IM04

INFORME MENSUAL
NÚMERO 400 | ABRIL 2016

KEYNES frente a HAYEK, de nuevo

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
China y la liberalización económica: próxima estación, el mercado de deuda

ECONOMÍA INTERNACIONAL
La caída de las reservas chinas

UNIÓN EUROPEA
El impacto macroeconómico del QE

ECONOMÍA ESPAÑOLA
¿Qué nos dice el precio del suelo sobre la futura evolución del precio de la vivienda?

DOSSIER: INESTABILIDAD FINANCIERA Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Inestabilidad financiera, política económica y economía real: dos visiones enfrentadas

Deuda: ¿vicio o virtud?

El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable?

Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Abril 2016

CaixaBank, S.A.
Planificación Estratégica y Estudios

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

Subscripción a publicaciones impresas:
publicaciones@caixabankresearch.info

Fecha de cierre de esta edición:
31 de marzo de 2016

Jordi Gual
Director Ejecutivo de Planificación Estratégica y Estudios

Enric Fernández
Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía

Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

6 MERCADOS FINANCIEROS

9 *China y la liberalización económica: próxima estación, el mercado de deuda*

10 *Inversión en crecimiento*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *La caída de las reservas chinas*

16 *¿A qué se debe la caída del comercio en Asia?*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *¿Tiene un problema de inversión la eurozona?*

22 *El impacto macroeconómico del QE*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *La población activa en perspectiva*

28 *El auge de las exportaciones de servicios no turísticos*

29 *¿Qué nos dice el precio del suelo sobre la futura evolución del precio de la vivienda?*

32 DOSSIER: INESTABILIDAD FINANCIERA Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

32 *Inestabilidad financiera, política económica y economía real: dos visiones enfrentadas*
Departamento de Macroeconomía

34 *Deuda: ¿vicio o virtud?*
Adrià Morron Salmeron

36 *El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable?*
Gerard Arqué y Judit Montoriol Garriga

38 *Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera*
Mathieu Fort

Keynes frente a Hayek, de nuevo

El Dossier de este *Informe Mensual* aborda uno de los principales debates de la política económica actual. Transcurridos ya ocho años desde Lehman Brothers y el inicio de la Gran Recesión, la economía internacional continúa renqueante, presa de una amarga combinación: elevados niveles de deuda, crecimiento débil, baja inflación y políticas fiscales y monetarias que, tras las intervenciones de los últimos años, se han quedado sin margen de maniobra. El gran dilema es: ¿cómo hemos llegado a esta situación?, y ¿qué se puede o debe hacer?

En este *Informe Mensual* contrastamos los dos principales paradigmas que, más o menos veladamente, tratan de conseguir la hegemonía intelectual y con ello influir en las políticas públicas. El debate parece devolvernos a la polémica del siglo pasado entre John Maynard Keynes y Friedrich von Hayek.

El paradigma dominante, que de manera sintética podríamos denominar keynesiano, atribuye los males de la economía internacional fundamentalmente a tendencias seculares de fenómenos no financieros, como la transición demográfica y el estancamiento tecnológico, que están provocando una situación crónica de falta de demanda agregada en la economía. De ahí que esta corriente se identifique con John Maynard Keynes, aunque las teorías del gran economista británico fueran pensadas, en su momento, más para situaciones de corto plazo que para fenómenos tendenciales.

El paradigma alternativo, con menos adeptos pero de creciente influencia, podría calificarse de hayekiano, puesto que, aunque con matices, enlaza con las ideas sobre los ciclos económicos que preconizaban hace ya años economistas como Friedrich von Hayek, Irving Fisher o Hyman Minsky. Desde esta perspectiva, la raíz del problema es financiera, dado que yace en unas políticas monetarias y fiscales que han conducido a muchos países a niveles de deuda, pública y privada, que son manifiestamente contraproducentes.

Las dos escuelas de pensamiento tienen recetas de política económica contrapuestas. El dominio de la visión keynesiana tal vez se explique por el atractivo político que tienen sus propuestas en muchos países. La idea es aprovechar el bajo nivel de los tipos de interés para tratar de reactivar la economía mediante inversiones públicas en infraestructuras, financiándolas con la emisión de más deuda pública. Algunos proponen, incluso, que esa renovada expansión de la deuda pública no solo se acompañe de una política monetaria acomodaticia, sino que se monetice directamente con la emisión de moneda. La visión hayekiana es, y ello no es sorprendente, menos atractiva políticamente, ya que recomienda una desagradable medicina que comprende el desendeudamiento, la reestructuración de las deudas, la contención fiscal y las reformas de oferta.

La complejidad del debate que nos ocupa no permite extraer conclusiones sencillas y decantarse con facilidad por una u otra visión. Sin embargo, la excepcionalidad del momento económico y financiero que vivimos debe servir de punto de referencia para juzgar los paradigmas en liza.

Los tipos de interés nominales para muchos activos financieros de bajo riesgo y con plazos que alcanzan o superan los 10 años se encuentran en terreno negativo desde hace ya un par de trimestres. Esta es una situación absolutamente anómala, que no había ocurrido nunca en la economía moderna, digamos en los últimos 200 años, tanto en las épocas del patrón oro como en el régimen actual de papel moneda.

Este *Informe Mensual* pretende aportar análisis a este crucial debate y el lector puede juzgar si esta anomalía responde más al paradigma keynesiano y tiene su origen en las tendencias de la economía no financiera o si, por el contrario, se trata de un fenómeno más acorde con la explicación hayekiana, que enfatiza las causas monetarias y la acumulación de deuda como factores determinantes.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de marzo de 2016

CRONOLOGÍA

MARZO 2016

10 El BCE rebaja los tipos de interés de referencia (el tipo refi, al 0%, la facilidad marginal de crédito, al 0,25% y la remuneración sobre la facilidad de depósito, al –0,40%), hace cambios en el programa de compras de activos (amplía el ritmo de compras mensuales en 20.000 millones, hasta los 80.000 millones, e incluye los bonos corporativos en la cesta de activos elegibles) y anuncia cuatro nuevas subastas de liquidez a cuatro años (TLTRO II) a un tipo de interés que puede ser del –0,40% si se alcanzan unos objetivos de concesión de crédito.

FEBRERO 2016

1 Se inicia el proceso de elecciones primarias para elegir a los candidatos a la presidencia de los Estados Unidos. Las elecciones presidenciales se celebrarán el 8 de noviembre de 2016.

24 La Autoridad Bancaria Europea publica la metodología y los escenarios macroeconómicos para llevar a cabo las pruebas de estrés del sistema bancario europeo.

ENERO 2016

29 El **Banco de Japón** anuncia la aplicación de un **tipo de interés negativo** (del 0,1%) al exceso de reservas que las entidades bancarias mantienen con la institución, para estimular el crecimiento del crédito y, en última instancia, la inflación.

DICIEMBRE 2015

3 El **BCE incrementa el grado acomodaticio de su política monetaria**: extiende el programa de compra de activos hasta marzo de 2017, incluye títulos de deuda regional y local en el abanico de activos elegibles en el programa y recorta en 10 p. b. el tipo de la facilidad de depósito, hasta el –0,30%.

16 La **Reserva Federal** de EE. UU. da comienzo al proceso de **normalización del tipo de interés oficial** con una subida de 25 p. b., hasta el 0,25-0,50%, y mantiene la política de reinversión de los vencimientos de deuda.

20 El resultado de las **elecciones generales españolas** deja un arco parlamentario más fragmentado.

NOVIEMBRE 2015

23 La Comisión Europea insta al Gobierno español a presentar una **actualización de los presupuestos para 2016** en la que se tomen medidas para reducir el déficit público según la senda acordada.

30 **El FMI anuncia la inclusión del yuan chino** en la cesta de divisas que componen los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés), junto con el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina. La aprobación del yuan como divisa de reserva será efectiva a partir de octubre de 2016 y marca un hito importante en la internacionalización de la moneda china.

AGENDA

ABRIL 2016

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

MAYO 2016

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
6 Índice de producción industrial (marzo).
13 PIB de la eurozona (1T).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
PIB de Japón (1T).
20 Comercio exterior (marzo).
26 Contabilidad nacional trimestral (1T).
30 Avance IPC (mayo).
Índice de sentimiento económico eurozona (mayo).
31 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
Balanza de pagos (marzo).

Los bancos centrales vuelven a cobrar protagonismo

Los mercados cierran el episodio de turbulencias financieras. Tras la inestabilidad financiera de enero y buena parte de febrero, el clima inversor se ha tornado más favorable. Las cotizaciones de bolsas y bonos corporativos se han restablecido y la volatilidad de los activos financieros ha descendido de manera apreciable en un breve lapso de tiempo. La mejora de la confianza financiera ha sido consecuencia, principalmente, de unos datos macroeconómicos algo más positivos de lo esperado, sobre todo en EE. UU., del apoyo de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal (Fed) y del BCE, y del repunte del precio del crudo, que ha aumentado cerca de un 50% desde los mínimos de enero. En definitiva, concluye un episodio financieramente turbulento pero cuyo impacto final en términos de crecimiento probablemente será limitado. Un buen reflejo de ello es que esperamos un crecimiento mundial del 3,4% en 2016, una cifra que se sitúa por encima del registro de 2015. A pesar de este escenario benigno, hay que reiterar que persisten algunos riesgos bajistas significativos, incluidos un hipotético recrudecimiento de la incertidumbre financiera, dificultades para asegurar el aterrizaje suave de la economía china o deterioros adicionales de la situación de emergentes frágiles como Brasil y Rusia.

