tanto los externos como los internos. Del contexto externo, destaca el mayor crecimiento global, un elemento que además se espera que siga presente en los próximos trimestres. En clave interna, resaltan el buen desempeño del consumo de los hogares y de la inversión, que se benefician del mantenimiento de unas condiciones financieras que siguen siendo muy favorables y de la remarcable mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía. Igual de optimista se muestra el FMI en su reciente actualización de las previsiones económicas para la eurozona, que volvió a revisar al alza. La institución señaló que la recuperación de la eurozona está siendo muy vigorosa y que se dan las condiciones para que este dinamismo se mantenga en los próximos trimestres.

La actualidad política pone a Alemania e Italia en el punto de mira. La economía alemana continúa mostrando un ritmo de avance muy robusto, y todo apunta a que este se mantendrá a lo largo del año a pesar del *impasse* político en el que se encuentra el país. De hecho, si se ratifica el preacuerdo alcanzado entre la CDU y el SPD y se vuelve a repetir una gran coalición entre los dos partidos principales, la economía podría beneficiarse de cierto impulso fiscal. El preacuerdo también incluye medidas destacables para impulsar el proyecto europeo, como la creación de un Fondo Monetario Europeo. En Italia la situación es bien distinta. Las encuestas muestran que el escenario más probable tras las elecciones generales previstas para el próximo 4 de marzo es el de un Parlamento que seguirá siendo muy fragmentado, y en el que es poco probable que haya un partido con una mayoría suficiente para gobernar en solitario. A ello se le suma el auge, que probablemente se producirá, de partidos populistas. Una conjunción de factores, por tanto, poco propicia para que se lleven a cabo las reformas que necesita el país (para más detalle, véase el Focus «Italia: *piano piano non si va lontano*» en este mismo Informe Mensual).

La economía de la eurozona mantiene un ritmo de crecimiento sólido en el 4T 2017. Concretamente, el PIB de la eurozona registró un avance del 0,6% intertrimestral (2,7% interanual) en el último trimestre del año, un ritmo de crecimiento ligeramente superior al esperado por CaixaBank Research y que se suma a los buenos registros de los trimestres anteriores. De hecho, para el conjunto del año 2017, la economía se expandió un 2,5%, el ritmo más alto desde 2007 y claramente superior al 1,8% registrado en 2016. Por países, ya se dispone de los datos de España (0,7% intertrimestral) y de Francia (0,6%), ambos con registros que también fueron superiores a lo esperado. De hecho, uno de los elementos que sobresale cuando uno analiza la evolución reciente de las tasas de crecimiento de los países de la eurozona es el mayor grado de sincronización económica, un hecho que hace al actual periodo expansivo más robusto y

Previsiones de PIB del FMI

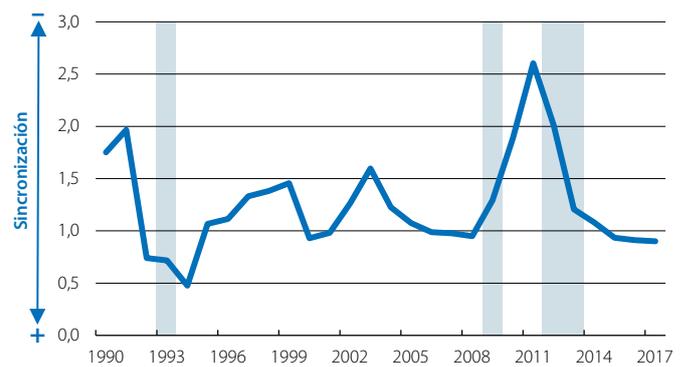
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión de octubre 2017	
	2017	2018	2019	2018	2019
Eurozona	2,4	2,2	2,0	▲ 0,3	▲ 0,3
Alemania	2,5	2,3	2,0	▲ 0,5	▲ 0,5
Francia	1,8	1,9	1,9	▲ 0,1	▲ 0,0
Italia	1,6	1,4	1,1	▲ 0,3	▲ 0,2
España	3,1	2,4	2,1	▼ 0,1	▲ 0,1
Reino Unido	1,7	1,5	1,5	= 0,0	▼ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero de 2018).

Eurozona: indicador de sincronización del ciclo económico *

Índice

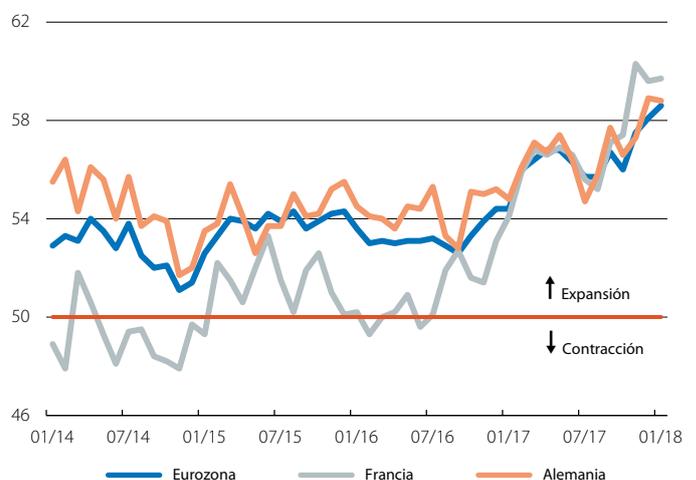


Nota: * El indicador es la desviación estándar del crecimiento del PIB de cada país menos el promedio de crecimiento de la eurozona, donde el peso de cada país es su población. Las áreas coloreadas señalan aquellos años en los que la eurozona sufrió una recesión. Se excluyen algunos países de la eurozona por falta de datos.

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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

menos vulnerable a los *shocks* idiosincráticos que se pueden producir en algún país.

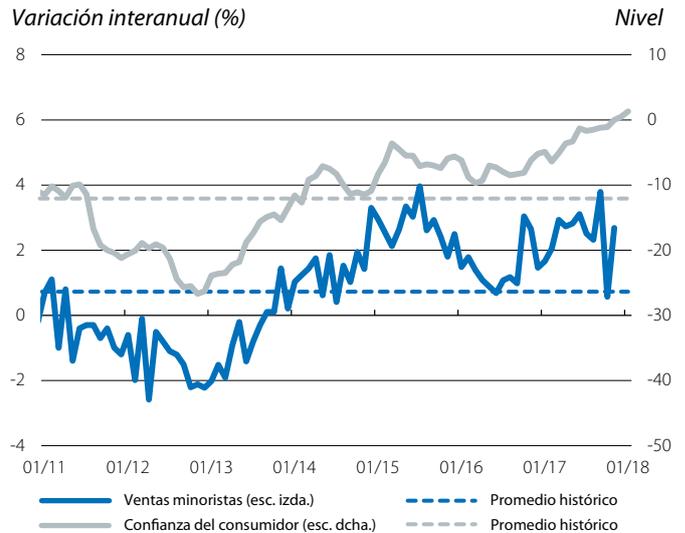
Los indicadores de sentimiento de la eurozona, optimistas en el inicio de año. Los primeros indicadores disponibles del 1T 2018 muestran que el optimismo empresarial mantiene la tendencia al alza. En particular, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) de la eurozona repuntó en enero hasta los 58,6 puntos (58,1 puntos en diciembre), el nivel más alto desde 2006 y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la eurozona registró 114,7 puntos en enero, muy cerca del registro del mes anterior, que era el más alto desde 2001. Por países, destaca Alemania, donde a pesar del *impasse* político sigue mejorando el optimismo empresarial: tanto el indicador de sentimiento económico del IFO como el PMI compuesto mejoraron desde cotas ya muy altas. Asimismo, en Francia el optimismo sobre el buen entorno económico y el impacto de las reformas económicas de Macron se ven reflejados en el índice de sentimiento del INSEE y en el PMI compuesto, ambos en niveles muy elevados. Todo ello muestra que el buen ritmo de crecimiento en la eurozona es muy probable que continúe en 2018.

El consumo privado continúa boyante. En noviembre, las ventas al por menor repuntaron de nuevo con un avance del 2,8% interanual, tras la desaceleración puntual del mes anterior. Asimismo, el indicador de confianza de la Comisión Europea aumentó hasta los 1,3 puntos en enero, el nivel más alto jamás registrado. Estos datos, junto con la mejora de las perspectivas de crecimiento, y del mercado laboral en particular, apuntan a que el consumo de los hogares se mantendrá como uno de los pilares del crecimiento de la eurozona.

La inflación mantiene un avance moderado a pesar de la recuperación económica. En enero, la inflación se situó en el 1,3%, 1 décima por debajo del dato del mes de diciembre, debido principalmente al menor aumento de los componentes energéticos y de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente alcanzó el 1,2%, 1 décima por encima del registro de diciembre. Esperamos que la inflación se recupere gradualmente a medida que se afiance el crecimiento, aunque se mantendrá en niveles moderados en 2018 e inferiores al objetivo del BCE (por debajo pero cerca del 2%). Esto se debe, en gran medida, a que en varios países aún hay margen para aumentar la capacidad productiva sin que se produzcan presiones salariales (para más detalle, véase el Focus «La inflación y sus determinantes: una medida de nuestra ignorancia» en este *Informe Mensual*). Asimismo, el repunte del euro reducirá las presiones inflacionistas de los productos importados.

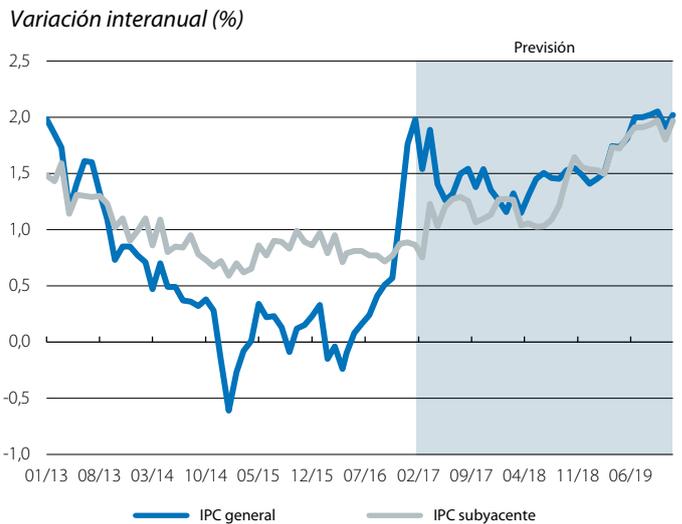
La mayor actividad económica impulsa la actividad crediticia. La encuesta de préstamos bancarios del BCE muestra que se reúnen todas las condiciones para que el crédito siga creciendo. Concretamente, la encuesta muestra que en el 4T 2017 siguió aumentando la demanda en todos los segmentos y que, al mismo tiempo, se produjo una mejora de las condiciones de acceso al crédito. Según la encuesta, el aumento de la inversión, el entorno favorable de tipos de interés y la mayor confianza apuntalan el crecimiento de la demanda. Asimismo, des-

Eurozona: indicadores de consumo



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

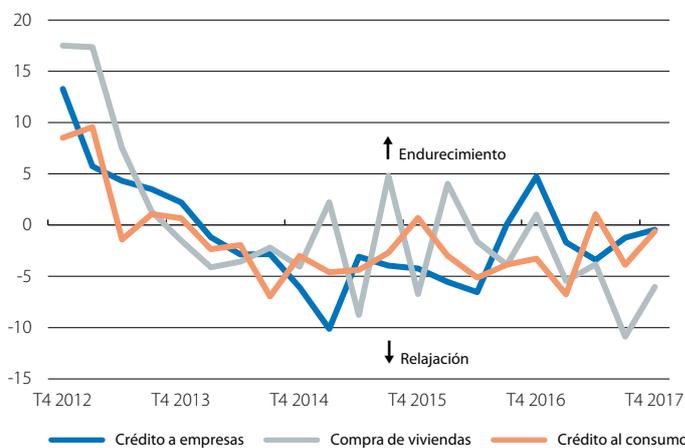
Eurozona: IPC armonizado



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.

taca que las familias se están beneficiando de más facilidades para acceder al crédito para la compra de la vivienda gracias a las mayores presiones competitivas en el sector y a la disminución de la percepción del riesgo.

PORTUGAL

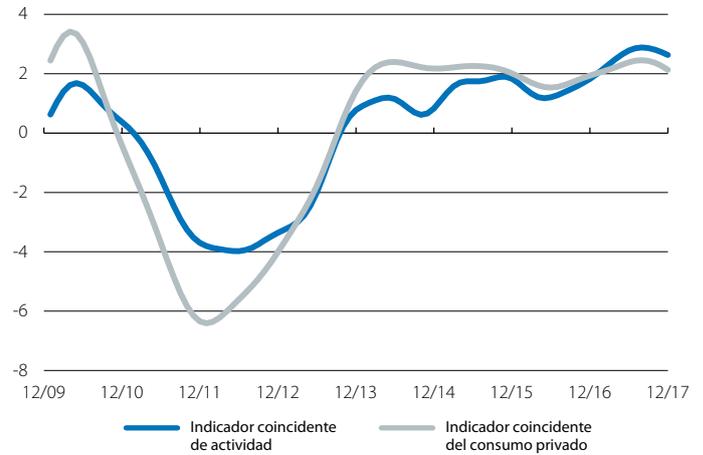
Una expansión económica más equilibrada y sostenible. Los indicadores económicos más recientes sugieren que el ritmo de crecimiento podría moderarse. A pesar de ello, todo apunta a que en 2018 el crecimiento seguirá siendo dinámico y, muy probablemente, más equilibrado, apoyado tanto en la demanda interna, en particular la inversión, como en la demanda externa. Los ejemplos del dinamismo que sigue mostrando la economía lusa son múltiples. Destacan, por ejemplo, los indicadores coincidentes de actividad económica y de consumo privado del Banco de Portugal, que aumentaron un 2,6% y un 2,1% interanual en diciembre, respectivamente, unos avances algo menores que en meses anteriores, pero que siguen siendo elevados. También es remarcable la evolución del índice de confianza del consumidor del mes de diciembre, que se mantuvo en los 2,3 puntos, muy cerca del nivel máximo histórico alcanzado el pasado julio (2,5 puntos). En este contexto tan favorable, la prima de riesgo del bono soberano portugués bajó en enero por debajo de los 140 p. b., apoyada también por la revisión del *rating* que llevó a cabo Fitch, que lo emplazó en grado de inversión (de BB+ a BBB). Fitch, además del favorable contexto macroeconómico, justificó su decisión en los esfuerzos de consolidación fiscal que se han llevado a cabo los últimos años y en las mejoras en el sector bancario.

La inversión gana protagonismo en Portugal. Concretamente, la formación bruta de capital fijo avanzó un 10,4% interanual en 2017 (promedio 1T-3T), apoyada tanto en la aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión en bienes de equipo (16,3% interanual) como residencial (9,6%). De cara a los próximos trimestres, esperamos que esta dinámica positiva de la inversión prosiga, aunque a un ritmo más moderado. Según la Encuesta de Inversión del INE, las empresas portuguesas prevén aumentar su inversión 1,8 p. p. menos en 2018 respecto a 2017. Asimismo, la inversión pública se espera que también recupere cierto dinamismo, impulsada por el aumento de fondos europeos.

La recuperación económica se traslada a la concesión de crédito, en particular a hogares. Por una parte, la buena dinámica del sector inmobiliario se refleja en el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito a la vivienda. En noviembre, el nuevo crédito a la vivienda aumentó el 42,2% interanual en el acumulado del año y alcanzó los 6.656 millones de euros, una cifra superior al registro total de 2016, pero inferior a los niveles registrados antes de la crisis. Asimismo, el crédito al consumo siguió evolucionando positivamente (10,0% en los primeros 11 meses de 2017). Por su parte, la concesión de crédito a empresas disminuyó un 3,7% para las pymes y un 8,5% para las grandes empresas, un retroceso, no obstante, menor que el del mismo periodo del año anterior y necesario para completar el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo.

Portugal: indicadores coincidentes de actividad y del consumo privado

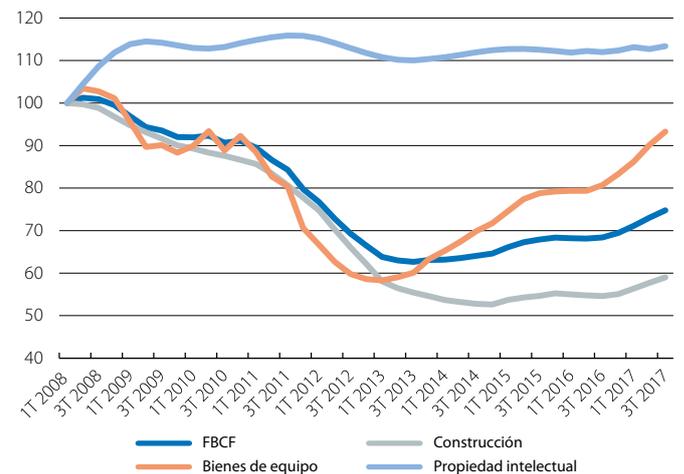
Variación interanual (%)



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

Portugal: inversión (FBCF) y componentes *

Índice (100 = 1T 2008)

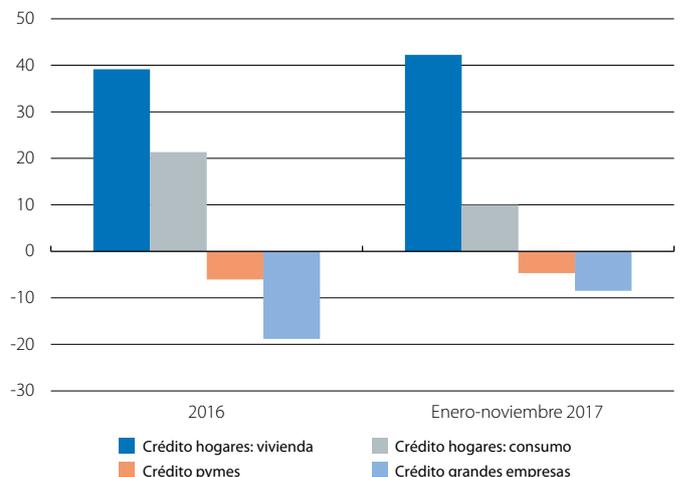


Nota: * Acumulado de cuatro trimestres.

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

Portugal: nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



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

FOCUS · La inflación y sus determinantes: una medida de nuestra ignorancia

Pasados cuatro años desde el inicio de la recuperación económica, la inflación en la eurozona sigue sin alcanzar los registros previos a la crisis. Así, si la inflación subyacente¹ fluctuó alrededor del 1,8% entre 2000 y 2007, desde el 2014 ha oscilado en torno al 0,9%. En este Focus indagaremos sobre la ralentización de la inflación y veremos que, si bien existe una parte de la dinámica reciente difícil de explicar, un porcentaje elevado de la evolución observada puede ser atribuible a tres factores: el aumento del desempleo, la elevada tasa de subempleo y, aunque pueda parecer contraintuitivo, la ralentización del crecimiento de la productividad.

Históricamente, la tasa de desempleo ha sido la variable más comúnmente usada para medir el grado de presión sobre los precios. A más desempleo, menor poder de negociación por parte de los trabajadores para negociar incrementos de salarios y, por consiguiente, menor presión sobre los precios. Desde este punto de vista, aunque el desempleo ha caído desde el inicio de la recuperación, este se mantiene por encima del promedio anterior a la crisis (véase el primer gráfico). Asimismo, el subempleo –el porcentaje de empleados que desearían trabajar más horas de las que trabajan– ha crecido con fuerza desde el inicio de la crisis. Una mayor tasa de subempleo debería ejercer presión a la baja sobre los salarios, en la medida que estos trabajadores ofrecen a las empresas margen para aumentar la capacidad productiva sin tener que contratar trabajadores nuevos. Finalmente, otro factor de relieve es la ralentización del crecimiento de la productividad del trabajo² que ha tenido lugar desde el inicio de la crisis (véase el primer gráfico), aunque en este caso el impacto sobre la inflación es, en principio, ambiguo. Por un lado, una mayor producción de bienes y servicios derivada del aumento de productividad debería poner presión a la baja sobre los precios –dado un determinado incremento salarial–, pero también es posible que un contexto de mayor crecimiento de la productividad derive en mayores demandas de crecimiento de salarios por parte de los trabajadores y ello influya sobre los precios, especialmente si dichas demandas van más allá de lo que justificaría el crecimiento de la productividad.

El reto consiste en ir más allá de la valoración cualitativa y llegar a una medida cuantitativa del impacto de cada factor sobre la inflación. En este sentido, una referencia útil es el ejercicio realizado por el FMI para el conjunto de economías

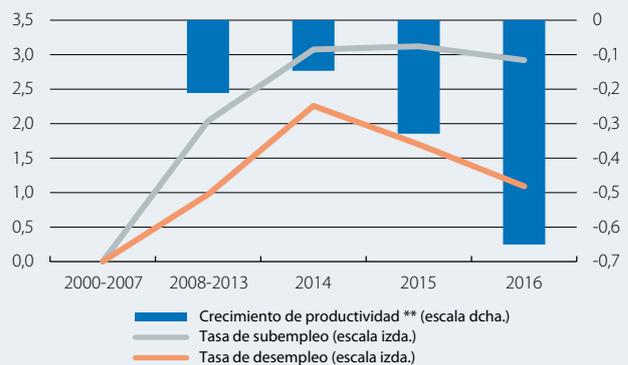
1. La inflación subyacente excluye el precio del petróleo y de las materias primas no procesadas de la medida general de inflación.
 2. Se utiliza la ratio del PIB sobre el total de horas trabajadas.
 3. FMI (2017), «World Economic Outlook», capítulo 2.
 4. Siguiendo la metodología del FMI, estimamos la siguiente ecuación: $\pi_{i,t} = \alpha + \rho\pi_{i,t-1} + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta sube_{i,t} + \varphi d_i + \varepsilon_t$, donde π denota la inflación subyacente, u la tasa de desempleo, $prod$ la media móvil de tres años del crecimiento de la productividad del trabajo, $sube$ la tasa de subempleo, d un indicador de país y ε el residuo de la regresión. i denota el país y t el periodo. La muestra comprende datos anuales entre 2000 y 2016.

desarrolladas en relación con el crecimiento de los salarios.³ En este artículo, adoptamos una metodología similar, pero ponemos el foco sobre la inflación, en lugar de los salarios, y nos centramos en las principales economías de la eurozona (Alemania, Francia, Italia, España y Portugal).⁴

Los resultados muestran que el conjunto de los tres factores explica alrededor de dos terceras partes de la dinámica de la inflación entre 2014 y 2016 (véase el segundo gráfico). De este ejercicio, sorprende la limitada capacidad de predicción de la tasa de desempleo (explica poco más del 30% del movimiento observado), un tema que trataremos en análisis venideros. Asimismo, destaca el poder explicativo de las demás medidas, en especial, el subempleo (23% del comportamiento observado). Quizás, lo más interesante de todo es que una tercera parte de la variación observada de la inflación subyacente queda atribuida a factores que no podemos explicar mediante las variables consideradas. Este es el grado de nuestra ignorancia.

Desempleo, productividad y subempleo *

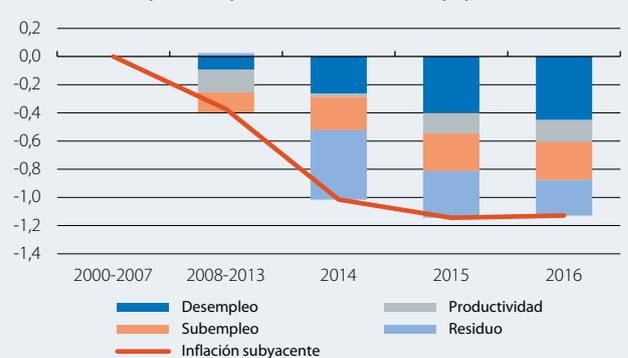
Diferencial respecto al promedio 2000-2007 (p. p.)



Notas: * La muestra incluye Alemania, Francia, Italia, España y Portugal.
 ** Para capturar el impacto gradual que tienen los cambios en la productividad sobre los salarios tomamos la media móvil de tres años.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Contribución a la evolución de la inflación subyacente *

Diferencial respecto al promedio 2000-2007 (p. p.)



Nota: * La muestra incluye Alemania, Francia, Italia, España y Portugal, y las contribuciones están ponderadas por el PIB.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y OCDE.

FOCUS · Italia: *piano piano non si va lontano*

Tras las elecciones en Francia y Alemania, la atención en la eurozona se centra ahora en las elecciones generales de Italia del próximo 4 de marzo. Si se confirman las encuestas, no solo ningún partido obtendrá una victoria clara, sino que ninguno de los tres grandes bloques –Centroderecha, Movimiento Cinco Estrellas (M5S) y Centrozquierda– contaría con el apoyo electoral suficiente para obtener una mayoría absoluta en ambas cámaras.¹ Parece probable, por tanto, que tras las elecciones haya un Gobierno en minoría o que se abra un periodo de negociaciones para formar un Gobierno de coalición que aglutine formaciones con orientaciones políticas muy distintas. Si bien es cierto que Italia está acostumbrada a resultados electorales poco concluyentes y a gobiernos inestables – ha tenido 64 gobiernos desde la Segunda Guerra Mundial–, en este caso preocupa, además, que puedan llegar al poder partidos populistas.

Concretamente, M5S y el bloque de Centroderecha, ambos con tendencias euroescépticas y populistas, contarían con un apoyo elevado del electorado y tendrían posibilidades de formar Gobierno. Entre sus propuestas, destaca la voluntad que han expresado en varias ocasiones los líderes de sus partidos de que Italia abandone el euro. No obstante, ambos grupos han moderado recientemente sus posiciones y, de hecho, sus respectivos programas electorales no incluyen la salida de Italia del euro.

Asimismo, otro aspecto importante que genera preocupación son sus propuestas de reforma fiscal. Concretamente, el bloque de Centroderecha propone implementar un tipo impositivo único sobre la renta de los hogares y sobre las sociedades, y acompañar la rebaja fiscal con recortes (no especificados) de gasto. Por su parte, M5S propone reducir el impuesto sobre la renta, aunque no ha especificado en qué cuantía ni cómo se llevaría a cabo. Sin embargo, sea del color que sea finalmente el nuevo Gobierno, difícilmente podrá llevar a cabo una política fiscal muy expansiva, ya que, dada la elevada deuda pública, el repunte de la prima de riesgo sería inmediato y de calado. De todas formas, ambos bloques querrán tensar la cuerda al máximo, y ello podría generar tensiones con los socios europeos.

Finalmente, también preocupa que ninguno de los tres grandes bloques haya incluido en su programa una estrategia detallada para potenciar el crecimiento económico y reducir los focos de vulnerabilidad que persisten en la economía italiana. Destacamos tres.

En primer lugar, la debilidad del sector bancario. Aunque se han hecho importantes avances en los últimos meses,

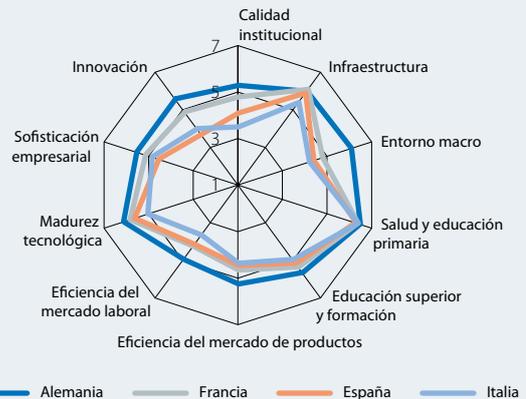
1. Se votará para escoger a los 630 diputados del Congreso y a los 315 miembros del Senado.

no todas las entidades se encuentran en una posición sólida para apoyar el crecimiento de la economía. Si bien la calidad de los activos ha mejorado considerablemente, en parte gracias a las reformas que facilitan la resolución de los procedimientos de insolvencia y la venta de carteras de préstamos dudosos, la tasa de morosidad promedio del sector sigue siendo elevada, el 11,8% del *stock* de crédito,² muy por encima del promedio de la UE (4,2%). Ello continúa lastrando la actividad crediticia, especialmente a pymes, y es uno de los motivos que se halla detrás de la lenta recuperación de la inversión empresarial.