La Fed, ante el dilema de actuar ya en clave interna o esperar que los riesgos financieros y globales se apacigüen. El gigante americano circula por fases maduras del ciclo. Más allá de los vaivenes de corto plazo, el crecimiento estadounidense ha tomado una velocidad de crucero del orden del 2% interanual en la segunda mitad de 2015 y en esas coordenadas se va a mover durante gran parte de 2016. Un factor clave para explicar esta dinámica es la solidez del mercado laboral, capaz de crear desde el inicio de la recuperación más de 12 millones de puestos de trabajo y situar la tasa de paro en un reducido 4,9%. En este contexto, la inflación, relativamente contenida todavía, va a experimentar un giro alcista en los próximos meses gracias a la recuperación del precio del petróleo, la mayor presión salarial y la fortaleza de la demanda interna. Ante este panorama, la senda de normalización monetaria iniciada por la Fed en diciembre tiene pleno sentido. Sin embargo, el sesgo acomodaticio de su último comunicado, aun teniendo en cuenta lo reciente de las turbulencias financieras y la incertidumbre que rodea el crecimiento global, fue mayor de lo que esperaban los inversores. Parece que, viéndose en el dilema de primar la actuación inmediata ante la madurez del ciclo o esperar a que se despejen las incógnitas exteriores, la Fed haya optado por lo segundo. Creemos, con todo, que se tratará de una pausa temporal y que el proceso de normalización monetaria continuará en la segunda mitad de 2016.

La eurozona transita por otros derroteros monetarios, mucho más acomodaticios. En respuesta a lo que el BCE entiende como un empeoramiento del cuadro macroeconómico de la eurozona, la institución anunció un nuevo paquete de medidas: recortes de tipos (rebaja del tipo refi hasta el 0,00% y el de depósito hasta el –0,40%), ampliación del programa de compras de bonos (en 20.000 millones de euros mensuales adicionales, hasta los 80.000 millones), inclusión de deuda corporativa en el programa de compras y cuatro nuevas subastas bancarias de liquidez que, si se cumplen ciertas condiciones, serán a tipos negativos. En conjunto, estas actuaciones, mayores de lo esperado, intensifican los estímulos a la provisión de crédito y refuerzan las expectativas de tipos muy bajos durante mucho tiempo. Aunque el impacto final, en términos de mayor crecimiento e inflación, del paquete de medidas puede ser relativamente reducido y dilatarse en el tiempo, sí cabe esperar que afecte al segmento de deuda corporativa, que repercuta en ciertos aspectos de los mercados financieros, como en un cambio de los precios de determinados activos, y que refuerce la confianza de los inversores.

España va entrando en una fase más madura del ciclo. En los próximos trimestres la economía española reducirá moderadamente su ritmo de crecimiento. Tras crecer un dinámico 3,2% en 2015, en 2016 el avance del PIB será del 2,8% según nuestras previsiones. Esta desaceleración es fruto, fundamentalmente, de la gradual desaparición de los efectos de cola que impulsaron el crecimiento durante 2015, como la caída del precio del petróleo o la depreciación del euro. También de un menor apoyo de la política fiscal, que difícilmente podrá mantenerse en la órbita expansiva de 2015 si se quieren cumplir los objetivos de déficit público. Menos crecimiento, en definitiva, pero de más calidad, como mínimo por lo que se refiere a su sostenibilidad. En particular, el mayor protagonismo del sector exterior, cuya aportación será creciente en 2016, es un desarrollo positivo. También lo son la continuidad de la recuperación del sector inmobiliario, el crecimiento del crédito bancario y la mejoría laboral, tres tendencias que representan seguir avanzando hacia la plena normalización económica del país.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2014	2015	2016	2017	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,4	3,7	3,1	2,9	3,2	3,3	3,4	3,5
Países desarrollados	*1,8*	*1,9*	*1,9*	*2,0*	*1,9*	*1,7*	*1,8*	*1,8*	*1,8*	*2,1*
Estados Unidos	2,4	2,4	2,1	2,2	2,1	2,0	2,3	1,9	2,0	2,3
Eurozona	0,9	1,5	1,6	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,6	1,8
Alemania	1,6	1,4	1,6	1,7	1,7	1,3	1,4	1,4	1,6	1,9
Francia	0,2	1,1	1,3	1,4	1,1	1,4	1,0	1,4	1,5	1,5
Italia	–0,4	0,6	1,1	1,2	0,8	1,0	0,9	0,9	1,1	1,3
España	1,4	3,2	2,8	2,1	3,4	3,5	3,3	2,9	2,7	2,4
Japón	–0,1	0,5	0,9	0,7	1,7	0,8	0,2	1,0	0,8	1,4
Reino Unido	2,9	2,3	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1
Países emergentes	*4,6*	*4,0*	*4,4*	*4,9*	*4,0*	*3,8*	*4,3*	*4,4*	*4,4*	*4,5*
China	7,3	6,9	6,5	6,3	6,9	6,8	7,0	6,6	6,3	6,2
India[1]	7,2	7,4	7,4	7,6	7,7	7,3	7,2	7,4	7,4	7,4
Indonesia	5,0	4,8	5,2	5,5	4,7	5,0	5,0	5,1	5,3	5,4
Brasil	0,1	–3,8	–3,4	1,1	–4,5	–5,9	–5,7	–4,0	–2,7	–1,3
México	2,2	2,5	2,7	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5	2,7	3,2
Chile	1,9	2,1	2,2	3,2	2,2	1,3	1,5	1,7	2,5	2,9
Rusia	0,6	–3,7	–0,8	1,5	–4,1	–3,8	–2,2	–0,7	–0,4	0,0
Turquía	3,1	4,0	2,9	3,4	3,9	5,7	3,8	3,0	2,2	2,5
Polonia	3,3	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,5	3,5	3,6	3,5
Sudáfrica	1,6	1,2	0,9	1,5	1,1	0,3	0,6	0,7	1,1	1,1
INFLACIÓN										
Mundial	3,5	3,2	3,4	3,7	3,2	3,3	3,4	3,3	3,3	3,6
Países desarrollados	*1,4*	*0,3*	*1,1*	*2,2*	*0,2*	*0,4*	*0,8*	*0,7*	*1,1*	*1,6*
Estados Unidos	1,6	0,1	1,4	2,5	0,1	0,5	1,2	1,1	1,4	1,9
Eurozona	0,4	0,0	0,6	1,9	0,1	0,2	0,0	0,1	0,7	1,4
Alemania	0,8	0,1	0,6	2,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,8	1,4
Francia	0,6	0,1	0,5	1,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3
Italia	0,2	0,1	0,5	1,8	0,3	0,2	0,0	0,0	0,6	1,3
España	–0,2	–0,5	0,0	2,2	–0,4	–0,3	–0,7	–0,8	0,1	1,2
Japón	2,7	0,8	0,9	2,0	0,2	0,3	0,3	0,3	1,1	1,7
Reino Unido	1,5	0,0	0,9	1,9	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,4
Países emergentes	*5,1*	*5,4*	*5,6*	*5,8*	*5,4*	*5,4*	*5,9*	*5,7*	*5,4*	*5,5*
China	2,0	1,4	1,9	2,1	1,7	1,5	2,0	1,9	1,7	2,1
India	6,6	4,9	4,9	5,2	3,9	5,3	5,4	5,4	4,4	4,3
Indonesia	6,4	6,4	4,5	4,9	7,1	4,8	4,4	4,6	4,1	4,8
Brasil	6,3	9,0	7,8	6,3	9,5	10,4	9,5	8,0	7,0	6,8
México	4,0	2,7	3,2	3,2	2,6	2,3	2,8	3,0	3,3	3,5
Chile	4,4	4,3	3,8	3,2	4,8	4,1	4,5	4,0	3,5	3,3
Rusia	7,8	15,5	7,7	5,7	15,7	14,5	9,3	8,0	7,0	6,5
Turquía	8,9	7,7	7,5	6,3	7,3	8,2	8,8	7,1	7,0	7,0
Polonia	0,2	–0,9	0,9	1,9	–0,8	–0,8	–0,2	0,8	1,3	1,5
Sudáfrica	6,1	4,6	6,2	6,1	4,7	4,9	6,2	5,5	5,9	7,3

Nota: *1. Datos anuales representan año fiscal.*

Previsiones

Economía española

	2014	2015	2016	2017	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	1,2	3,1	2,9	2,1	3,6	3,5	3,5	3,2	2,6	2,4
Consumo de las AA. PP.	0,0	2,7	0,4	–0,7	3,0	3,7	1,3	0,8	–0,2	–0,5
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,4	4,6	3,7	6,7	6,4	5,9	4,4	4,2	4,0
Bienes de equipo	10,7	10,1	6,5	3,6	11,2	10,9	9,8	6,9	5,2	4,2
Construcción	–0,1	5,3	3,7	3,8	5,2	4,6	4,2	3,1	3,5	3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,6	3,7	2,6	1,8	4,1	4,1	3,3	2,9	2,1	2,1
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,4	5,6	4,9	4,5	5,3	5,7	5,7	5,4	5,7
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,4	4,4	7,2	7,7	6,4	6,1	4,1	5,0
Producto interior bruto	**1,4**	**3,2**	**2,8**	**2,1**	**3,4**	**3,5**	**3,3**	**2,9**	**2,7**	**2,4**
Otras variables										
Empleo	1,1	3,0	2,5	2,0	3,1	3,0	2,8	2,4	2,3	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	24,4	22,1	19,9	18,5	21,2	20,9	21,2	20,0	19,2	19,3
Índice de precios de consumo	–0,2	–0,5	0,0	2,2	–0,4	–0,3	–0,7	–0,8	0,1	1,2
Costes laborales unitarios	–0,8	0,3	0,6	1,1	–0,2	0,4	–0,7	1,0	0,7	1,4
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	1,0	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	1,4	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2
Saldo público (acum., % PIB) [1]	–5,9	–5,2	–3,9	–2,1						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,26	0,58	1,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,58	0,75
Líbor 3 meses	0,23	0,32	0,78	1,54	0,31	0,41	0,62	0,71	0,84	0,96
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,26	1,89	0,83	0,95	1,17	1,25	1,29	1,34
Deuda pública a 2 años	0,44	0,67	1,05	1,80	0,67	0,83	0,86	0,98	1,10	1,25
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	2,03	2,71	2,21	2,19	1,92	1,96	2,06	2,19
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,05	0,05	0,03	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	0,21	–0,02	–0,26	–0,06	–0,03	–0,09	–0,19	–0,28	–0,30	–0,29
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	–0,03	0,23	0,16	0,09	0,01	–0,04	–0,05	–0,04
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	–0,24	–0,41	0,01	–0,24	–0,32	–0,46	–0,40	–0,40	–0,37
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,36	1,34	0,69	0,57	0,31	0,33	0,35	0,44
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,33	1,11	1,09	1,07	1,11	1,09	1,10	1,10	1,08	1,07
¥/€	140,42	134,35	129,71	128,19	135,89	132,94	127,18	129,67	130,95	131,06
£/€	0,81	0,73	0,78	0,76	0,72	0,72	0,77	0,78	0,78	0,77
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	99,45	53,61	43,31	65,62	51,10	44,70	35,73	39,81	45,50	52,20
Brent (€/barril)	74,54	48,30	39,92	61,26	46,00	40,82	32,41	36,24	42,05	48,99