Otro foco de vulnerabilidad importante es el elevado nivel de deuda pública, que representa el 134,7% del PIB y se sitúa muy por encima del promedio de la eurozona³ y del umbral fijado en las reglas fiscales de la UE.⁴ Ello limita la capacidad de la política fiscal para responder a *shocks* adversos e implica que Italia sea especialmente vulnerable a cambios en las condiciones financieras.

Finalmente, y no menos importante, preocupa la baja capacidad de crecimiento de la economía italiana. Un simple ejemplo lo ilustra perfectamente: en los últimos 15 años, el PIB per cápita de Italia ha caído un 5,0%, mientras que en el conjunto de la eurozona ha crecido alrededor del 11,0% y en EE. UU., del 17,0%. El índice de competitividad del Foro Económico Mundial nos da algunas pistas de los puntos flacos de la economía italiana (véase el gráfico adjunto). Aunque son de sobra conocidos, todo apunta a que el nuevo Gobierno no los abordará con la determinación y ambición suficientes. Italia sigue creyendo que *piano piano si va lontano*.

Índice de competitividad del Foro Económico Mundial



Nota: Índice entre 1 y 7. Una puntuación más elevada indica una mayor competitividad. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Economic Forum Global Competitiveness Index (2017-2018).

2. Datos consolidados, según el EBA Quarterly Risk Dashboard para el 3T 2017.
3. El 89,1% del PIB, según datos de Eurostat para el 2T 2017.
4. El 60% del PIB.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	2,7	1,4	2,2	3,0	2,9	0,2	2,8	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	2,1	1,5	1,3	2,7	3,7	3,9	3,2	...	...
Confianza del consumidor	-6,2	-7,8	-5,5	-2,7	-1,5	-1,1	0,0	0,5	1,3
Sentimiento económico	103,6	104,3	107,5	109,5	111,5	113,5	114,0	115,3	114,7
PMI manufacturas	52,2	52,5	55,6	57,0	57,4	58,5	60,1	60,6	59,6
PMI servicios	54,0	53,1	55,1	56,0	55,3	55,0	56,2	56,5	57,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	-	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,9	10,0	9,5	9,2	9,0	8,8	8,7	8,7	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,0	9,7	9,5	9,5	9,3	9,2	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,6	11,2	11,2	11,1	11,0	...	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	18,2	17,3	16,8	16,7	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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,7	3,7	3,5	3,8	3,8	3,8	...
Alemania	8,5	8,3	8,3	7,7	7,8	7,8	7,8	...
Francia	-0,4	-0,9	-1,1	-1,2	-0,9	-0,9	-1,1	...
Italia	1,5	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	...
España	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	91,7	94,3	93,7	95,2	98,5	98,6	98,5	98,8

Nota: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	1,8	2,2	2,3	2,4	2,9	3,1	2,9
Crédito a hogares ^{1,2}	0,7	1,7	2,3	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	11,1	10,0	9,4	10,2	10,5	10,4	10,1	9,5
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,9	-2,3	-2,9	-3,0	-2,7	-2,5	-2,1
Instrumentos negociables	2,6	2,7	5,7	0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-3,0
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	...

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.

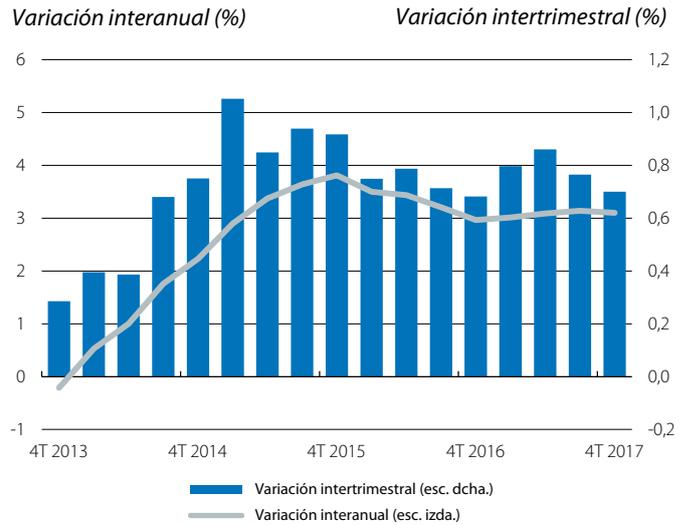
COYUNTURA · Balance positivo del año 2017 y buenas perspectivas para 2018

El crecimiento se mantiene elevado, favorecido por una economía global en aceleración. En el 4T 2017, el PIB avanzó un sólido 0,7% intertrimestral (un 3,1% interanual), de modo que el cómputo para el conjunto del año 2017 fue del 3,1%. A pesar de que algunos vientos de cola van perdiendo intensidad, como el precio del petróleo o la apreciación del euro, el ritmo de crecimiento se mantuvo en registros relativamente elevados de la mano de la buena evolución de la economía global y, en particular, la solidez de la recuperación en la eurozona, que impulsa el sector exterior español. La economía española también sigue beneficiándose del mantenimiento de unas condiciones financieras muy acomodaticias. En este sentido, destaca la mejora del *rating* de la deuda soberana que ha llevado a cabo la agencia de calificación crediticia Fitch (de BBB+ a A-) apoyándose en la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía española y en el ajuste fiscal llevado a cabo en los últimos años. Ello, junto con un BCE que se muestra muy paciente a la hora de retirar los estímulos monetarios a pesar de la mejora económica en la eurozona y la apreciación del euro, ha presionado a la baja la prima de riesgo española, que descendió por debajo de los 80 p. b. en los últimos días de enero, unos niveles que no se habían visto desde el año 2009.

El consumo privado mantiene el tono y la inversión cobra dinamismo. Los indicadores de gasto correspondientes al último trimestre de 2017 señalan que el consumo privado que representa un 57% del PIB, habría reducido ligeramente su ritmo de avance. Así, las ventas minoristas avanzaron un 0,9% interanual en promedio en el 4T, comparado con un 1,7% en el 3T. En cambio, los indicadores relacionados con la inversión en equipo apuntan a un renovado dinamismo apoyándose en el clima de elevada confianza empresarial. Por su parte, la inversión en vivienda residencial también habría acelerado su ritmo de crecimiento en un contexto de pujanza de la demanda de vivienda (las compraventas crecieron un 15% interanual en noviembre) y de los precios (un 6,7% interanual en el 3T, según el INE). De este modo, poco a poco se va despertando la actividad en el sector de la construcción, tal y como muestra el significativo incremento de los visados de obra nueva (un 28% interanual en octubre, acumulado del año) y que ya rozan los 70.000, por lo que se estima que en 2017 se superaron con creces los 64.000 visados del año 2016. Se afianza, así, la recuperación de la actividad en el mercado inmobiliario.

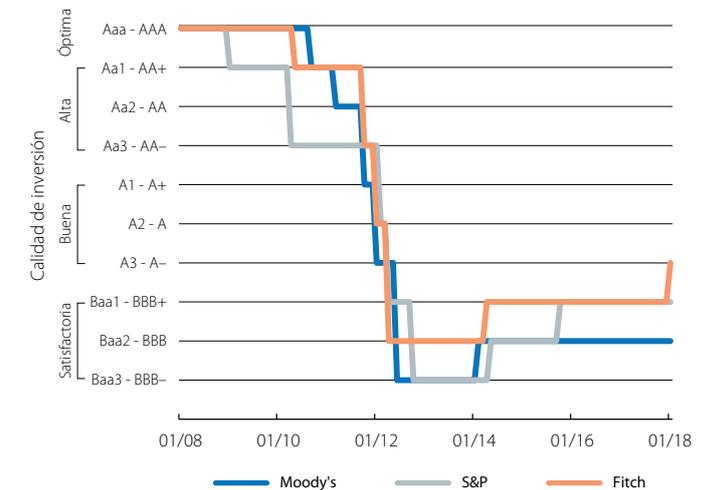
El mercado laboral evoluciona favorablemente, pero perdió algo de fuelle en el tramo final del año, tal y como muestra el hecho de que en términos desestacionalizados se siguió creando empleo (un 0,4% intertrimestral en el 4T), aunque a un ritmo inferior que en trimestres precedentes (un 0,75% intertrimestral promedio en los tres primeros trimestres). Se

PIB



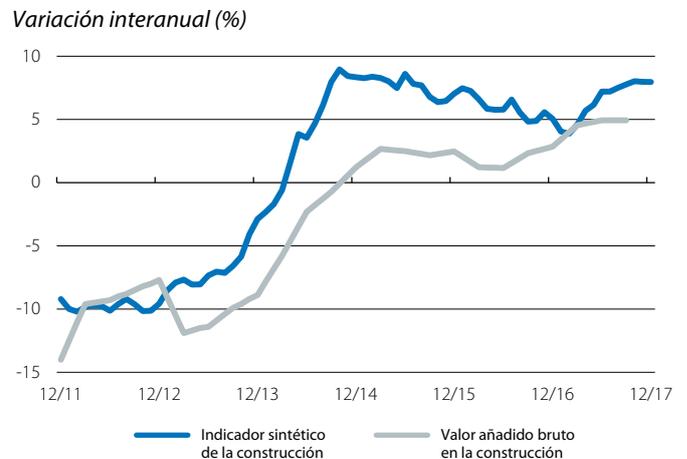
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Rating soberano de España



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

Indicador sintético de la construcción



Nota: El indicador sintético de la construcción está compuesto por los siguientes indicadores: afiliados en construcción, consumo aparente de cemento, financiación a familias para vivienda deflactada, visados de obra nueva, indicador de confianza en la construcción y capital prestado (hipotecas urbanas). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía y Competitividad.

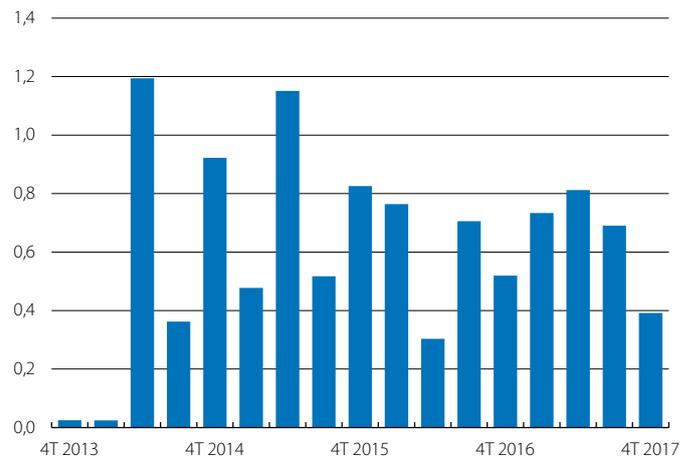
cierra, así, un año que fue muy positivo para el mercado laboral: en el promedio anual, el número de ocupados aumentó en 483.000 personas, los parados disminuyeron en más de medio millón (-564.000 personas) y la tasa de paro se redujo en 2,4 puntos. A pesar de esta mejora, el mercado laboral español sigue adoleciendo de graves problemas. Muestra de ello es la excesiva temporalidad (un 26,7% de los asalariados tenía un contrato temporal en el 4T 2017), la elevada tasa de desempleo juvenil (un 37,5% de los jóvenes entre 16 y 25 años que desearían trabajar están en el paro) y de desempleo de larga duración (un 50,4% de los parados llevan más de un año en esta situación).

A pesar de la mejora económica, los incrementos de precios siguen siendo muy moderados. En enero, y a pesar del fuerte aumento del precio del petróleo en este mes, que llegó a superar los 70 dólares por barril, la inflación general descendió hasta el 0,5%. Aunque todavía no se conoce el desglose por componentes, esta ralentización de los precios sería consecuencia del efecto de base del precio de la electricidad (recuérdese que, hace un año, el repunte del precio de la electricidad hizo aumentar la inflación hasta el 3% durante los meses de invierno). De hecho, este componente fue también el principal responsable del fuerte descenso de la inflación en el mes de diciembre hasta el 1,1%, 6 décimas por debajo del dato de noviembre. Además de la electricidad, también contribuyeron a la moderación de la inflación en diciembre el resto de grupos no-subyacentes (carburantes y alimentos no elaborados). Por otro lado, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,8% en diciembre, una muestra de que las presiones inflacionistas todavía no se atisban relevantes. En este contexto de moderación de precios y de elevada holgura en el mercado laboral, los incrementos salariales también siguen siendo contenidos (para más detalles sobre las perspectivas salariales, véase el Focus «Evolución salarial y subempleo en el mercado laboral español», en este mismo *Informe Mensual*).

El alza de los precios del crudo continúa debilitando la balanza comercial a pesar del buen comportamiento de las exportaciones. En noviembre, el déficit comercial ascendió a 25.141 millones de euros (acumulado de 12 meses), una cifra que equivale al 2,2% del PIB y que supone un deterioro notable respecto al déficit del 1,6% de noviembre de 2016. Este empeoramiento del saldo del comercio de bienes se debió principalmente al encarecimiento del petróleo, que incrementó el valor de las importaciones energéticas. Asimismo, el dinamismo de la inversión empresarial también se refleja en un aumento de las importaciones de bienes de equipo. La pujanza de las importaciones eclipsa el excelente comportamiento del sector exportador español: las exportaciones de bienes anotaron avances muy robustos en noviembre (un 8,6% interanual las totales y un 7,0% las no energéticas, en el acumulado de 12 meses). En la misma línea, las exportaciones de servicios también evolucionan favorablemente de la mano de un sector turístico que sigue batiendo récords: España recibió 81,8 millones de turistas internacionales en 2017, un 8,6% más que en 2016.

Empleo

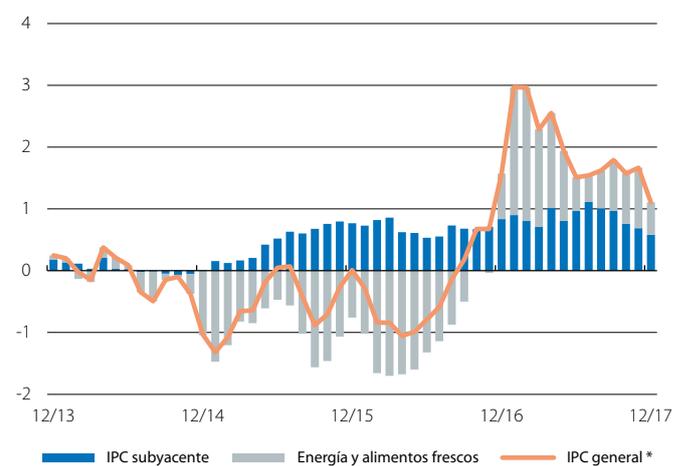
Variación intertrimestral (%)



Nota: Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

IPC

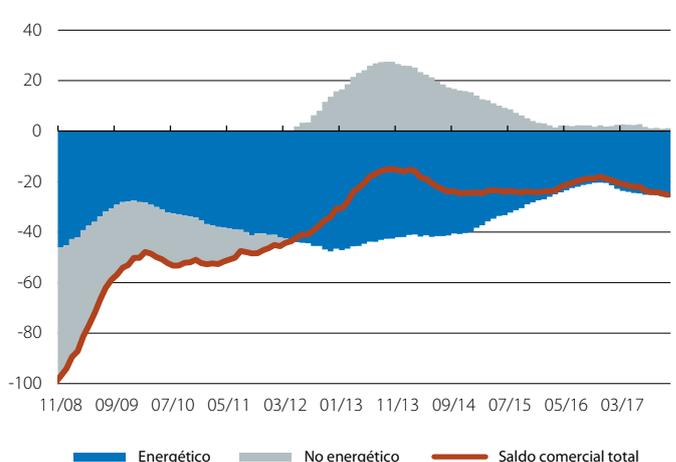
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Saldo comercial

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



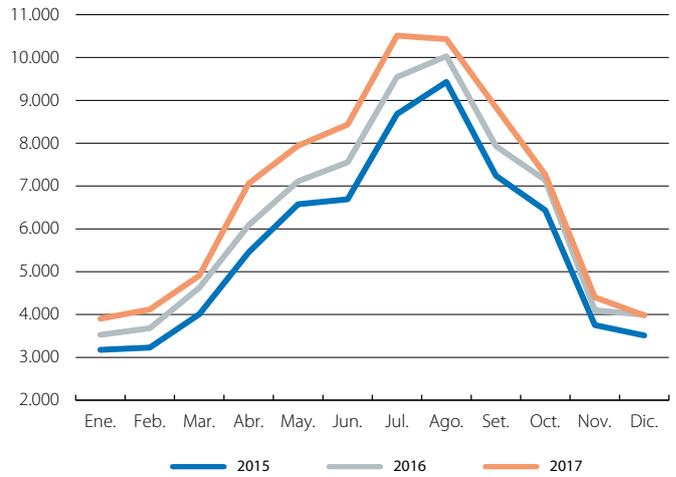
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Aduanas.

La senda expansiva de la economía es compatible con la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Un aspecto muy positivo de esta nueva etapa es que el crecimiento económico está siendo mucho más equilibrado que en el anterior periodo expansivo. En efecto, la economía española ha crecido por encima del 3% durante tres años consecutivos al mismo tiempo que mantenía un superávit por cuenta corriente y se reducían el déficit público y la deuda privada. En este último aspecto, los datos del 3T 2017 muestran que la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras siguió descendiendo hasta situarse en el 61,8% y el 98,0% del PIB, respectivamente. Unos niveles similares a los de la eurozona y que son indicativos de que el proceso de desapalancamiento del sector privado está muy avanzado.

El crédito bancario se beneficia de este contexto positivo. Las menores necesidades de desapalancamiento del sector privado, junto con la mejora económica, unas condiciones financieras favorables y un sector bancario saneado apoyan la recuperación del crédito bancario. Según la última encuesta de préstamos bancarios, correspondiente al 4T 2017, los bancos han relajado los estándares para la concesión de créditos a hogares, mientras que los mantuvieron sin cambios para las empresas. Asimismo, la continua reducción de la tasa de morosidad bancaria, que descendió 1 décima en noviembre hasta el 8,1%, refleja el notable esfuerzo de la banca española para eliminar los activos dudosos de sus balances y apoyar la concesión de crédito nuevo sano. En este sentido, la actividad crediticia fue muy dinámica en 2017: la nueva concesión de crédito a hogares para la compra de vivienda y para consumo crecieron de forma significativa (17,4% y 17,9%, respectivamente). En cuanto a las empresas, la nueva concesión de crédito a pymes siguió avanzando (8,1%), mientras que el crédito a empresas grandes volvió a crecer (0,9%) después del fuerte retroceso experimentado en 2016. De cara a 2018, la nueva producción de crédito seguirá creciendo a buen ritmo, liderada por el crédito al consumo y a empresas, gracias a un entorno monetario acomodaticio y a la mejora del mercado laboral y del sector inmobiliario.

Entrada de turistas extranjeros

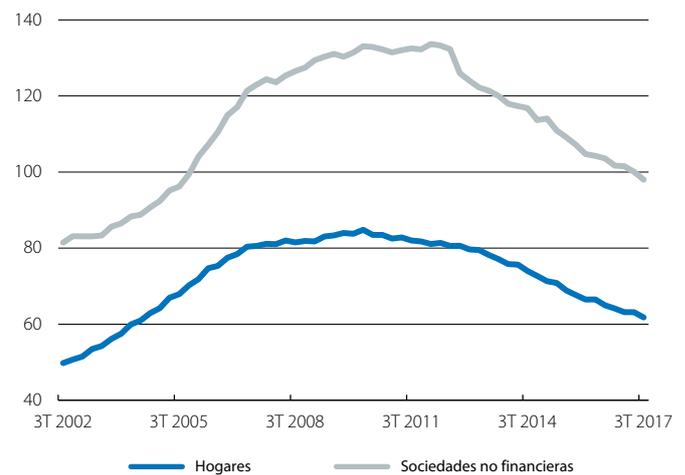
Número de turistas (miles)



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

Deuda del sector privado

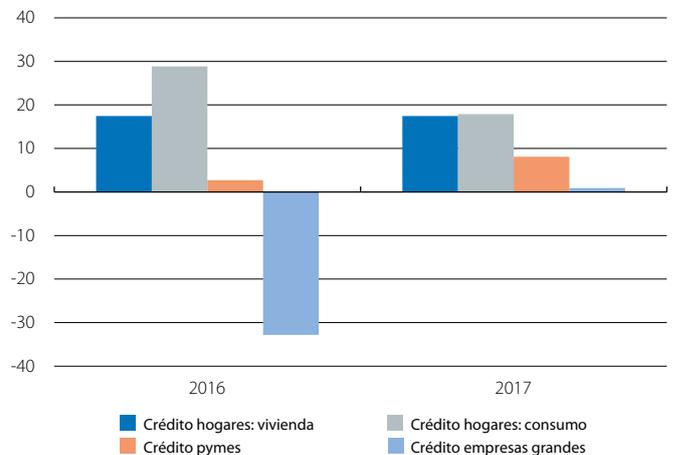
(% del PIB)



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

Nueva concesión de crédito

Variación anual (%)



Nota: Crédito a hogares excluye refinanciaciones.

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

FOCUS · Tensiones en la Seguridad Social

La Seguridad Social lleva ocho años en números rojos. En el periodo 2010-2016, su déficit se financió a través del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, creado a partir de los superávits sostenidos en años anteriores. Sin embargo, en 2017, con el Fondo de Reserva de la Seguridad Social agotándose, el Tesoro Público concedió un préstamo a la Seguridad Social para financiar el déficit, algo que también está previsto para este ejercicio y que pone de manifiesto la existencia de un problema estructural en la financiación de la Seguridad Social.

Los siguientes datos ilustran el problema: mientras que los ingresos por cotizaciones sociales, muy sensibles al ciclo económico (y especialmente a la evolución del empleo), han aumentado solo un 1,8% respecto a 2009, el gasto en pensiones de jubilación es ahora un 54% superior al de 2009. ¿A qué se debe el marcado aumento del gasto en las pensiones de jubilación?

En primer lugar, al incremento de la pensión media, muy superior al aumento del sueldo medio y, en menor medida, al aumento en el número de pensionistas, impulsado por el constante alargamiento de la esperanza de vida y el auge de las jubilaciones anticipadas, principalmente durante la crisis. En cuanto al primer factor, el importe de la pensión media de las nuevas altas de jubilación ha ido subiendo hasta alcanzar el 70% del sueldo medio¹ frente al 60% registrado en 2008, y en la actualidad representa uno de los porcentajes más altos de Europa. Sin embargo, las reformas llevadas a cabo en 2011 y 2013, y, en particular, el Índice de Revalorización de Pensiones² cabe esperar que contengan los aumentos en la pensión media en los próximos años. Por otro lado, el aumento en el número de pensionistas y el consecuente incremento en la tasa de dependencia,³ que ha crecido en más de 5 p. p. en los últimos 10 años hasta alcanzar el 29%, seguirán presionando al alza el gasto en pensiones en los próximos años.⁴

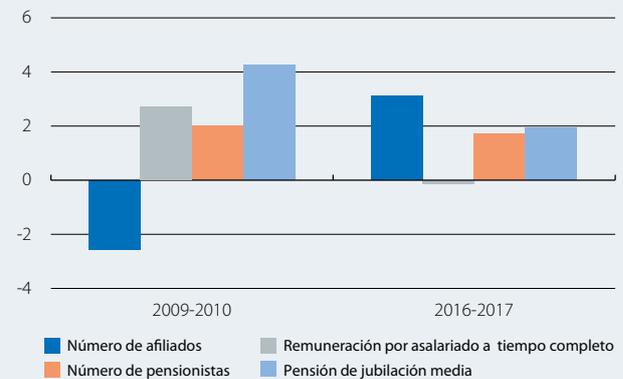
Ante esta situación, es de suma importancia aunar esfuerzos para definir un nuevo pacto social intergeneracional. Dado el notable aumento de la esperanza de vida, así como de la calidad de vida en edades avanzadas, gran

parte del debate se está centrando en la búsqueda de medidas encaminadas a facilitar la compatibilidad entre pensión y trabajo más allá de la edad actual de jubilación, como mínimo, para aquellas personas que lo deseen. El impacto de estas medidas sobre las cuentas de la Seguridad Social sería doble, ya que aumentaría los ingresos y, además, reduciría la presión sobre los gastos.

En este sentido, destaca la propuesta de Domínguez-Fabián, del Olmo y Herce (2017)⁵ de un sistema mixto de pensiones «por etapas»: en una primera etapa, comprendida entre la edad de jubilación voluntaria y una edad determinada por la Seguridad Social en función de la esperanza y calidad de vida (que los autores denominan la «gran edad»), se percibiría una renta derivada de un seguro de capitalización, y en la segunda etapa, a partir de la «gran edad», habría un sistema público de reparto. Sin embargo, esta propuesta encaminada a garantizar la sostenibilidad del sistema no deja claro, entre otras cuestiones, cómo se definiría la «gran edad», que no es algo trivial, ni tampoco cómo se llevaría a cabo la transición desde el sistema actual. Con todo, ante un problema de tal envergadura, el debate y la búsqueda de soluciones son bienvenidos.

Principales determinantes del saldo de la Seguridad Social

Crecimiento interanual (%)



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

1. Datos referentes a 2016. En la actualidad, la pensión media se sitúa en 1.070 euros al mes (noviembre de 2017). En algunos regímenes especiales, como el del carbón, la pensión media alcanza los 2.075 euros al mes, un 80% del sueldo promedio del grupo de ocupación de industrias extractivas, 2.612 euros al mes. Datos basados en la Encuesta de estructura salarial.

2. La introducción del factor de revalorización liga el incremento anual de las pensiones a la evolución prevista del déficit de la Seguridad Social a medio plazo.

3. La tasa de dependencia se define como la ratio entre la población mayor de 64 y la población en edad de trabajar (de 16 a 64 años).

4. En este sentido, el factor de sostenibilidad, que modifica la pensión inicial en función de la esperanza de vida, ayudará a contrarrestar el aumento en el número de pensiones.

5. Domínguez-Fabián, I., del Olmo, F. y Herce, J. A. (2017). «Reinventando la Seguridad Social. Hacia un sistema mixto de pensiones “por etapas”», IAES, Documento de Trabajo 06/17.

FOCUS · Evolución salarial y subempleo en el mercado laboral español

Uno de los principales elementos que determina la evolución salarial a lo largo del ciclo económico es el grado de saturación del mercado laboral. Este se suele medir mediante la tasa de paro: un elevado número de personas desempleadas indica que hay margen para aumentar la producción y contratar más trabajadores sin que se generen presiones salariales. A medida que una economía se adentra en la fase madura del ciclo y la tasa de paro se reduce, las presiones salariales tienden a aumentar, ya que a las empresas les es más difícil atraer a nuevos trabajadores.¹

Como puede observarse en el primer gráfico, la tasa de paro en España ha descendido de forma notable desde el punto máximo alcanzado en 2013 (acumula un descenso de 9,5 p. p.) y se encuentra 6,8 p. p. por encima del nivel precrisis. En este sentido, aunque todavía se encuentra en cotas relativamente elevadas, si se mantiene este ritmo de descenso, pronto se podría emplazar en registros en los que históricamente el crecimiento de los salarios ha aumentado.

Sin embargo, en la etapa de recuperación actual, la tasa de paro no es el mejor indicador para medir el grado de saturación del mercado laboral, puesto que se ha producido un notable aumento del número de trabajadores con un contrato a tiempo parcial que desearían trabajar más horas. Ello hace que el grado de saturación sea inferior al que sugiere la tasa de paro. Para capturar mejor el grado de saturación del mercado laboral utilizamos la tasa de subempleo, que incluye tanto el número de parados como el empleo parcial involuntario.