Nota: *1. Acumulado de cuatro trimestres.*

Previsiones

COYUNTURA · Las turbulencias quedan atrás

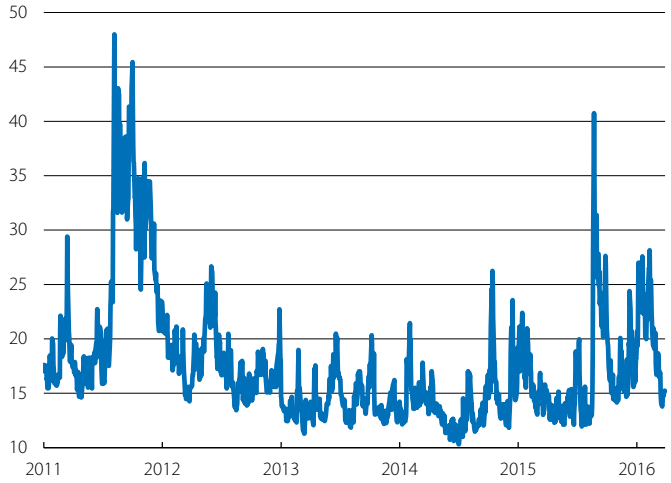
La tempestad da paso a la calma en los mercados globales. Tras la inestabilidad financiera de enero y buena parte de febrero, el clima inversor es más favorable. Las cotizaciones de las bolsas y los bonos corporativos se han recuperado y la volatilidad de los activos financieros ha descendido remarcablemente en poco tiempo. Varios elementos subyacen a esta dinámica. En primer lugar, la remisión de los temores de recesión en EE. UU., que se han confirmado exagerados. El pulso firme de diversos indicadores de actividad y del mercado laboral en EE. UU. han sido claves para reducir el nerviosismo de los inversores. La ausencia de sobresaltos en China también ha contribuido favorablemente. En segundo lugar, el precio del crudo, que ha repuntado cerca de un 50% desde los mínimos de enero. Por último, el apoyo de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal (Fed) y del BCE, que sigue ejerciendo una poderosa influencia sobre la formación de los precios de los activos financieros. Con todo, sería atrevido dar por concluida la fase de inestabilidad que comenzó en el verano de 2015. La asombrosa rapidez con la que se han restaurado las cotizaciones previas al *sell-off* y los bajos niveles de volatilidad no deben hacer bajar la guardia.

Lamentablemente, los riesgos del escenario financiero internacional continúan estando sesgados a la baja. China sigue siendo un foco de riesgo pese a haber permanecido en un segundo plano durante las últimas semanas. No obstante, las actuaciones de política económica recientes del gigante asiático van en la buena dirección en aras de dotar a la economía de estructuras de «más mercado». La apertura de su mercado de bonos doméstico a los inversores extranjeros es un ejemplo de esta estrategia. Otro acontecimiento potencialmente disruptivo es el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE, que se celebrará en junio. Las casas de apuestas británicas asignan una probabilidad de que el no se imponga en torno al 30%, una cifra significativa. Por último, la perpetuación de un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en regiones como la eurozona puede acentuar vulnerabilidades en ámbitos como el bancario.

En este contexto, la Fed vuelve a dejar claro que prefiere errar por exceso que por defecto en términos de gradualidad. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 16 de marzo, la Fed mantuvo el tipo oficial en el 0,25%-0,50%, como estaba previsto. Sin embargo, el marcado sesgo acomodaticio del comunicado oficial sorprendió a buena parte de la comunidad inversora. La autoridad monetaria hizo referencia una vez más a los riesgos globales y a la desaceleración del crecimiento exterior al tiempo que rebajó sensiblemente sus previsiones de crecimiento e inflación. En materia de tipos de interés, los miembros de la entidad solo pronostican ahora dos subidas del *fed funds*, frente a las cuatro proyectadas en diciembre. La previsión del nivel terminal, o de largo plazo, del tipo

Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

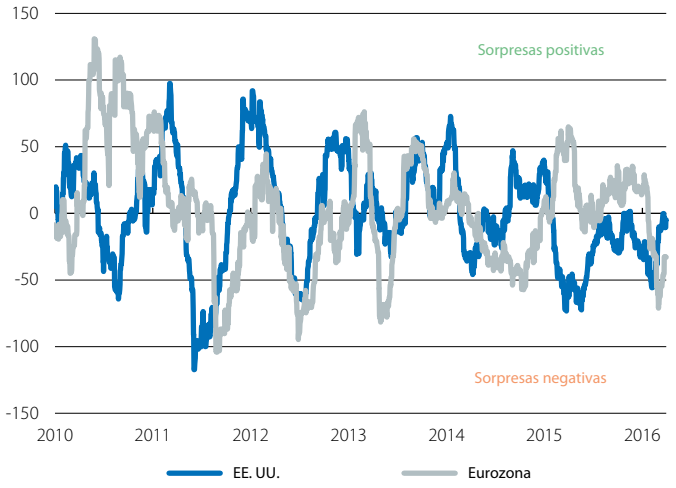
(%)



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

Índice de sorpresas económicas

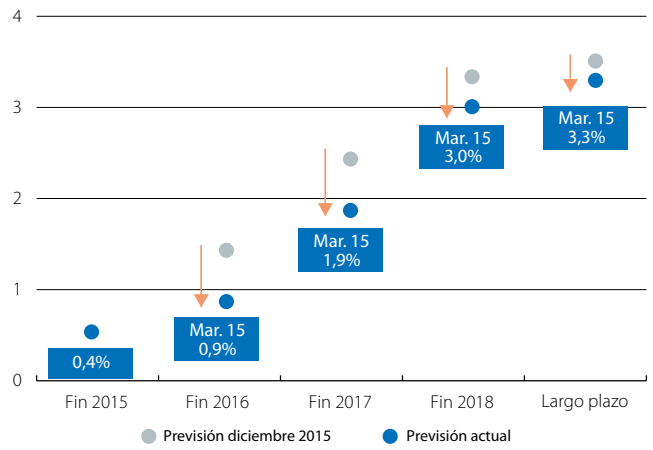
Nivel



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

EE. UU.: nivel apropiado del tipo de interés oficial según los miembros de la Fed (reunión del 16 de marzo)

(%)



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

rector también descendió, del 3,5% al 3,25%. En un contexto de relativa fortaleza en el que los inversores contemplaban que la Fed endureciese su discurso, sus advertencias y sus mensajes no pasaron desapercibidos. El tono *dovish* de la Fed y la convergencia de sus previsiones de tipos con las del mercado tuvieron una acogida favorable en los mercados internacionales.

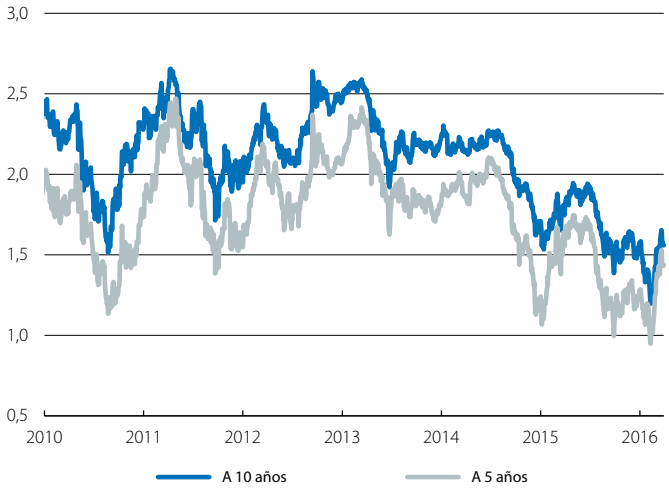
Sin embargo, una mayor tolerancia de la Fed a un periodo de mayor inflación puede resultar contraproducente. En los últimos meses, diversos indicadores de inflación en EE. UU. han mostrado una aceleración notable. Las expectativas de inflación contenidas en los bonos indiciados también recogen alzas destacables. Aunque puede resultar prematuro hablar de presiones inflacionistas en EE. UU., introducen riesgos considerables. Una respuesta tímida por parte de la Fed a estas presiones puede menoscabar su credibilidad. Si los agentes del mercado de bonos perciben que el banco central va a remolque de los datos de inflación (*behind the curve*, en la jerga), ello podría desencadenar repuntes bruscos de los tipos de largo plazo y endurecer las condiciones financieras. En consecuencia, la Fed se vería obligada a acelerar el ritmo de subidas del tipo oficial, con los riesgos que ello implicaría para la economía americana.