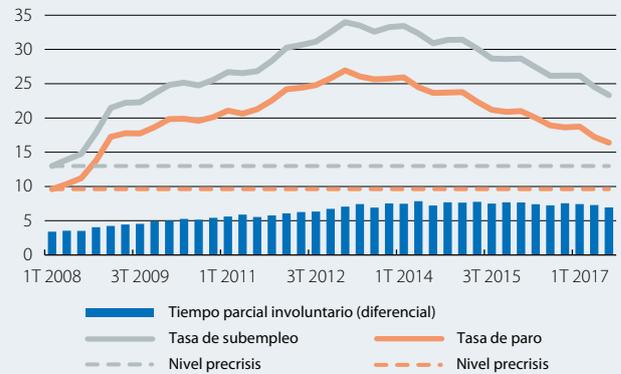
Así, aunque la tasa de subempleo también se ha reducido de forma notable en los últimos años, esta todavía se encuentra 10,3 p. p. por encima de los niveles precrisis. De hecho, el porcentaje de la población activa que se encuentra en situación de empleo parcial involuntario (un 7% en el 3T 2017, que representa un 58% de los ocupados a tiempo parcial) apenas se ha reducido desde que se inició la recuperación en 2013. El análisis de la relación entre la tasa de subempleo y el crecimiento de los salarios (la curva de Phillips modificada) sugiere que, dado el elevado nivel de subempleo, es de esperar que los incrementos salariales para el conjunto de la economía sigan siendo relativamente contenidos.

Pero ¿hay diferencias relevantes entre sectores? El tercer gráfico muestra que la situación es muy distinta entre ellos. Así, en la hostelería, las actividades recreativas y las administrativas, o en la construcción, tanto la tasa de desempleo como la de subempleo siguen siendo relativamente elevadas.² Además, hay algunos sectores que tienen una tasa de paro relativamente baja pero, en cambio, el empleo parcial involuntario es elevado (educación, sanidad y otros servicios). Por el contrario, en el lado opuesto encontramos varios sectores con niveles bajos de desempleo y subempleo. Por tanto, aunque en conjunto se espera que el crecimiento de los salarios se mantenga relativamente contenido, también es probable que haya diferencias notables entre sectores.

1. La relación negativa entre la tasa de paro y el crecimiento de los salarios se conoce como la curva de Phillips.

Tasa de paro y tasa de subempleo *

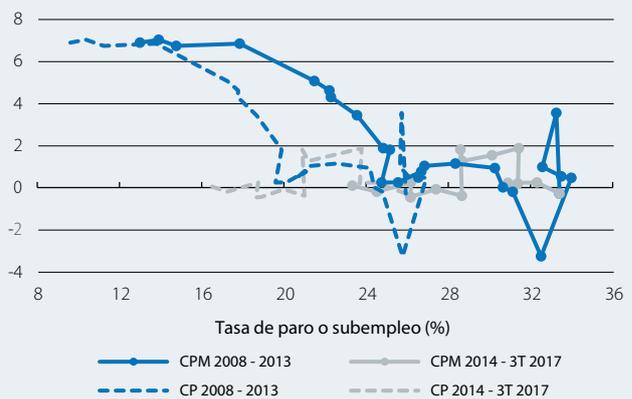
(% de la población activa)



Nota: * El subempleo incluye a los desempleados y a los trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas (empleo parcial involuntario).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

Curva de Phillips modificada *

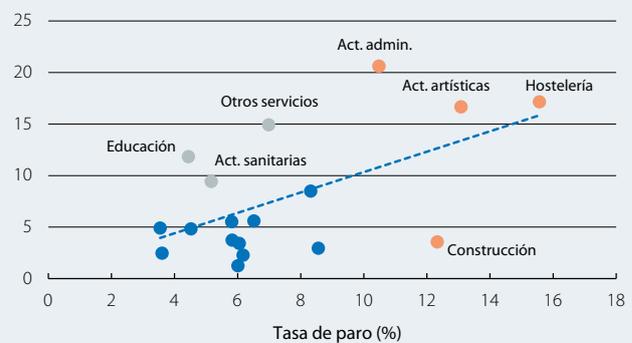
Remuneración por trabajador (variación interanual, %)



Nota: * CPM denota la curva de Phillips modificada, la cual usa la tasa de subempleo como medida de saturación del mercado laboral. CP denota la curva de Phillips que usa la tasa de desempleo como medida de saturación del mercado laboral.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Tasa de paro y empleo parcial involuntario por sectores de actividad

Empleo parcial involuntario * (% de la población activa)



Nota: * El empleo parcial involuntario se refiere a los trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas. Cada punto en el gráfico representa un sector de actividad. Datos del 3T 2017.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

2. El desempleo a nivel sectorial tiene en cuenta el sector de actividad del último empleo del trabajador si ha trabajado en el último año. Se excluyen, por tanto, los desempleados de larga duración, que representan cerca de un 50% del total.

FOCUS · El efecto positivo de las exportaciones sobre la creación de empleo

El auge exportador de la economía española ha ejercido un efecto positivo y muy significativo en el mercado laboral. Sin embargo, cuantificar el número de empleos generados gracias al aumento de las exportaciones no es tarea fácil. Con el fin de aproximar el empleo atribuible al total de las exportaciones en el periodo más reciente, tomamos los datos de la Encuesta Industrial de Empresas y la Encuesta Anual de Servicios de los años 2011 a 2015 (última encuesta disponible) y distribuimos el empleo de cada sector en función del peso de la demanda interna y la externa según el porcentaje de ventas al exterior de cada uno.¹ Para los años 2016 y 2017 se usa la evolución de la ocupación en cada sector de actividad según la EPA.² Nótese que un supuesto implícito en este cálculo es que la productividad laboral es la misma entre las empresas de un mismo sector. Por ello, los resultados obtenidos deben entenderse como una estimación aproximada, si bien cabe señalar que la granularidad en la definición de los sectores de actividad (2 dígitos) confiere cierta confiabilidad en el análisis. Asimismo, es preciso tener en cuenta que dicho cálculo no tiene en cuenta los efectos inducidos sobre otros sectores del aumento de la actividad exportadora en un sector.

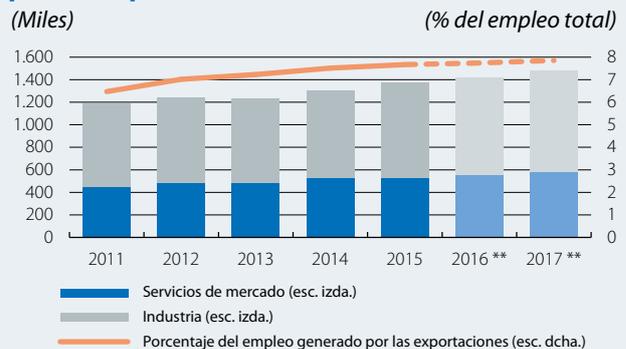
A pesar de que la métrica desarrollada es relativamente sencilla, ayuda a ilustrar que el efecto del auge exportador sobre el empleo está siendo muy positivo. Concretamente, en el periodo recesivo 2011-2013, las exportaciones generaron alrededor de 46.000 empleos. Ello fue más que compensado por el desplome de la demanda interna, que destruyó 502.000 empleos, de modo que la pérdida neta quedó en 456.000 empleos. Durante este periodo, destaca la evolución de las exportaciones de servicios, que fue más dinámica que la de los sectores industriales. En este sentido, sobresalen los sectores de servicios técnicos de arquitectura e ingeniería (con +14.000 empleos, una contribución del 30% del total de empleo generado por las exportaciones) y programación, consultoría e informática (con +8.000 empleos, una contribución del 16%). De todas formas, entre los sectores industriales, destacan la fabricación de otro material de transporte (+11.000, contribución del 23%) y la industria de la alimentación (+7.000, contribución del 15%).

1. En concreto, disponemos de datos de 32 sectores de servicios y 22 industriales a 2 dígitos correspondientes a los códigos CNAE: B, C, D, E, H, I, J, L, M, N, R y S, que concentran el 44% del total de ocupados en 2017. Los datos de ventas al exterior por sector de actividad solo están disponibles hasta 2015. Nótese que este cálculo no usa tablas *input-output* y, por tanto, no tiene en cuenta el empleo inducido en otros sectores de actividad que aportan los productos intermedios usados en la producción de los bienes y servicios exportados.

2. Se asume que el peso de las ventas al exterior se mantiene al nivel de 2015.

En la fase de recuperación actual, comprendida entre los años 2013 y 2017, se estima que las exportaciones generaron alrededor de 239.000 empleos, lo que representa un 14% del total de empleos generados en este periodo. Una cifra que corrobora que la apertura al comercio internacional es una oportunidad para la generación de empleo. Los servicios han seguido manteniendo una aportación muy dinámica, con 94.000 empleos, pero ha sido la industria la que ha aportado el grueso de los empleos ligados a las exportaciones (146.000). La aportación de la industria en este periodo es doblemente destacable, ya que al mismo tiempo se han registrado notables aumentos de productividad laboral aparente en la mayor parte de sectores.

Estimación del empleo generado por las exportaciones *



Notas: * El empleo generado por las exportaciones se obtiene de multiplicar el empleo de cada sector de actividad por las ventas al exterior de dicho sector. ** Los datos de ventas al exterior por sector de actividad solo están disponibles hasta 2015. Para los años 2016 y 2017, se mantiene fijo el porcentaje de 2015 y se usa la evolución de la ocupación en cada sector de actividad según la EPA.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas, Encuesta Anual de Servicios y la EPA.

Evolución del número de ocupados en la industria y los servicios de mercado



Notas: El empleo de cada sector se distribuye entre la demanda interna y la externa, según las ventas al exterior de cada sector. Los datos de ocupación en cada sector a 2 dígitos CNAE provienen de la EPA. Los datos de ventas al exterior por sector de actividad solo están disponibles hasta 2015. Para los años 2016 y 2017, se mantiene fijo el porcentaje de 2015 y se usa la evolución de la ocupación en cada sector de actividad según la EPA. Los servicios de mercado y la industria concentraban el 44% del total de ocupados en 2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas, Encuesta Anual de Servicios y la EPA.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
Industria									
Consumo de electricidad	1,7	0,1	1,7	1,4	0,4	0,6	2,9	5,3	...
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,9	2,1	2,6	4,3	4,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	0,3	-0,5	-0,1	2,5	5,5	4,8	4,2
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	54,8	54,9	53,6	55,8	56,1	55,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	24,5	18,4	23,5	25,3	23,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	13,1	15,2	12,2	13,3	14,4	14,4	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	2,2	1,6	2,7	-	...	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	10,0	10,2	10,3	9,4	9,3	8,6	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	56,4	57,8	56,8	54,6	54,4	54,6	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	0,6	2,5	1,8	-1,5	3,6	0,6	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	7,8	6,3	6,7	13,7	12,4	6,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-2,8	1,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,5	1,3

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

Indicadores de empleo

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3
Construcción	4,7	2,6	5,3	6,1	6,1	6,8	7,1	7,4
Servicios	3,5	3,2	3,4	3,8	3,6	3,7	3,6	3,5
Situación profesional								
Asalariados	3,5	3,5	4,0	4,4	4,1	4,1	4,3	4,1
No asalariados	1,9	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3
TOTAL	3,2	3,0	3,4	3,8	3,5	3,5	3,6	3,4
Población ocupada²	3,0	2,7	2,3	2,8	2,8	-	2,6	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	12,3	14,2	15,4	10,2	11,0	21,4	10,3	7,2
Temporales	11,2	7,2	12,1	9,6	5,0	7,6	3,7	-3,5
TOTAL	11,3	7,8	12,4	9,6	5,5	8,8	4,3	-2,8
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-13,3	-17,3	-9,4	-6,9	-10,5	-8,9
Resto de edades	-7,2	-8,2	-9,2	-10,3	-8,7	-8,0	-8,1	-7,7
TOTAL	-7,5	-8,6	-9,6	-10,9	-8,8	-7,9	-8,3	-7,8

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

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

Precios

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
General	-0,5	-0,2	2,7	2,0	1,7	1,6	1,7	1,1	0,5
Subyacente	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	0,9	0,8	0,8	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	4,1	2,5	-0,2	4,9	4,3	2,8	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	15,3	8,0	5,4	3,9	5,9	2,6	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	4,3	1,7	5,1	5,6	7,6	7,6	8,7	8,6
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	3,7	-0,4	3,7	5,7	9,0	9,0	10,3	10,6
Saldo corriente	12,2	21,5	21,6	21,2	20,6	20,6	20,4	20,1
Bienes y servicios	25,3	33,7	32,0	32,6	31,9	31,9	31,4	30,9
Rentas primarias y secundarias	-13,1	-12,2	-10,4	-11,4	-11,3	-11,3	-11,0	-10,8
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	19,2	24,2	24,1	23,4	22,6	22,6	22,5	22,1

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

Sector público

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-5,3	-4,5	-0,4	-2,2	-1,5	-	-
Administración central	-2,6	-2,7	-0,4	-1,1	-1,5	-1,1	-1,6
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,2	-0,7	0,1	0,1	0,1
Corporaciones locales	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	-	-
Seguridad Social	-1,2	-1,6	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Deuda pública (% PIB)	99,4	99,0	100,0	99,8	98,7	-	-

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 financieros¹

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Depósitos²								
Depósitos de hogares y empresas	-0,6	2,5	3,2	2,5	2,3	2,9	2,7	3,6
A la vista y ahorro	14,7	16,0	18,6	18,8	17,2	17,3	16,7	15,9
A plazo y preaviso	-16,3	-16,0	-22,0	-24,9	-25,1	-25,1	-25,5	-24,3
Depósitos de AA. PP.	6,7	-14,2	-28,0	-26,7	6,8	9,5	7,0	18,9
TOTAL	-0,2	1,2	1,0	0,5	2,6	3,2	2,9	4,5
Saldo vivo de crédito²								
Sector privado	-5,5	-3,6	-2,7	-2,1	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0
Empresas no financieras	-7,3	-5,3	-4,3	-3,0	-3,9	-3,7	-3,3	-3,3
Hogares - viviendas	-4,6	-3,7	-3,0	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Hogares - otras finalidades	-2,6	2,0	3,6	3,2	3,6	4,4	4,0	4,4
Administraciones públicas	0,2	-2,9	-3,2	-12,6	-11,6	-12,2	-11,6	-10,9
TOTAL	-5,2	-3,6	-2,7	-2,9	-3,0	-2,8	-2,7	-2,6
Tasa de morosidad (%)³	10,1	9,1	8,8	8,4	8,3	8,3	8,2	8,1

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.

CAMBIO TECNOLÓGICO Y PRODUCTIVIDAD

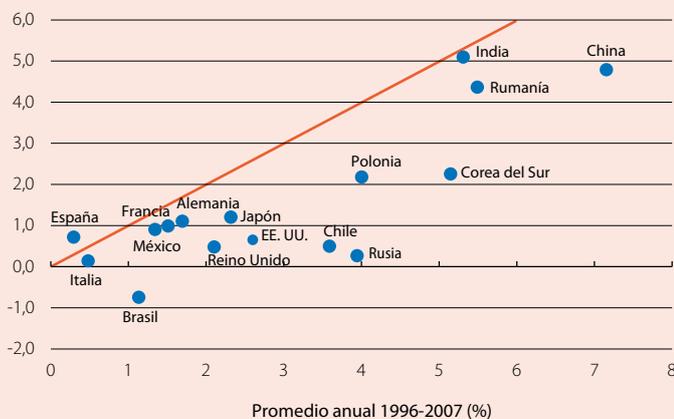
Revolución tecnológica y desaceleración de la productividad

Uno de los elementos que caracteriza el contexto económico actual es el rápido progreso tecnológico. Eso, como mínimo, es lo que sugieren los impresionantes avances que se están produciendo en ámbitos como el *machine learning*, los vehículos autónomos o las impresoras 4D, por poner solo algunos ejemplos. En este contexto, lo más razonable sería que se observara una aceleración del crecimiento de la productividad. Nada más lejos de la realidad. En los últimos años, el crecimiento de la productividad se ha desacelerado de forma notable y generalizada en la mayoría de economías. La cuestión no es baladí, pues el aumento de la productividad es, precisamente, la clave para que sigan aumentando los estándares de vida de los ciudadanos.

Antes de entrar en materia, conviene definir bien lo que entendemos por productividad y, sobre todo, cómo la medimos. El marco conceptual comúnmente utilizado es el de la contabilidad del crecimiento, inicialmente desarrollado por Robert Solow y Trevor Swan en la década de los cincuenta. Bajo este paraguas teórico, el avance de la actividad económica de un país es resultado del aumento de la utilización del factor trabajo (el número de horas trabajadas) o de mejoras en la productividad laboral (PL) o, dicho de otra forma, incrementos en lo que cada trabajador puede producir en una hora.¹

Crecimiento de la productividad laboral *

Promedio anual 2013-2017 (%)



Nota: * La productividad laboral se define como el valor añadido bruto por hora trabajada para todos los países excepto para China, Polonia y Rumanía, que es el valor añadido bruto por persona empleada.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board Total Economy Database.

Este marco teórico también nos ayuda a entender los determinantes de la PL. Concretamente, la capacidad de producir más, sin trabajar más horas, depende de tres factores clave: el capital físico que acumula una economía, el capital humano y, finalmente, lo que los economistas llamamos la productividad total de los factores (PTF). Los dos primeros elementos son relativamente triviales. Por ejemplo, más máquinas, o más educación en general, permiten aumentar la capacidad de producción de una economía. En estos casos, los economistas decimos que el aumento de la productividad laboral se produciría por una intensificación del uso del capital físico o del capital humano, respectivamente. El tercer factor se

refiere a las mejoras tecnológicas u organizativas que aumentan la eficiencia con la que se combinan capital y trabajo. Un ejemplo de ello es el entorno institucional y legal, que es clave para que el entorno empresarial sea competitivo.

Equipados con una buena definición y una buena metodología, ya podemos analizar los datos. Como se apuntaba, lo que revelan la mayoría de medidas de productividad es una evidente desaceleración del ritmo de avance en los últimos años, tanto en el caso de la PL como de la PTF. El cambio de tendencia es notable: según datos del Conference Board, la productividad laboral mundial ha pasado de crecer un 2,6% anual en el periodo 1996-2007 a un 1,8% en el periodo 2013-2016, 0,8 p. p. menos al año.² Por su parte, el ritmo de crecimiento de la PTF no solo se ha desacelerado sino que, en promedio, ha registrado una tasa de crecimiento negativa en los últimos años. Concretamente, ha pasado de registrar un crecimiento anual medio del 0,7% a un descenso del 0,2%.

Para que el lector se haga una idea de lo que puede suponer este cambio de tendencia, realizamos un ejercicio sencillo, pero ilustrativo, para los casos de EE. UU. y Reino Unido, economías en las que el cambio de tendencia ha sido especialmente acusado. En concreto, si suponemos que durante el próximo decenio la PL de cada país mantiene el ritmo de crecimiento de los últimos cinco años, el PIB per cápita sería al final de este periodo un 21% y un 18% inferior, respectivamente, al que observaríamos si el crecimiento de la productividad fuera como el del periodo 1996-2007 (esto es, unos 13.000 dólares anuales menos para el caso norteamericano y unas 5.600 libras para el británico).³

1. Nos referimos a la productividad aparente del trabajo.

2. Para los agregados mundiales, el Conference Board (Total Economy Database) computa la productividad laboral como el *output* por empleado, en lugar de por hora trabajada, puesto que en numerosos países (especialmente emergentes) no hay datos por hora.

3. Se asume que la fuerza laboral y la población se mantienen constantes.

Ello nos lleva al segundo aspecto a destacar del cambio de tendencia experimentado por el crecimiento de la productividad: su sincronización, tanto geográfica como temporal. Concretamente, en los últimos años, la ralentización del crecimiento de la PL se ha producido de manera extendida, tanto en los países avanzados como en los emergentes (véase el primer gráfico). Hay diferencias notables entre países, pero el cambio de signo es generalizado. Así, por ejemplo, entre los primeros, destaca la mencionada ralentización de EE. UU. y Reino Unido, claramente superior a la de Alemania o Francia. Entre los emergentes, destaca el caso de China frente al de India o México.

Sin embargo, es importante resaltar que hay cierta heterogeneidad entre países en los factores que generan el menor ritmo de crecimiento de la PL. En EE. UU., por ejemplo, ello ha sido resultado de un menor apoyo tanto de la PTF como del capital físico. En China, gran parte del descenso del crecimiento de la PL se debe al cambio de tendencia de la PTF, que ha registrado una tasa de crecimiento negativa en los últimos años tras un periodo de aumentos considerables favorecidos por la apertura comercial del país y por su integración en cadenas de valor globales. En Alemania, en cambio, las tasas de avance de la PTF se han mantenido más estables, aunque a un ritmo muy moderado.

Llegados a este punto, querido lector, supongo que ya está convencido de que el crecimiento de la PL no solo no se ha acelerado, sino que se ha desacelerado en los últimos años y, por tanto, se debe preguntar por qué. En los siguientes artículos del Dossier profundizaremos en la materia. Como aperitivo, comentamos brevemente lo ocurrido en las últimas décadas en EE. UU. En concreto, tras crecer de forma moderada durante la década de los setenta, ochenta y la primera mitad de los noventa, los avances de la productividad laboral estadounidense aumentaron de forma espectacular y se mantuvieron en esta dinámica durante el siguiente decenio. Este periodo es conocido como el del «milagro de la productividad» y estuvo apoyado por un fuerte aumento de la PTF y, también, aunque en menor medida, por incrementos en el capital físico (véase el segundo gráfico).

El *boom* de las TIC (tecnologías de la información y la comunicación) fue clave para que ocurriera este milagro. Las empresas estadounidenses fueron capaces de aprovechar mejor que el resto de países desarrollados (como los europeos) las ventajas de estas nuevas tecnologías, en buena parte, gracias a la flexibilidad del mercado laboral del país, al capital humano y físico, y al entorno organizativo de dichas empresas. Así pues, no solo fue la irrupción de las TIC, sino la combinación de estas tecnologías con un entorno favorable lo que forjó el milagro.⁴

Sin embargo, tras estos 10 años de florecimiento, los avances en la PL empezaron a disminuir, como se ha comentado, por el menor empuje de la PTF y de la inversión en capital. Esta desaceleración se inició en 2005, antes del estallido de la gran crisis económica y financiera de 2008, y ha proseguido durante la actual fase expansiva en la que se encuentra la economía norteamericana.

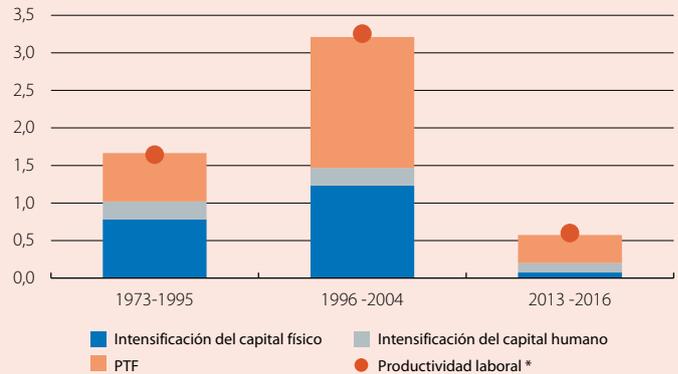
Como apunta el caso estadounidense, la respuesta a la aparente paradoja entre el cambio tecnológico y la PL hay que buscarla en factores estructurales, de largo recorrido, y, seguramente, también en los efectos de la gran crisis. En los siguientes artículos lo analizamos con más detalle, así que no lo dude y ¡siga leyendo!

Clàudia Canals

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

EE. UU.: descomposición del crecimiento de la productividad laboral

Contribución al crecimiento anual promedio (p.p.)



Nota: * Se trata del crecimiento anual promedio del valor añadido bruto por hora trabajada. Se excluyen de la muestra los años de la crisis económica.

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

4. Véase Bloom, N., Sadun, R. y Van Reenen, J., «Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle». American Economic Review 102, n.º 1 (2012): 167-201.

Por qué crece menos la productividad

El menor crecimiento de la productividad en los últimos años tiene consecuencias palpables. Por ejemplo, se estima que, en 2015, el estadounidense medio hubiera ganado 8.400 dólares más si entre 2005 y 2015 la productividad hubiera crecido al mismo ritmo que entre 1995 y 2004.¹ Además, como muestra el artículo «Revolución tecnológica y desaceleración de la productividad» en este mismo Dossier, de mantenerse la tendencia actual, en 2027 el estadounidense medio podría dejar de ganar 13.400 dólares. ¿Cuáles son los factores causantes de esta desaceleración? Veámoslo a continuación.

¿Desaceleración? ¿Qué desaceleración?

La desaceleración de la productividad es especialmente sorprendente a la luz de los importantes avances tecnológicos que se han producido en las últimas décadas.² Dado que estos avances se han concentrado en las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), cuya productividad es particularmente difícil de medir, una de las posibles explicaciones es que las estadísticas oficiales no reflejen la productividad verdadera.

En primer lugar, medir las mejoras de calidad y la evolución del precio de un mismo producto a lo largo del tiempo es más difícil de lo que parece, entre otras razones porque el producto evoluciona continuamente. Por ejemplo, si construimos un índice de precios de televisores a partir de los años cincuenta, deberemos comparar un aparato en blanco y negro (que, en 1956, costaba unas 30.000 pesetas o, corrigiendo por la evolución de la inflación, el equivalente a unos 7.000 euros actuales) con los primeros televisores a color y con los actuales televisores de alta definición y con conexión a internet (que podemos comprar por menos de 300 euros). El paso de un televisor de 7.000 euros a uno de 300 euros es un claro reflejo de ganancias en productividad, pero la magnitud de esta mejora no es solo la diferencia de precios, sino que también hay que tener en cuenta la mejora de la calidad, algo que es difícil de cuantificar en términos económicos. En la actualidad, en un entorno de rápidas mejoras tecnológicas relacionadas con las TIC, hay indicios de que las estadísticas oficiales subestiman las reducciones de los índices de precios³ y la mejora de la calidad de las tecnologías digitales y, por lo tanto, subestiman el crecimiento de su productividad. En el mismo sentido, hay indicios de que las estadísticas oficiales también subestiman las mejoras de productividad procedentes del aumento del comercio internacional.⁴

En un estudio para los EE. UU., Byrne y Fernald, de la Reserva Federal de los EE. UU., y Reinsdorf, del Fondo Monetario Internacional (FMI), construyen índices de precios que capturan con mayor precisión la evolución de la calidad y los precios de productos relacionados con las TIC, y estiman su impacto sobre la productividad agregada. La conclusión de Byrne y sus coautores es que los problemas de medida existen y, una vez corregidos, aumentan significativamente el «nivel» estimado de la productividad. Sin embargo, este aumento se produce de manera relativamente homogénea todos los años, de modo que no afecta sustancialmente a la desaceleración del «crecimiento» de la productividad. En concreto, estiman que, tras corregir los problemas de medida alrededor de las TIC, el crecimiento de la productividad laboral de los EE. UU. aumentaría en +0,21 p. p. anuales entre 1978 y 1995, +0,38 p. p. entre 1995 y 2004, y +0,19 p. p. entre 2004 y 2014.

En segundo lugar, otro elemento que dificulta la medida de la productividad es la reasignación del capital intangible y los beneficios de las multinacionales entre las empresas matrices y las filiales, situadas en jurisdicciones diferentes. Este efecto puede ser cuantitativamente importante porque, como muestran Guvenen y coautores,⁵ las empresas multinacionales representan más del 25% del valor añadido agregado de la economía de EE. UU., son importantes propietarias de capital intangible y han aumentado sustancialmente sus operaciones globales. Para ilustrar el mecanismo, supongamos que la empresa imaginaria Gafotas S. A. diseña unas gafas en EE. UU. y las vende a 100 dólares la unidad. La empresa encarga la manufactura a un productor asiático, con un coste de 80 dólares por gafa, y obtiene un beneficio de 20 dólares por unidad. Así, su contribución al PIB estadounidense, en concepto del valor añadido del diseño, es de 20 dólares. Sin embargo, si Gafotas S. A. asigna la propiedad del diseño a una filial, situada en una jurisdicción fiscalmente más favorable, y le paga 15 dólares por gafa en concepto de derechos de propiedad intelectual, las estadísticas oficiales registrarán una aportación al PIB estadounidense de solo 5 dólares. Guvenen y coautores reasignan los beneficios de las empresas multinacionales para que reflejen mejor el valor realmente añadido en cada jurisdicción y, tras este ajuste, estiman que el crecimiento de la productividad de los EE. UU. aumenta en «solo» 0,25 p. p. anuales entre 2002 y 2008. De nuevo, el problema de medida existe, pero no es suficientemente relevante.