Entretanto, el BCE anuncia un nuevo paquete de estímulos monetarios, entre los que sobresale la compra de bonos corporativos. Los riesgos procedentes del entorno exterior y las dinámicas desinflacionistas llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar medidas de calado en su última reunión. Además del recorte de los tipos refi y de depósito hasta el 0,00% y el –0,40%, respectivamente, Draghi anunció la ampliación del programa de compra de bonos (QE) en 20.000 millones de euros mensuales. La segunda novedad radica en que el BCE ampliará los activos elegibles bajo el QE y comprará títulos de renta fija privada. Esta última medida está orientada sobre todo a paliar la posible escasez de deuda pública que se habría originado tras la ampliación de las compras mensuales hasta los 80.000 millones de euros. El Consejo también aprobó una segunda ronda de cuatro nuevas TLTRO con sendos vencimientos de cuatro años. Una diferencia clave respecto a las TLTRO anteriores es el coste que deberán afrontar los bancos, que podrá ser negativo si la concesión de crédito supera un determinado umbral establecido por el BCE. En tal caso, el coste de los fondos solicitados será del –0,40% (el tipo de interés de la remuneración de la facilidad de depósito). Así, el BCE contempla que los nuevos incentivos logren impulsar la participación de los bancos en este tipo de subastas. Hasta la fecha, los resultados de las siete TLTRO han sido discretos, con un importe conjunto solicitado de 426.000 millones de euros.

El mercado europeo de renta fija privada celebra la inclusión de esta clase de activo en el QE del BCE. La autoridad monetaria europea adquirirá bonos con grado de inversión denominados en euros de empresas no bancarias radicadas en la eurozona, una noticia positiva para este mercado después de los meses difíciles que ha atravesado. A falta de que se publiquen más detalles, el universo de activos elegibles asciende a 500.000-600.000 millones de euros y las compras totales po-

EE. UU.: expectativas de inflación

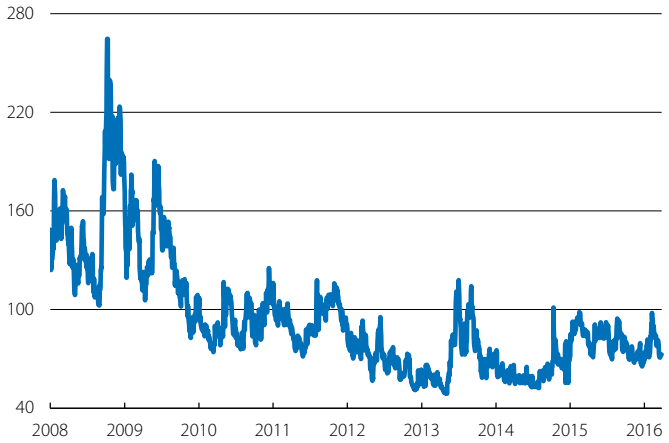
(%)



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

EE. UU.: volatilidad implícita del mercado de deuda pública

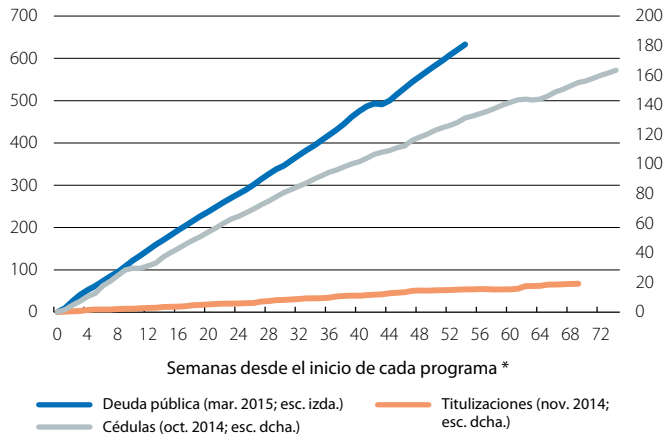
(p. b.)



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

Eurozona: compras de activos acumuladas bajo distintos programas del BCE

(Miles de millones de euros) *(Miles de millones de euros)*



Nota: ** Entre paréntesis, la fecha de inicio de cada programa.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

drían abarcar entre el 15% y el 25% del mercado objetivo. La irrupción de un comprador de tal magnitud debe favorecer el comportamiento no solo de la deuda grado inversión, sino también del segmento *high yield*. En ambos casos, las primas de riesgo han mostrado descensos significativos.

Tras los anuncios del BCE, los inversores redirigen la mirada hacia las palabras de Draghi. De singular importancia fueron los comentarios del presidente del BCE en los que señaló que la probabilidad de recortes adicionales de los tipos oficiales era baja. Este punto causó cierta inquietud en los mercados y los tipos interbancarios y monetarios reaccionaron con repuntes moderados. En el mercado de divisas, el euro se apreció cerca de un 2% frente al dólar, hasta situarse alrededor de los 1,12 dólares. Probablemente, los comentarios de Draghi estuvieron dirigidos a acotar las expectativas de nuevos recortes del tipo de depósito y a delimitar un foco de vulnerabilidad del sector bancario. En esta línea, diversos instrumentos del mercado monetario no anticipan rebajas adicionales del tipo de depósito, ante la expectativa de que se situase en el –0,50% antes de la última reunión del BCE.

Las bolsas dejan atrás los intensos repliegues invernales y recobran el pulso. Desde el punto álgido de las tensiones a mediados de febrero, las bolsas internacionales han mostrado ganancias sólidas, entre el 10% y el 15%. Al mismo tiempo, el índice de volatilidad implícita del S&P 500 ha descendido fuertemente y se sitúa en cotas similares a las observadas antes del episodio de inestabilidad del verano. Ambas circunstancias apuntan a que las caídas de las bolsas de enero y febrero fueron fruto de la sobrerreacción inversora. Asimismo, los sectores de la energía y la banca, ejes de volatilidad en EE. UU. y en Europa, respectivamente, han liderado los avances en sus mercados de acciones. A corto plazo, los registros procedentes de la macroeconomía deben seguir apoyando la consolidación de esta pauta alcista, especialmente en el bloque desarrollado, y relegar definitivamente los temores de recesión en EE. UU. Pero es probable que el ritmo de avance de las bolsas pierda vigor y adopte un tono más intermitente. Por último, la campaña de beneficios del 1T 2016 en EE. UU., que dará comienzo en breve, se prevé importante, en tanto que servirá de termómetro del estado de las cuentas empresariales en 2016.

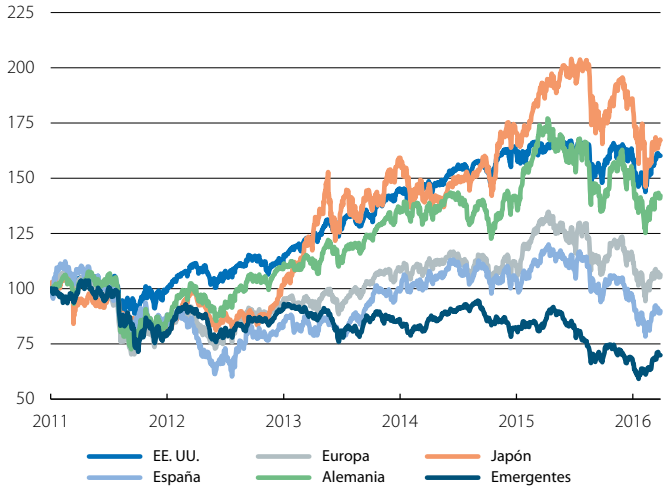
El barril de petróleo Brent se consolida en la zona de los 40 dólares. La recalibración de las expectativas de desaceleración brusca del crecimiento mundial y la aparente mayor coordinación de los países productores de petróleo ha propiciado que la cotización del crudo se revalorice cerca de un 50% desde sus mínimos anuales. Los resultados de la reunión extraordinaria de países productores del 17 de abril y, en particular, los acuerdos a los que se pueda llegar para limitar la oferta de petróleo marcarán el rumbo de su cotización en los próximos meses. En paralelo, otras materias primas estrechamente ligadas al ciclo económico, como los metales y los materiales industriales, también muestran una dinámica similar, si bien de menor intensidad.

Europa: primas de riesgo de la deuda corporativa

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

Principales bolsas internacionales

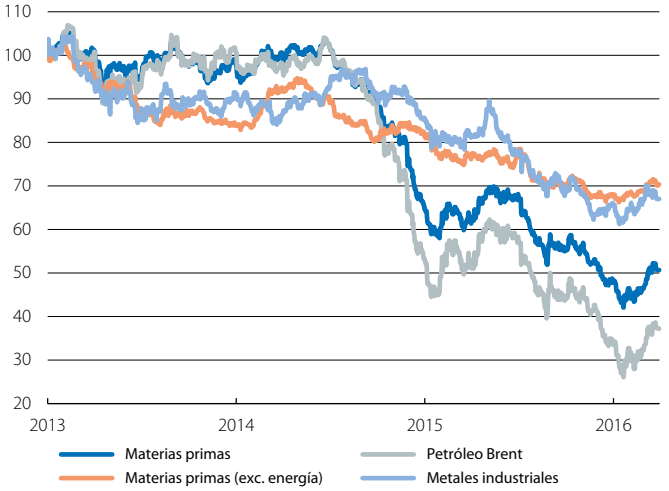
Índice (100 = enero de 2011)



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

Materias primas

Índice (100 = enero de 2013)



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

FOCUS · China y la liberalización económica: próxima estación, el mercado de deuda

China ha sido el epicentro de diversos episodios de turbulencias financieras a lo largo del pasado año y en los primeros compases de 2016. En este contexto, el pulso reformista del Ejecutivo ha tomado empuje. Así, en agosto de 2015, las autoridades flexibilizaron el mecanismo para establecer el tipo de cambio del yuan. En octubre, suprimieron el límite sobre la remuneración de los depósitos bancarios. Ahora, el banco central de China (PBoC, por sus siglas en inglés) ha sorprendido al anunciar la apertura de su mercado de deuda doméstico, el tercero más grande del mundo, a la comunidad inversora internacional. Una decisión que genera grandes expectativas y que está llamada a convertirse en uno de los mayores hitos en el proceso de liberalización de la cuenta financiera e internacionalización de la divisa del gigante asiático.