Finalmente, la tercera pata de la teoría del error de medida es la creciente importancia de los bienes y servicios gratuitos. Efectivamente, la mayoría de las nuevas tecnologías que han irrumpido en el mercado desde 2004 (por ejemplo, teléfonos inteligentes

1. Véase Syverson, C. (2016), «Challenges to Mismeasurement Explanations for the U.S. Productivity Slowdown», NBER Working Paper.

2. Para más detalles sobre estos avances, véase el artículo «Escribiendo el futuro: el cambio de paradigma tecnológico y la nueva economía» en este mismo Dossier.

3. Véase Byrne, M., Fernald, J. G. y Reinsdorf, M. B. (2016), «Does the United States have a productivity slowdown or a measurement problem?», Brookings Papers on Economic Activity.

4. Concretamente, no capturan con precisión la reducción de costes que se produce cuando un productor, que compra sus consumos intermedios a un productor doméstico, pasa a comprarlos a un productor extranjero más económico.

5. Véase Guvenen, R. J. et al. (2017), «Offshore Profit Shifting and Domestic Productivity Measurement», NBER Working Paper.

y redes sociales) conllevan el consumo de productos intensivos en tiempo (lo que sugiere que aportan valor a sus usuarios), pero no imponen un elevado coste monetario a los consumidores. De hecho, la mayoría de estos productos solo generan ingresos indirectamente a través de la publicidad. Así, la contabilidad nacional los trata como un insumo intermedio en el proceso productivo (no como un producto final) y no se contabilizan directamente en el cálculo del PIB. Por ejemplo, en términos de contabilidad nacional, la película emitida en abierto por un canal de televisión un sábado por la tarde es un coste de producción de aquellas empresas que se anuncian en ese mismo canal. Del mismo modo, los ingresos de Facebook, Google y otras empresas que ofrecen bienes y servicios gratuitos y se financian a través de la publicidad se contabilizan como costes intermedios y quedan excluidos del cálculo directo del PIB (dado que este solo contabiliza productos finales).⁶

EE. UU.: crecimiento de la productividad total de los factores

Media móvil de 5 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Fernald, J. (2012), «A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity», FRBSF Working Paper.

¿Es posible que la desaceleración observada de la productividad sencillamente refleje la menor capacidad de medir la actividad económica generada por las nuevas tecnologías? Tomemos de nuevo el ejemplo de la película televisiva e imaginémoslo como una transacción: la familia paga con su disposición a ver anuncios el derecho a disfrutar de la película. Para valorar monetariamente esta transacción, una posibilidad es utilizar los ingresos publicitarios recibidos por la cadena de televisión, que pasarían a considerarse un consumo final de los hogares (en vez de un consumo intermedio de los anunciantes) y entrarían directamente en el PIB. Esta es la metodología propuesta por Nakamura y Soloveichik (2015),⁷ quienes estiman que en agregado el «nivel» del PIB de EE. UU. aumentaría en un 0,5%. Sin embargo, esta cifra es muy estable a lo largo de los años y, por lo tanto, no afecta cuantitativamente al «crecimiento» de la productividad. Otra posibilidad es utilizar una estimación del valor monetario del ocio, dado que es en el tiempo libre cuando se consumen los bienes gratuitos. Syverson (2016) realiza este ejercicio y encuentra que, bajo los supuestos más favorables a la teoría del error

de medida,⁸ los bienes digitales gratuitos podrían explicar algo menos de una tercera parte de la desaceleración de la productividad, una cifra muy significativa, pero insuficiente.⁹

En definitiva, aunque las nuevas tecnologías han conllevado una mayor dificultad para medir la actividad económica, los problemas de medida no parecen ser la explicación detrás de la desaceleración de la productividad.¹⁰

Factores de fondo

Algunos economistas han argumentado que la desaceleración de la productividad refleja una vuelta a la normalidad.¹¹ Como muestra el primer gráfico, entre 1995 y 2004, EE. UU. transcurrió por una aceleración puntual de la productividad, que se atribuye a la difusión de los ordenadores e internet. Así, si nos abstraemos de este episodio, nos encontramos ante una desaceleración que se remonta a la década de 1970 y que reflejaría el fin de la difusión de las ideas de la primera y la segunda revolución industrial. De hecho, algunas de las innovaciones que desencadenaron estas revoluciones, como el ferrocarril, el motor de combustión interna o la electricidad, fueron la base de nuevos desarrollos tecnológicos, como la expansión y la sofisticación de la red de transporte, la climatización o los electrodomésticos, que siguieron estimulando el crecimiento económico hasta más allá de la primera mitad del siglo XX. Sin embargo, según estos economistas, la desaceleración que observamos desde 1970 sugiere que las TIC tendrían un impacto más transitorio y no alterarían ni la productividad ni el bienestar de un modo tan fundamental.

¿Cómo encajamos esta visión, relativamente pesimista, con la multitud de avances tecnológicos que se están generando alrededor de la inteligencia artificial y el uso del *big data*? Una posibilidad es que nos encontremos en una fase de transición en la que empresas y consumidores todavía están aprendiendo a utilizar efectivamente la nueva tecnología. Al fin y al cabo, la larga difusión de las dos primeras revoluciones industriales muestra que las innovaciones tardan tiempo en filtrarse plenamente por la economía.

6. Véase el artículo «El precio de lo gratuito» del Dossier «Contabilidad nacional en la era digital» en el IM11/2014.

7. Véase Nakamura, L. y Soloveichik, R. (2015), «Valuing “Free” Media Across Countries in GDP», Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper.

8. Supuestos en términos del tiempo de ocio dedicado al consumo de productos digitales y del valor monetario asignado al mismo.

9. Véase Byrne *et al.* (2016), combinan distintas metodologías y también descubren que los bienes digitales gratuitos no son, cuantitativamente, lo suficientemente relevantes para explicar la desaceleración de la productividad.

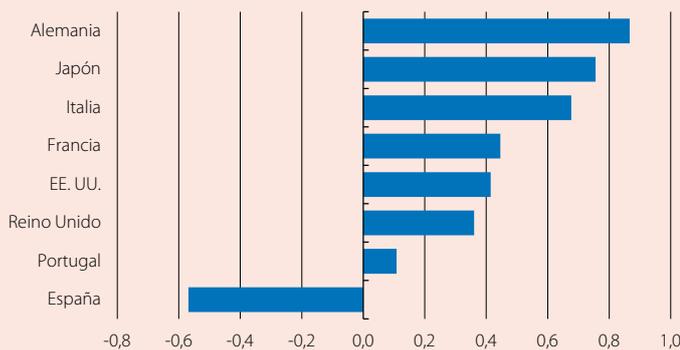
10. Hay otros dos indicios contra la hipótesis del error de medida. Por un lado, la desaceleración también se observa en sectores donde la productividad se mide de un modo razonablemente preciso, como el comercio y las manufacturas. Por otro lado, en una comparativa internacional de países, no se observa una asociación entre la magnitud de la desaceleración y la importancia relativa de las TIC en cada economía.

11. Véase Gordon, R. (2012), «Is US economic growth over? Faltering innovation confronts six headwinds», NBER Working Paper.

De hecho, si vamos más allá de las cifras agregadas, existen indicios de que la productividad empresarial sigue creciendo a buen ritmo. En concreto, en un estudio de la OCDE, Andrews, Criscuolo y Gal analizan la evolución de la productividad de un gran grupo de empresas de 24 países entre 1997 y 2014.¹² Los autores construyen una «frontera de productividad» que solo incluye el 5% de empresas más productivas de cada año y cada rama de actividad, y analizan la evolución de esta frontera a lo largo del tiempo. Sus resultados muestran que la debilidad de la productividad agregada esconde una dualidad entre las empresas más productivas y el resto. En particular, en el sector manufacturero, la productividad de las empresas de la frontera avanzó un 2,8% anual entre 2001 y 2013, mientras que, para el resto, el crecimiento fue del 0,6%. Las diferencias son todavía más acusadas en el sector servicios: en tanto que la productividad de las empresas de la frontera creció a un ritmo anual del 3,6%, el avance del resto fue solo del 0,4%.

Comportamiento cíclico de la productividad del trabajo

Correlación del componente cíclico* del PIB y productividad



Nota: * El componente cíclico se obtiene mediante el filtro de Hodrick-Prescott. Datos anuales: Francia 1975-2016; Alemania 1992-2016; Italia 1995-2016; Japón, España y Portugal 1980-2016; Reino Unido 1970-2016, y EE. UU. 1950-2016.

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

¿Qué explica esta divergencia? El análisis de Andrews y sus coautores indica que las diferencias no proceden de la inversión en capital físico. En cambio, encuentran indicios a favor de la aparición de «superempresas», así como de una menor difusión tecnológica. En otras palabras, por un lado, observan que las empresas de la frontera ganan mucha cuota de mercado, especialmente en sectores relacionados con las TIC, mientras que, con el paso del tiempo, disminuye el flujo de entradas y salidas de la frontera: por ejemplo, en el sector servicios, el 50% de las empresas de la frontera entre 2001 y 2003 también habían formado parte del 10% de empresas más productivas dos años antes, mientras que entre 2011 y 2013 esta cifra alcanzaba el 63%.

En definitiva, los resultados de Andrews y sus coautores nos ayudan a reconciliar la desaceleración de la productividad agregada con la emergencia de nuevas innovaciones tecnológicas. La clave es que las innovaciones digitales son intensivas en capital intangible y permiten reproducir los productos y la información a un coste marginal cercano a cero, por

lo que facilitan que un productor se haga con la mayoría del mercado y nos movamos hacia una economía de dos velocidades, con empresas líderes en productividad y elevada inversión en capital intangible, y empresas con baja productividad y poca inversión en capital intangible.

Productividad y el ciclo macroeconómico

Además de los factores de fondo mencionados, la fuerte recesión que experimentaron la mayoría de países desarrollados en los últimos años también puede haberse sumado a la menor pujanza de la productividad.¹³ En general, el crecimiento de la productividad suele tener un comportamiento procíclico: aumenta en las fases expansivas y se reduce en las recesiones. *A priori*, este comportamiento puede resultar poco intuitivo. De hecho, a principios del siglo pasado, cuando los datos eran muy escasos, se pensaba que la productividad era contracíclica. Wesley Mitchell, por ejemplo, suponía que durante una recesión la productividad aumentaba porque los trabajadores menos productivos eran los primeros en ser despedidos.¹⁴ Por el contrario, durante un *boom* económico suponía que la productividad caía debido a la escasez de mano de obra, que obligaba a las empresas a contratar trabajadores menos productivos para hacer frente a la demanda. Si bien este argumento resulta sugestivo, tal y como se muestra en el segundo gráfico, los datos no lo apoyan, excepto en el caso de España (caso cuya discusión diferimos por el momento).¹⁵

La reticencia por parte de las empresas a despedir a los trabajadores durante una recesión constituye la razón principal que se halla detrás del comportamiento procíclico de la productividad.¹⁶ La evidencia empírica disponible muestra que los costes de buscar un trabajador y formarlo (y también de despedirlo) son suficientes como para que muchas empresas prefieran mantener a parte de su plantilla durante una recesión, aunque esta permanezca parcialmente ociosa. En la medida de lo posible, intentan evitar incurrir con los costes mencionados anteriormente y así disponer del mejor capital humano a su disposición cuando los vientos vuelvan a soplar a favor.¹⁷

12. Véase Andrews *et al.* (2016), «The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective», Hutchins Center Working Paper.

13. A menos que se haga mención expresa, siempre que, a continuación, hagamos mención a la productividad, esta será definida como productividad del trabajo: PIB por hora trabajada.

14. Mitchell colaboró en la fundación del National Bureau of Economic Research (NBER) y fue su director.

15. En 1913, la evidencia empírica disponible sobre productividad era escasa. No fue hasta alrededor de 1950 que se dispusieron de datos fiables sobre productividad que permitieran una evaluación de su comportamiento cíclico.

16. Véase Biddle, J. E. (2014), «Retrospectives: The Cyclical Behavior of Labor Productivity and the Emergence of the Labor Hoarding Concept», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n.º 2, p. 212.

17. El grado de retención del trabajador también depende de las perspectivas por parte de la empresa del tiempo que durará la recesión.

Si, como se ha comentado, los motivos por los que la productividad es procíclica en la mayoría de los países desarrollados son positivos, que en España sea contracíclica no es una buena noticia. Efectivamente, detrás de este fenómeno se encuentra la elevada dualidad del mercado laboral español, que favorece que los ajustes de capacidad de las empresas durante las recesiones se concentren en el factor trabajo.

El impacto de la crisis financiera

Más allá de la evolución procíclica de la productividad, existe el temor de que la naturaleza y la profundidad de la crisis que vivieron la mayoría de países desarrollados haya tenido efectos que aún persistan. El tercer gráfico ilustra este temor: el crecimiento promedio de la productividad de las mayores economías desarrolladas en la actual fase expansiva es claramente inferior al observado en la última fase expansiva.

Aunque, tal y como apuntábamos anteriormente, existen factores de largo plazo detrás de esta ralentización, también hay dinámicas que pesan sobre el crecimiento de la productividad y que tienen su origen en la crisis financiera. Un factor de relieve es la ralentización de la inversión. La inversión pública se ha visto lastrada por los elevados niveles de deuda que acumulan muchos países. Por lo que respecta a la inversión privada, durante la crisis esta se desplomó, sobre todo, por la caída de la demanda, pero también se vio afectada por el elevado grado de incertidumbre que persistió durante la crisis y los primeros años de la recuperación económica. Un ejemplo vale más que mil palabras: en relación con el periodo 1970-2000, entre 2012 y 2016 el porcentaje del PIB destinado a la formación bruta de capital fijo cayó en promedio 2,6 p. p. en EE. UU., 5,6 p. p. en el Reino Unido, 4,5 p. p. en Alemania, 5,2 p. p. en Italia y 4,2 p. p. en España. Así, el FMI estima que la menor inversión explica una caída de alrededor de 0,2 p. p. del crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) en el periodo 2008-2014.

Como se comentaba, en parte, la caída de la inversión fue especialmente acusada debido a la elevada incertidumbre que rodeó el episodio recesivo y la fase inicial del proceso de recuperación. A ello se le sumó la crisis financiera y la consiguiente caída del crédito, que también mermó la capacidad inversora de muchas empresas. En este sentido, un estudio reciente de Duval, Hong y Timmer muestra que aquellas empresas que tuvieron mayores dificultades en acceder al crédito durante la crisis en EE. UU. experimentaron caídas más pronunciadas de la PTF.^{18,19} Los autores, además, observan que en este mismo grupo de empresas la inversión en activos intangibles se vio especialmente afectada. Ambos hechos podrían estar ligados si se tiene en cuenta que los activos intangibles, a diferencia de una máquina o un inmueble, son difíciles de utilizar como garantía de crédito.

El futuro de la productividad

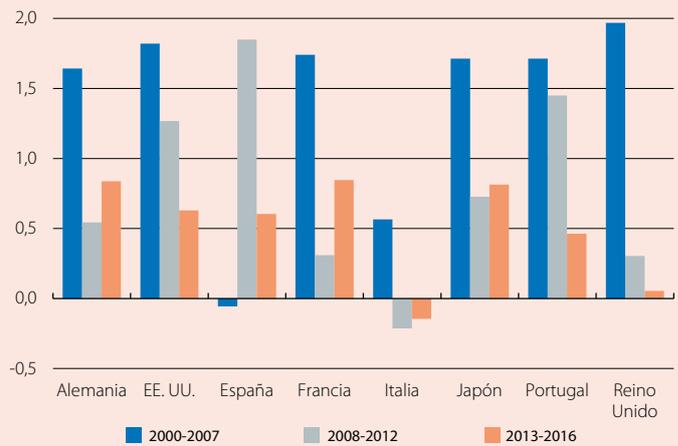
Aunque sería natural concluir con una previsión a futuro, el bagaje de las predicciones sobre la tecnología y la productividad no es muy prometedor. Por ejemplo, en 1927, uno de los máximos mandatarios de Warner Brothers se preguntaba, retóricamente, si existía alguien que realmente quisiera escuchar las voces de los actores. En la misma línea, en 1987, el Nobel de Economía Robert Solow afirmaba que «se puede ver la era de los ordenadores en todos los sitios menos en las estadísticas de productividad» (y, sin embargo, véase el repunte entre 1995 y 2004 en el primer gráfico). En vez de hacer predicciones, los diagnósticos de este artículo apuntan a una agenda clara de políticas públicas para estimular el crecimiento de la productividad (véase el editorial de este mismo *Informe Mensual*). A él referimos al lector.

Oriol Carreras Baquer y Adrià Morron Salmeron

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

Productividad del trabajo

Variación interanual (%)



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

18. Véase Duval, R., Hong, G.H. y Timmer, Y. (2017), «Financial Frictions and the Great Productivity Slowdown», IMF Working Paper.

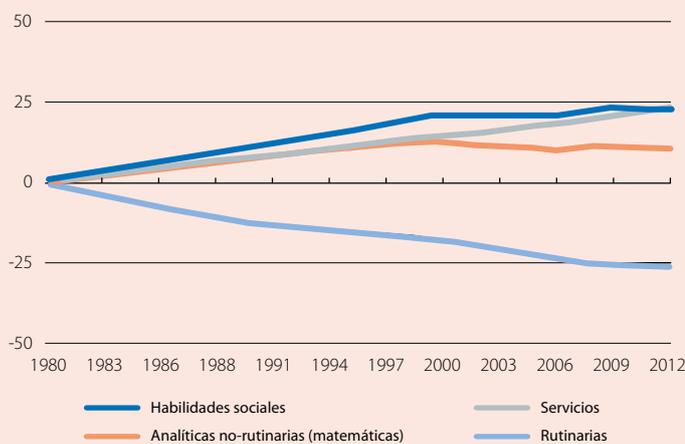
19. Los autores clasifican a las empresas según su grado de apalancamiento y según el volumen de deuda que debía ser refinanciada en menos de un año a partir del 2007. Aquellas con un elevado grado de apalancamiento o elevado riesgo de refinanciación son clasificadas como empresas con dificultades de acceso al crédito. Para aliviar las dudas de que la caída observada de la productividad de las empresas con dificultades de acceso al crédito fuera debida a que estas eran empresas poco productivas, los autores muestran que el crecimiento de la PTF entre ambos tipos de empresas fue similar antes de la crisis financiera.

Escribiendo el futuro: el cambio de paradigma tecnológico y la nueva economía

Coches que conducen solos, robots que cocinan (casi) con la misma pericia que algunos chefs, un *software* que diagnostica enfermedades, máquinas capaces de ganar a seres humanos en concursos de televisión y ajedrez... Todas estas invenciones ya están aquí... y las que nos quedan por ver. En palabras de los economistas Brynjolfsson y McAfee, estas tecnologías no solo no son una mera anécdota, sino que estamos a las puertas de la segunda fase de la segunda era de la máquina.^{1,2} La primera fase de esta segunda era arrancó a mitad de los noventa cuando las tecnologías digitales cambiaron el funcionamiento de las empresas al asumir muchas tareas rutinarias. Esta segunda fase o nuevo paradigma es muy distinta ya que, por primera vez, la tecnología está demostrando que es capaz de realizar tareas no rutinarias y que puede aprender a resolver problemas de forma autónoma. Se trata de un proceso de cambio irreversible, veloz, de alcance global y que afectará a todos los sectores económicos. En este artículo desglosaremos el impacto potencial de este cambio tecnológico sobre el mercado laboral, la estructura sectorial de la economía y el funcionamiento de las empresas.

Evolución de las tareas demandadas en las ocupaciones en EE. UU.

Variación respecto a 1980 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Innosight y David Deming.

Empecemos por el mercado laboral: una de las principales características del nuevo paradigma es la mayor presencia que se espera que tengan las máquinas (principalmente robots, nuevos sistemas operativos y algoritmos) en el proceso productivo. El impacto que probablemente ello tendrá es múltiple. En primer lugar, esperamos que en los próximos años se produzca un cambio notable en los tipos de trabajos. Por un lado, a medida que las nuevas tecnologías se vayan integrando en el proceso productivo, es probable que algunas tareas se puedan realizar con menos trabajadores, o que incluso algunas ocupaciones desaparezcan (lo que podríamos llamar «efecto sustitución»). Este fenómeno ya se ha empezado a observar: por ejemplo, Amazon inauguró en enero una tienda en Seattle sin dependientes ni cajeros automáticos. Sin embargo, también observamos que están ganando peso aquellas ocupaciones en las que hay una complementariedad entre el trabajo de las máquinas y lo que aporta el trabajador. Un ejemplo claro son aquellas profesiones (mánagers, *data scientists*, estadísticos...) capaces de utilizar las nuevas herramientas digitales (técnicas de *machine learning*, *big data* o *software* capaz de realizar predicciones precisas) para mejorar la calidad del servicio que ofrecen sus empresas o hacer el proceso de producción más eficiente. Tal y como ya sucedió en los anteriores procesos de cambio tecnológico, esperamos que el efecto de complementariedad acabe siendo superior al de sustitución. Así, por ejemplo, la industrialización en el siglo XIX perjudicó a algunas ocupaciones en la agricultura y la artesanía, pero ello fue más que compensado por los empleos que florecieron en el sector manufacturero.

El impacto de las nuevas tipologías en el mercado laboral no se acaba aquí. El cambio que probablemente se producirá en el tipo de ocupaciones, a su vez, es de esperar que propicie un cambio en las habilidades requeridas en el mercado laboral. En concreto, posiblemente ganarán peso las ocupaciones que requieran habilidades sociales, como saber comunicar, mostrar empatía y liderazgo o el trabajo en equipo. Y es que, a medida que las nuevas tecnologías realicen un mayor rango de tareas, como el aprendizaje automático o la asunción de tareas más abstractas, muchas ocupaciones deberán especializarse en aquellas habilidades complementarias que dichas tecnologías no sabrán desarrollar, como la capacidad para entender los sentimientos humanos o lo que solemos llamar el sentido común. Estos cambios ya se atisban en un sugerente estudio que documenta que, desde 1980, en EE. UU. han aumentado sustancialmente los trabajos que requieren habilidades sociales.³

Finalmente, los cambios en las ocupaciones no solo es probable que aumenten la productividad del trabajo, sino también su dispersión. Concretamente, cabe esperar que el aumento de la productividad sea muy diferente en función de la ocupación: es

1. La primera era se produjo con la invención de la máquina de vapor en 1765.

2. Véase Brynjolfsson, E. y McAfee, A. (2017), «Machine, Platform, Crowd», Norton.

3. Véase Deming, D. (2015), «The Growing Importance of Social Skills in the Labor Market», Journal of Economics.

razonable pensar que la productividad aumentará de forma muy significativa en aquellas ocupaciones que se beneficien en mayor medida de las complementariedades que brindarán las nuevas tecnologías, mientras que las que no lo hagan queden rezagadas. Este fenómeno ya se ha empezado a producir y es uno de los factores que están detrás del aumento de la desigualdad salarial en muchos países desarrollados.⁴

Los cambios a nivel sectorial también se espera que sean notables. En este caso, uno de los fenómenos potencialmente más disruptivos es la transformación de las plataformas digitales y el llamado O2O, *online-to-offline*. Concretamente, se espera que las plataformas digitales, además de ofrecer productos digitales, como música o *software*, incorporen cada vez más bienes físicos y servicios en su catálogo de productos. Hoy en día las plataformas digitales ya participan en el proceso de distribución de muchos bienes y servicios. Pero en los próximos años, además de extenderse esta práctica, también se espera que tengan un papel destacado en el proceso de producción del bien o servicio en cuestión, tanto en las etapas de preproducción (I+D, diseño, ingeniería) como posproducción (estrategia de ventas, marketing, logística). De hecho, la clasificación de las empresas por sectores tal y como los conocemos hoy en día será cada vez más difícil. Nuevamente Amazon ofrece un ejemplo pionero: la compañía que se creó en 1994 como una sencilla librería *on-line*, ofrece actualmente un amplio abanico de productos propios y de terceros, además de servicios de almacenamiento y procesamiento de datos para empresas.

A medida que se avance en este camino, esperamos que en aquellos sectores en los que las plataformas se encarguen de la cadena de distribución, dichas plataformas tejan sinergias con otras plataformas u empresas que ofrezcan bienes complementarios. Un ejemplo de ello es Spotify: esta plataforma no solamente permite escuchar canciones sino que también informa, en función de los gustos musicales de cada usuario, sobre conciertos que pueden resultar de interés en localidades cercanas y ofrece la oportunidad de comprar las entradas desde su aplicación.

En cambio, en aquellos sectores donde las plataformas también asuman la producción del bien, estas se convertirán en un competidor temible para las empresas tradicionales dado que podrán sacar partido de una estructura digital potente, con una gran cantidad de datos que les permitirá ofrecer una atención más personalizada a sus clientes, así como estrategias de fidelización más eficaces. Estas nuevas dinámicas sectoriales posiblemente originarán que en muchos sectores se produzca una transferencia de poder de la empresa a la plataforma. Este patrón ya se observa en el sector de los móviles: en 2015, Apple copó el 91% de los beneficios globales en el mercado de *smartphones*. En este contexto, cabe esperar que las empresas tradicionales intenten diferenciar al máximo sus productos para singularizarse frente a las plataformas.

Finalmente, es importante tener presente que el cambio de paradigma tecnológico no solo está afectando a la estructura sectorial de la economía, sino también al propio funcionamiento y tamaño de las empresas. Las nuevas tecnologías están permitiendo que la estructura productiva de las empresas pueda estar cada vez más diseminada por el mundo, con una mayor descentralización de la producción y de los centros de decisión. Esta tendencia, que se espera que se afiance en los próximos años, hará que siga aumentando la proporción de trabajadores autónomos,⁵ las deslocalizaciones y el *offshoring*, y que las empresas funcionen de forma menos jerárquica y sean más dinámicas y flexibles.

Respecto al tamaño empresarial, algunos autores⁶ apuntan a que el nuevo paradigma alumbrará una nueva estructura dual: por un lado, los avances digitales facilitarán a las empresas que ofrezcan un producto de mayor calidad para expandir su producción y abastecer a más mercados, lo que dará continuidad a dinámicas de *winner-takes-all*. Por el otro, habrá mayores oportunidades para que surjan pequeñas empresas especializadas en variedades muy específicas y sofisticadas de un determinado producto, gracias a que los avances tecnológicos están permitiendo a las empresas producir bienes a un coste mucho menor y a los consumidores, conocer de forma rápida si se comercializan variedades de productos que encajen plenamente con sus gustos e intereses.

En suma, la sociedad está inmersa en un cambio de paradigma tecnológico que todo apunta a que afectará profundamente al mercado laboral, a la estructura sectorial de la economía y al modo de operar de las empresas. Tomar las decisiones adecuadas y prepararse para estos cambios será imprescindible para aprovechar todas sus oportunidades. Y es que no debemos perder de vista que la tecnología es una herramienta, pero que las decisiones las continuaremos tomando nosotros: la clave no es preguntarse qué nos hará la tecnología en el futuro, sino que podemos hacer nosotros con la tecnología.

Javier Garcia-Arenas

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

4. Para más detalle, véase el Dossier «Las nuevas tecnologías y el mercado de trabajo» en el IM02/2016.

5. El 36% de los trabajadores americanos practican actualmente el *freelancing*.

6. Véase Brynjolfsson, E. y McAfee, A. (2014), «The Second Machine Age», Norton.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

¿Qué hay detrás de la desaceleración del comercio internacional ocurrida tras la crisis financiera?

Clàudia Canals, 11/2017

La calidad del empleo en España

Judit Montoriol-Garriga, 11/2017

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 energéticas: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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 Elías

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2017

	MILLONES €
Recursos de clientes	349.458
Crédito a la clientela, bruto	223.951
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	1.684
Capitalización bursátil	23.248
Cientes en España (millones)	13,8
Empleados	36.972
Oficinas	5.379
Oficinas <i>retail</i> en España	4.681
Número de cajeros en España	9.427

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":
PRESUPUESTO 2018**

	MILLONES €
Social	307,5
Investigación y formación de excelencia	91,1
Divulgación, cultura y conocimiento	121,4
TOTAL PRESUPUESTO	520

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* es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 2018

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