Una de las singularidades del mercado de renta fija de China es que, a pesar de su gran tamaño (equivalente a 6 billones de dólares en 2015, el 60% del PIB), la participación de inversores extranjeros tan solo alcanza el 1,9% del mismo y poco más del 1% del PIB. Esta circunstancia se explica por las restricciones existentes para acceder al mercado de bonos doméstico. Hasta la fecha, las posibilidades de los inversores foráneos de adquirir títulos de dicho mercado se limitaban a tres programas: el Qualified Foreign Institutional Investor (QFII), el Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) y una facilidad específica del PBoC. Un rasgo común de todos ellos es que son sistemas basados en cuotas sobre las cantidades a invertir y en la aprobación de cada operación por parte de los entes regulatorios chinos.

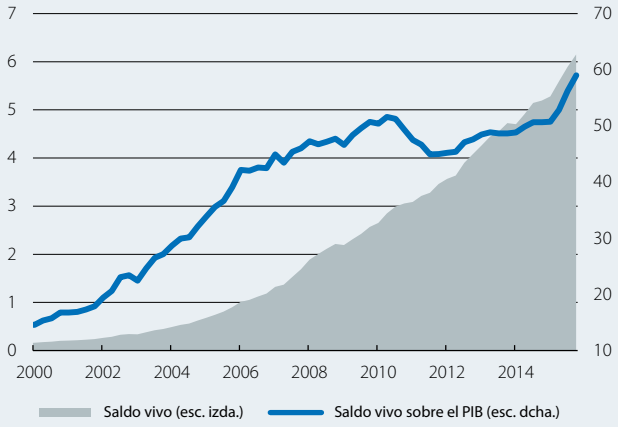
En cambio, a partir de ahora, la práctica totalidad de inversores institucionales no residentes podrán acceder al mercado de renta fija local sin estar sujetos a cuotas.[1] Aunque todavía hay algunos aspectos técnicos por concretar, la apertura de un mercado de tales dimensiones constituye un acontecimiento muy relevante, tanto para los inversores internacionales como para los propios agentes domésticos. Para China, la apertura de su mercado de bonos se traducirá en la entrada de fondos globales y en una base inversora más amplia y diversificada. Esto puede beneficiar especialmente a las empresas privadas chinas, que hasta ahora han visto menoscabado su acceso al mercado de capitales, puesto que la banca doméstica ha mostrado preferencia por emisores públicos o semipúblicos (véase el segundo gráfico).

1. Bancos, fondos de inversión y de pensiones, aseguradoras, fondos soberanos y entidades de *brokerage* podrán acceder al mercado de deuda chino, mientras que las restricciones siguen vigentes para los *hedge funds*.

A corto plazo, es poco probable que tenga lugar una entrada de flujos elevada en el mercado de bonos chino, dada la incertidumbre sobre la evolución del renminbi. Sin embargo, de cara a los próximos años, el crecimiento de la exposición internacional a este mercado puede ser muy significativo. En comparación, los inversores extranjeros poseen títulos de deuda denominados en yenes y dólares canadienses que alcanzan el 10% y el 15% del PIB de Japón y Canadá, respectivamente. En caso de que la exposición de los inversores internacionales a instrumentos de deuda denominados en renminbis alcanzara cotas similares, ello implicaría una entrada de capitales comprendida entre los 0,8 y los 1,3 billones de dólares. Esta expectativa, por sí sola, puede contribuir a estabilizar la cotización de la divisa china, uno de los objetivos que persiguen las autoridades chinas.

China: mercado de bonos doméstico

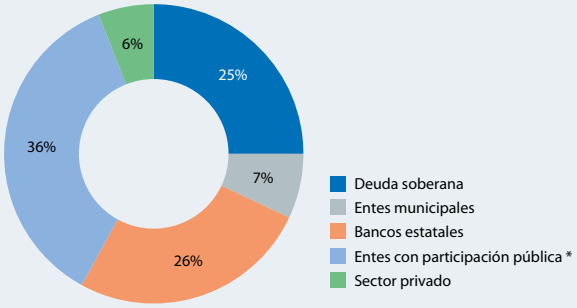
(Billones de dólares) *(% del PIB)*



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

China: composición del saldo vivo de bonos por tipo de emisor

(% sobre el total)



Nota: ** Componen esta partida las empresas estatales o semiestatales y los denominados vehículos de financiación local.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs.*

FOCUS · **Inversión en crecimiento**

Un objetivo central de todo inversor en bolsa es batir el mercado sin incurrir en un mayor riesgo que el de invertir en esa cesta representativa. Una estrategia que se ha mostrado efectiva en este sentido es la inversión en valor (véase el Focus «El valor real de la inversión en valor» en el IM03/2016). Otra, la inversión en crecimiento (*growth investing*), está ligada a la filosofía de inversión de Thomas Rowe Price, fundador en 1937 de la gestora que aún lleva su nombre.

El estilo del *growth investing* centra su atención en empresas con un alto potencial de crecimiento en beneficios. En contraste con la estrategia de inversión en valor, deja de lado acciones de empresas maduras, con crecimientos moderados de ventas o beneficios, aunque puedan estar infravaloradas. Una cartera de crecimiento suele contener una mayoría de valores en sectores innovadores y con un alto componente tecnológico (tecnologías de la información, biotecnología, etc.). En muchos casos, se trata de empresas jóvenes o relativamente pequeñas que no reparten dividendos, bien por estar en fases iniciales en las que todavía no generan beneficios, bien porque los reinvierten para seguir creciendo. La naturaleza de estas compañías explica, en parte, que ofrezcan rentabilidades más elevadas que el promedio del mercado: las empresas pequeñas disponen de una menor cobertura de analistas especializados y, además, un elevado crecimiento de los beneficios suele conllevar una mayor incertidumbre (o una menor precisión) en torno a su estimación. Ante ello, los inversores exigen una prima de riesgo más alta.

La selección de valores para una cartera de inversión en crecimiento se puede hacer siguiendo varios criterios. El más simplista consistiría en adquirir acciones con una ratio PER (precio sobre beneficios) relativamente alta, que reflejaría una expectativa de fuerte crecimiento de los beneficios. La evidencia empírica, sin embargo, aconseja cautela, pues las compañías con PER altas suelen rendir menos que aquellas con PER bajas. Un enfoque alternativo consiste en identificar valores con un historial reciente (o con proyecciones, propias o de terceros) de elevado crecimiento de beneficios. Basarse en el crecimiento pasado siempre tiene el riesgo de que el futuro no sea tan brillante y confiar en proyecciones acarrea el coste de los recursos para realizarlas o para evaluar la calidad de las previsiones de otros. Un tercer criterio compagina los dos anteriores al seleccionar compañías con un crecimiento previsto de beneficios elevado en relación con la PER (el cociente entre estas dos cifras se denomina ratio PEG, por las siglas de *price/earnings to growth*). Este criterio, conocido como estrategia GARP (*growth at reasonable price*) y que combina aspectos del *value* y el *growth investing*, fue popularizado por Peter Lynch, el legendario inversor de Fidelity.

En la actualidad, existen diversos índices considerados de crecimiento de acuerdo con algunos de los sencillos criterios mencionados (en este sentido, son una aproximación un tanto burda a la estrategia). Por ejemplo, el S&P 500 Growth en la bolsa americana, que contiene un subconjunto de las acciones que componen el S&P 500 (en promedio, sus acciones tienen actualmente una PER de 22 frente al 19 del S&P 500). La rentabilidad anual del S&P 500 Growth en los últimos 10 años (6,1%) ha superado la del conjunto del índice en casi 2 p. p.

Diversos estudios académicos han explorado más a fondo los resultados de esta estrategia. Damodaran,[1] por ejemplo, concluye que una estrategia de inversión en crecimiento puede reportar rentabilidades superiores al promedio del mercado, especialmente si el horizonte de inversión es largo y se eligen bien los momentos de entrada y salida de las inversiones. De todas maneras, los retornos que se consiguen acostumbran a ser menores que con una estrategia de inversión en valor. La evidencia empírica indica que el mejor momento para invertir en crecimiento coincide con fases bajistas del ciclo económico. En parte porque los beneficios de este tipo de empresas están menos correlacionados con el ciclo y también porque los inversores parecen pecar de un escepticismo excesivo sobre las perspectivas de estas empresas en un entorno que se debilita.

La inversión en crecimiento, sin embargo, también presenta riesgos importantes. En particular, este tipo de empresas es más proclive a protagonizar burbujas (como la tecnológica) o a sufrir fuertes pérdidas en un entorno de mucha inestabilidad (como en la crisis financiera de 2008-2009). Un recordatorio de la conveniencia de contar con una cartera adecuadamente diversificada.

Rendimientos de la inversión en crecimiento respecto al mercado

Índice (100 = diciembre de 1994)

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

1. Damodaran, A. (2012), «Growth Investing: Betting on the Future?», New York University, 27 July.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-mar	29-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	**0,00**	0,05	–5	–5,0	–5,0
Euríbor 3 meses	**–0,24**	–0,21	–4	–11,3	–26,3
Euríbor 12 meses	**–0,01**	–0,02	1	–7,0	–20,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	**–0,45**	–0,48	3	–7,2	–23,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	**–0,49**	–0,57	8	–14,5	–23,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	**0,15**	0,11	4	–47,9	–3,0
Deuda pública a 10 años (España)	**1,44**	1,53	–9	–33,1	22,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	**128**	142	–14	14,3	25,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	**0,50**	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	**0,63**	0,63	–1	1,2	35,4
Líbor 12 meses	**1,21**	1,18	3	3,2	51,6
Deuda pública a 1 año	**0,58**	0,60	–2	–1,7	35,1
Deuda pública a 2 años	**0,72**	0,77	–5	–32,8	16,5
Deuda pública a 10 años	**1,77**	1,73	4	–49,9	–15,3

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

	31-mar	29-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	**73**	100	–28	–4,6	16,7
Itraxx Financiero Sénior	**89**	108	–19	12,2	22,7
Itraxx Financiero Subordinado	**201**	237	–37	45,1	65,6

Tipos de cambio

	31-mar	29-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
$/€	**1,138**	1,087	4,7	4,8	6,0
¥/€	**128,110**	122,530	4,6	–1,9	–0,6
£/€	**0,793**	0,781	1,4	7,5	9,4
¥/$	**112,570**	112,690	–0,1	–6,4	–6,3

Materias primas

	31-mar	29-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	**401,2**	383,6	4,6	7,1	–3,3
Brent ($/barril)	**38,7**	35,9	7,7	8,3	–27,4
Oro ($/onza)	**1.232,7**	1.238,7	–0,5	16,1	4,1

Renta variable

	31-mar	29-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	**2.059,7**	1.932,2	6,6	0,8	–0,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	**3.004,9**	2.945,8	2,0	–8,0	–18,7
Ibex 35 (España)	**8.723,1**	8.461,4	3,1	–8,6	–24,3
Nikkei 225 (Japón)	**16.758,7**	16.026,8	4,6	–12,0	–12,7
MSCI emergentes	**836,8**	740,3	13,0	5,4	–14,1
Nasdaq (EE. UU.)	**4.869,8**	4.558,0	6,8	–2,7	–0,6

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

COYUNTURA · La aceleración del crecimiento global recibe nuevos apoyos

El ritmo de crecimiento de la economía mundial acelerará en 2016 hasta el 3,4% (3,1% en 2015). En los principales países desarrollados, los indicadores de actividad del 1T 2016 publicados han reforzado el escenario de estabilización del crecimiento según lo previsto. En el bloque de países emergentes, el flujo de sorpresas negativas se ha moderado, aunque sigue preocupando la delicada situación en la que se encuentran algunos pesos pesados, como Brasil.

La recuperación del crecimiento mundial recibe el apoyo de varios factores en marzo. Destaca la remisión del episodio de *risk-off*, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. La menor aversión al riesgo ha beneficiado los flujos de capitales hacia los emergentes, que han repuntado con moderación después de varios meses de fuertes descensos. Además, un entorno monetario más acomodaticio, a raíz de las medidas anunciadas por el BCE y los comunicados de la Fed y el Banco de Inglaterra, también favorece el escenario de recuperación previsto. Finalmente, la gradual recuperación del precio del petróleo aliviará las presiones financieras de varios países emergentes cuyo debilitamiento estaba en el punto de mira.

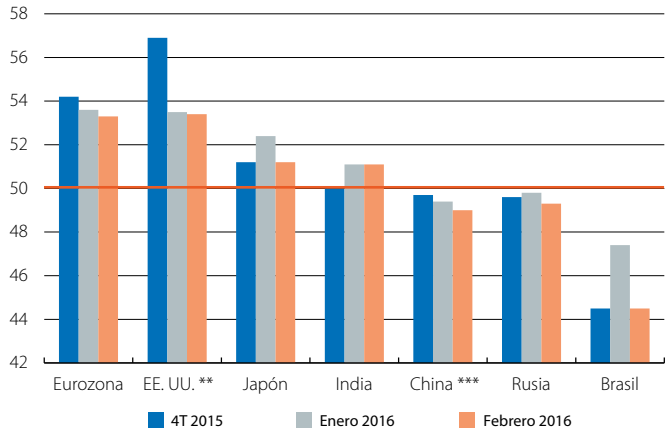
EMERGENTES

China fija un objetivo de crecimiento económico más moderado. El Ejecutivo chino empleó por primera vez un intervalo para marcar el objetivo de avance del PIB para 2016 y lo situó entre el 6,5% y el 7,0%. La previsión de CaixaBank Research se sitúa en la parte más baja de la banda, escenario que parece ser el más plausible, a la vista de la tendencia decreciente que muestran la mayoría de indicadores de actividad. Por ejemplo, las exportaciones cayeron un abultado 25,4% interanual en febrero, un descenso más pronunciado de lo que se esperaba, aunque en buena parte fue consecuencia del efecto de calendario que genera el cambio de fecha del Año Nuevo chino. Las importaciones también siguieron disminuyendo en términos nominales (–13,8% interanual en febrero), incluso sin tener en cuenta la partida de energía y de metales, penalizada por la caída del precio de las materias primas. Esta disminución refleja una ralentización de la demanda interna en los últimos meses. La inflación se situó en el 2,3% en febrero, 5 décimas por encima del registro de enero, favorecida por un fuerte aumento del componente alimentación. Con todo, el dato se sitúa aún por debajo del objetivo del 3%, lo que da margen a las autoridades monetarias a mantener las medidas expansivas (el banco central recortó el coeficiente de caja a principios de marzo).

Se confirma la agudización de la recesión en Brasil. El PIB retrocedió un 5,9% interanual en el 4T 2015 (–3,8% en el conjunto del año y –4,5% en el 3T 2015), un dato peor de lo previsto. El deterioro ha sido consecuencia, principalmente, del des-

Indicador de actividad PMI *

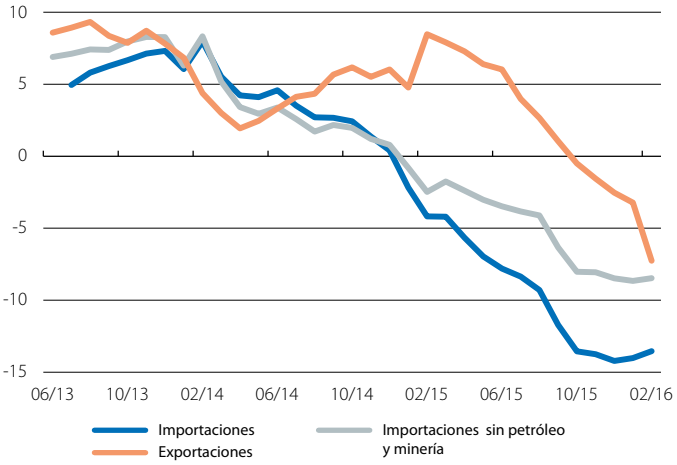
Nivel



Notas: ** PMI servicios para los países avanzados y PMI manufacturas para los emergentes. ** Para EE. UU. se usa el índice ISM. *** Para China se usa el PMI oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit, ISM y de la Oficina Nacional Estadística de China.*

China: exportaciones e importaciones *

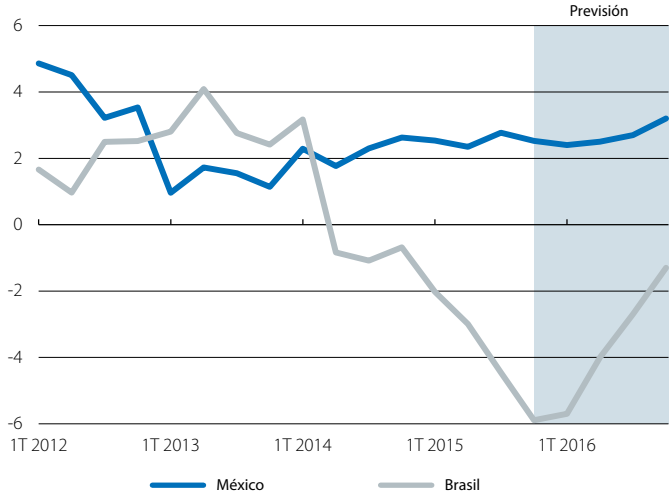
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: ** Valor nominal de las importaciones y exportaciones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas de China.*

México y Brasil: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de los organismos estadísticos nacionales.*

plome de la demanda interna y, en particular, de la inversión. Además, las perspectivas inmediatas siguen siendo negativas y se prevé que en 2016 la economía siga en retroceso. Complican el escenario la permanencia de desequilibrios macroeconómicos elevados (el déficit público ascendió al 8,2% en 2015 y la inflación se situó en el 10,4% en febrero) y el *impasse* institucional en el que se encuentra el país. En este sentido, destaca la posible imputación por corrupción del expresidente Lula y las incógnitas que rodean el proceso de destitución de Rousseff, cuya probabilidad ha aumentado ligeramente después de que el partido aliado de la presidenta haya abandonado la coalición. Dados el mal final de 2015, el débil arranque de la actividad en 2016 y el aumento de la incertidumbre política, revisamos a la baja la previsión de crecimiento para este año del –2,8% al –3,4%.

La economía turca aceleró en 2015. El PIB de Turquía creció un 5,7% interanual en el 4T 2015, muy por encima de lo previsto. El crecimiento anual fue del 4,0% (3,1% en 2014), gracias al dinamismo de la demanda interna. A pesar de la aceleración, los elevados desequilibrios macroeconómicos que aún sufre el país y los focos de incertidumbre política interna y externa hacen esperar una desaceleración de la actividad en 2016.

El precio del petróleo inicia una recuperación gradual y se situó por encima de los 40 dólares por barril Brent durante la mayor parte de marzo. Uno de los factores que explica este movimiento al alza es la confirmación de una reunión de los países de la OPEP agendada a mediados de abril, en la que se discutirá una posible congelación de la oferta de crudo. A pesar de que, previsiblemente, la volatilidad se mantendrá elevada, es de esperar que en los próximos meses la recuperación paulatina del precio del petróleo se afiance (55 dólares a finales de 2016, 72 en diciembre de 2017), gracias a la recuperación del crecimiento global y a la caída de la inversión en los principales países productores.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense mantiene un bueno ritmo de crecimiento. Según la tercera estimación del Bureau of Economic Analysis, el PIB de EE. UU. creció más en el 4T 2015 de lo inicialmente estimado (un 0,3% intertrimestral frente al 0,2%), favorecido por un avance del consumo privado más sólido. Los indicadores más recientes también apuntan a un avance en el 1T 2016 acorde con lo previsto (0,5% intertrimestral), aunque preocupa que en los últimos años el avance del PIB de los primeros trimestres haya tendido a decepcionar por una mala desestacionalización de los datos. En este contexto, mantenemos sin cambios las previsiones de crecimiento del PIB en 2016 (2,1%) y 2017 (2,2%). Son avances significativos, aunque un tanto más moderados que el 2,4% registrado en 2015.

La solidez del mercado laboral apoyará el crecimiento en 2016. En febrero la creación de 242.000 puestos de trabajo rebasó el listón de los 200.000 y se revisó al alza el dato de enero. En concreto, desde el inicio de la recuperación, la economía

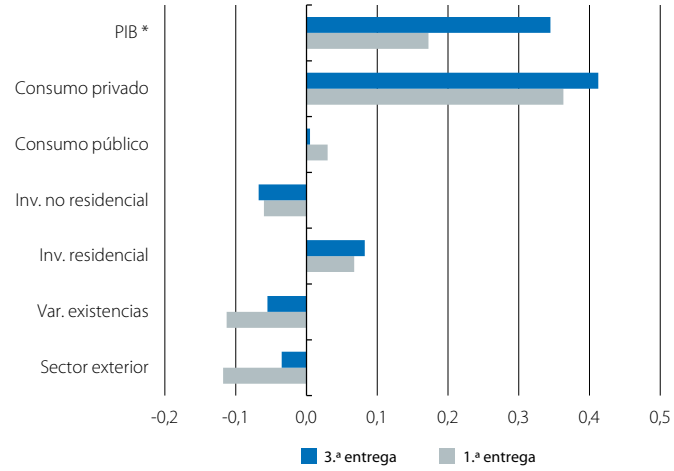
*Materias primas: precio del petróleo **

$/barril

Nota: ** Brent, contratos forward a un mes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Reuters Thomson Datastream.*

EE. UU.: PIB

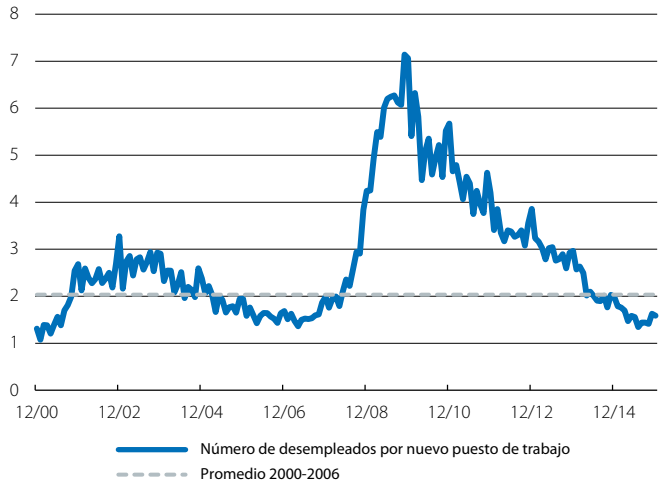
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 4T 2015 (p. p.)



Nota: ** Variación intertrimestral.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

EE. UU.: mercado laboral

(%)



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

norteamericana ha creado más de 12 millones de puestos de trabajo, una cifra que ya supera los 8 millones que se perdieron entre 2008 y 2010. Asimismo, en febrero la tasa de paro se mantuvo en un bajísimo 4,9% y la ratio de desempleados por nuevo puesto de trabajo ya hace meses que se sitúa por debajo del promedio precrisis, lo que sugiere que el *slack* del mercado laboral estadounidense es cada vez más limitado.

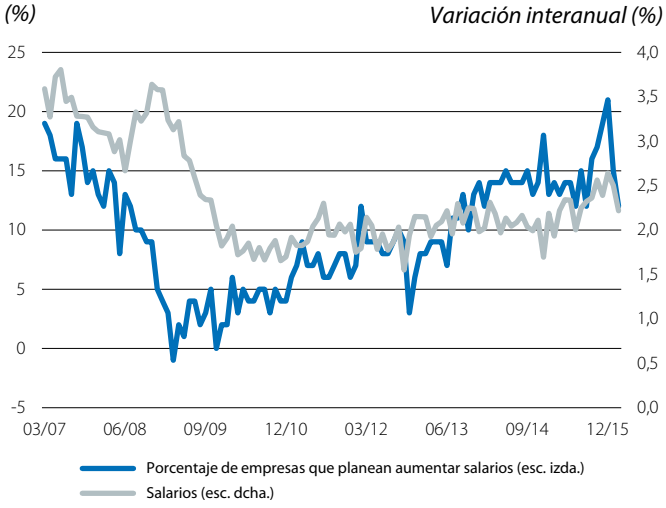
La mejora del mercado laboral también favorecerá subidas en los salarios. La inflación general de EE. UU. se situó en el 1,0% en febrero, 4 décimas por debajo del registro de enero, por una caída de los precios energéticos (–12,7% interanual) mayor de lo esperado. Sin embargo, en los próximos meses la inflación repuntará notablemente (hasta el 2,5% en el 1T 2017), como consecuencia, en parte, de la recuperación del precio del petróleo. También apoyan este escenario la solidez de la inflación subyacente (en el 2,3% en febrero) y la fuerte mejora del mercado laboral, que aumentará la presión salarial. La intensa recuperación de la tasa de inflación puede generar cierta confusión en la estrategia de normalización monetaria de la Fed, ya que de momento su mensaje está muy centrado en la baja tasa de inflación actual. Así, el Comité Federal del Mercado Abierto de la Fed destacó en su comunicado de marzo que la inflación sigue por debajo de su objetivo de largo plazo. El escenario más probable sigue siendo que la segunda subida de tipos (del 0,50% al 0,75%) se produzca en septiembre y que los tipos de interés de medio y largo plazo (interbancarios y de deuda pública) vayan aumentando gradualmente. No obstante, el incremento previsto de la inflación en la segunda mitad de 2016 y 2017, puede acelerar la recuperación de los tipos de interés en el tramo largo de la curva.

JAPÓN

Japón, la única economía avanzada que retrocedió en el 4T 2015. El PIB del 4T 2015 se revisó 1 décima al alza, pero aun así retrocedió el 0,3% con respecto al trimestre anterior. El dato, que no cambia el avance del 0,5% para el total de 2015, sigue reflejando una debilidad del consumo privado que se prolonga en el 1T 2016: disminuyó un 3,1% en enero (según la encuesta de los hogares) y la confianza del consumidor de febrero cedió 2,4 puntos. El contrapunto positivo lo da el sector exterior. Japón consiguió un superávit comercial en febrero, aupado por las ventas a China y EE. UU., dos de sus mercados principales. En particular, las exportaciones a China crecieron un 5,2% interanual en términos nominales, tras la caída del 17,4% del mes anterior. Aunque en parte se debió al cambio de fechas del Año Nuevo chino, la subida fue notable.

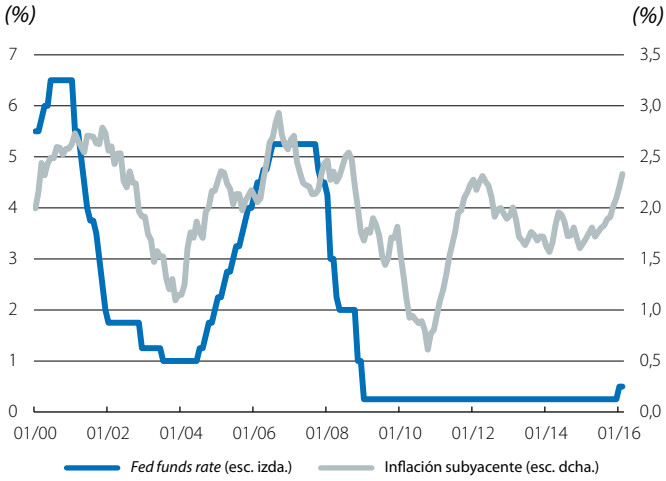
La inflación sigue en el cero y refleja la debilidad de la demanda interna. En febrero, el IPC sin alimentos pero con energía (referencia del Banco de Japón) anotó una subida interanual nula, con lo cual repite el registro de enero. Sin embargo, el IPC subyacente (sin energía ni alimentos) avanzó un 0,8%, 1 décima más que en enero. Con todo, prevemos que la inflación siga cercana al cero en los próximos meses. En esta tesitura, es probable que el Banco de Japón incremente el ritmo de compras de activos en el 2T 2016.

EE. UU.: mercado laboral



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de la Federación Nacional de Negocios Independientes (NFIB) .*

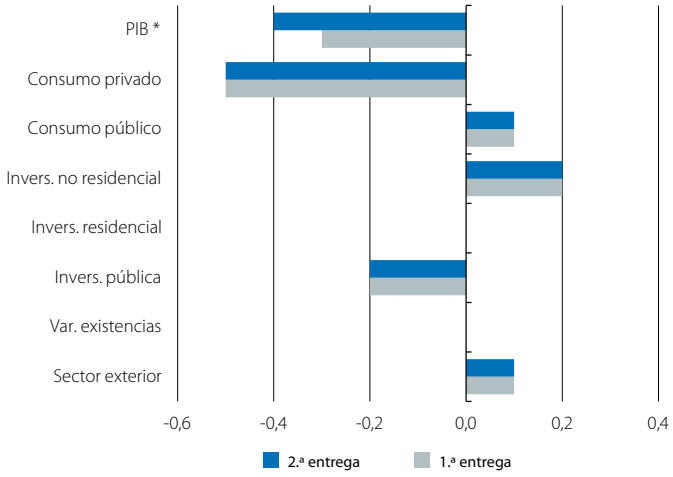
EE. UU.: inflación subyacente y tipo de interés de referencia



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Bureau of Labor Statistics.*

Japón: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 4T 2015 (p. p.)



Nota: ** Variación intertrimestral.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Interior y Comunicaciones.*

FOCUS · La caída de las reservas chinas

Después de años de aumentos sin tregua, a mediados de 2014 las reservas internacionales de China empezaron a descender de manera continuada. Una dinámica que, de prolongarse, afectaría a uno de los colchones más importantes del país asiático para defender su divisa ante la volatilidad reinante en los mercados. Pero, ¿hasta qué punto es preocupante el descenso de las reservas y cuán razonable es esperar un recrudecimiento de las caídas?

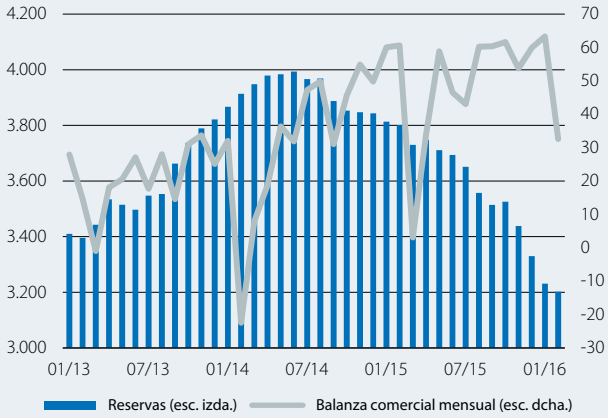
Entre julio de 2014 y enero de 2016, las reservas chinas descendieron 762.320 millones de dólares y se situaron en 3.230.893 millones de dólares. Parte de la caída fue consecuencia del efecto valoración que sufrió el *stock* de reservas:[1] la depreciación del euro, del yen y de otras monedas emergentes pesó a la baja en la valoración expresada en dólares, aunque esta última sea la divisa predominante en el *stock*. No obstante, el principal elemento que explica el abultado descenso de las reservas es la salida de capitales de estos últimos meses. Ni las importantes limitaciones que todavía restringen los flujos de capitales desde y hacia China, ni el voluminoso superávit por cuenta corriente, de 293.200 millones de dólares (equivalente al 2,7% del PIB) en 2015, han podido hacer frente a las salidas netas al exterior, que ascendieron a 637.000 millones de dólares en 2015 y rozan el billón de dólares desde mediados de 2014.[2]

Se trata de una situación que preocupa, no solamente por la magnitud de los flujos de salida, sino también por su aceleración. Y eso a pesar de que la tenencia de reservas del país todavía se sitúa en un nivel de comodidad según varias métricas usadas por el FMI. Así, en 2015, las reservas cubrían 20 meses de importaciones de China, una cobertura que se sitúa por debajo de los 27 meses que se alcanzaron en 2009, pero que es muy superior a los tres meses que el organismo internacional establece como referencia. En porcentaje de deuda externa a corto plazo, la cifra, cercana al 600%, excede con creces el 100% marcado como referencia. La métrica del agregado monetario M2 es la única que situaría el tamaño de las reservas en un nivel de cierta vulnerabilidad: en septiembre de 2008 equivalían al 28,7% del agregado M2, pero desde entonces se han reducido a casi la mitad (hasta un 15,0% en enero de 2016), por debajo del 20% que establece el FMI como límite superior de un intervalo prudente. Con todo, es preciso mencionar que esta última métrica es especialmente adecuada para las economías que, además de disponer de un sector bancario de gran tamaño, gozan de una cuenta financiera muy abierta, lo cual todavía no es el caso en China.

En este sentido, la primera reacción del gigante asiático a las salidas de capitales ha sido aumentar los controles a algunas de ellas, lo que ayudará a estabilizar las reservas a corto plazo, a pesar de que denote un nivel de intervención que el Ejecutivo se había comprometido a minimizar. A medio plazo, es clave que se recupere la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía china. Este, en definitiva, es el mejor remedio para retener los capitales locales y atraer al inversor internacional.

China: reservas y balanza comercial

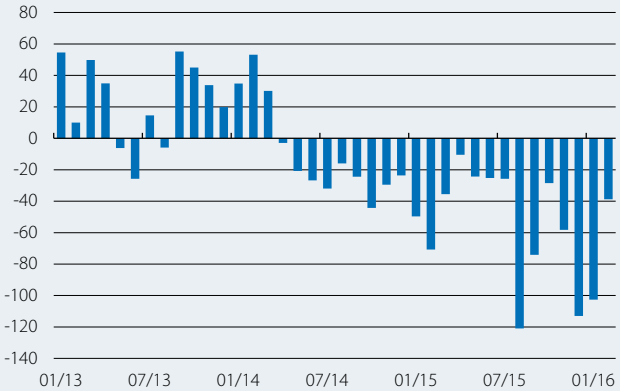
(Miles de millones de dólares) *(Miles de millones de dólares)*



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

China: flujos netos de capital *

(Miles de millones de dólares)



Nota: ** Estimación mensual del IIF.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir datos del IIF.*

1. Calculando el efecto valoración como la diferencia entre el *stock* de reservas según el banco central de China y los activos de reserva en la balanza de pagos, en 2015, un tercio de la pérdida de reservas puede atribuirse a dicho efecto. Un porcentaje que ha ido a menos en los últimos meses.
2. Computado como el saldo de la cuenta financiera (excluye el epígrafe de reservas) más errores y omisiones. Una parte de la salida de capitales se debe al repago de la deuda en dólares que las empresas chinas tienen con los bancos locales (véase BIS, *Quarterly Review*, March 2016, Box 1).

FOCUS · ¿A qué se debe la caída del comercio en Asia?

La imponente caída del 25,4% interanual que registraron las exportaciones chinas en términos nominales el pasado mes de febrero ilustra el deterioro del comercio internacional en el Asia emergente. En particular, y en términos reales, retrocedió casi un 4% en 2015, en contraposición al avance del 0,6% que anotó el total mundial.[1] Se rompe, así, el patrón de crecimiento de hace apenas unos años, cuando el comercio de los emergentes asiáticos crecía en promedio a una tasa anual del 10,9% y duplicaba un ya sólido 5,4% global (véase el primer gráfico).[2] Una de las preguntas que plantea esta ruptura es si se trata de una dinámica pasajera o si obedece a factores de carácter estructural.

La entrada de China en la Organización Mundial del Comercio en 2001 marcó un antes y un después en el papel que desempeñaba el Asia emergente en el comercio internacional. En este contexto aperturista, se desarrolló una importante cadena de valor cuyo eje central ocupó China. El elevado grado de fragmentación de dicha cadena propició un fuerte aumento de los flujos comerciales entre los países de la región.[3] Así, la cuota del Asia emergente en el total de flujos comerciales mundiales, que en la década de 1990 apenas creció del 6% al 8%, pasó a rozar el 17% en 2010. Hoy la cifra se sitúa en torno al 19% y alcanza el 26% si añadimos los países avanzados de la región (como Japón o Corea) que también forman parte de este peculiar entramado industrial y comercial.[4]

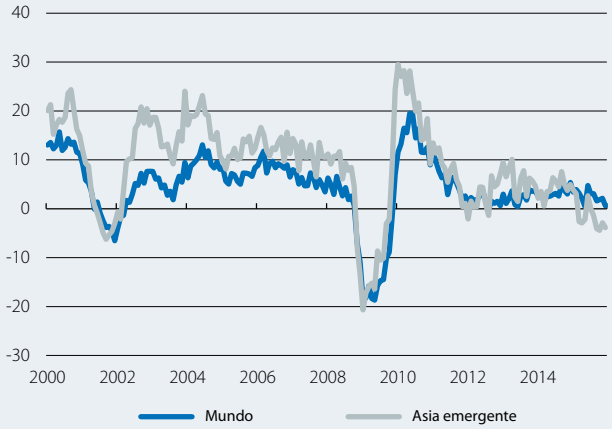
Sin embargo, si en la década de los 2000 el impulso de China fue clave en el despegue del comercio en Asia, en la actualidad las transformaciones que sufre el país explican buena parte de la desaceleración comercial de la zona. En particular, el comercio asiático con China se enfrenta a una triple encrucijada. En primer lugar, el país ha aumentado la integración de la cadena productiva de sus exportaciones, lo cual ha supuesto una menor demanda de insumos intermedios de sus vecinos. La ralentización de la demanda interna del gigante asiático y el mayor peso del sector servicios en un contexto de cambio de modelo productivo son los otros dos elementos que pesan en la debilidad comercial asiática. Así, el crecimiento de los servicios, mucho menos comerciables que el resto de productos, se ha situado cerca del 11% anual en los últimos tres años, frente al 4% de las manufacturas (véase el segundo gráfico).[5]

1. Según datos del CPB World Trade Monitor. Solo considera el comercio de manufacturas y computamos el avance con el promedio de los flujos de importaciones y exportaciones en volumen.
2. Promedio anual entre 2000 y 2008 (antes de la fuerte caída del comercio).
3. Para más detalles sobre la cadena de valor global asiática, véase CaixaBank Research, «China, en el centro de la Fábrica Asia», IM06/2014.
4. Según datos del FMI (DOTS) para las exportaciones de bienes en términos corrientes (medidos en dólares).
5. Véase IIF, «EM Asia: The Trade Engine Has Broken», 11 de febrero de 2016.

La naturaleza estructural de estos tres factores sugiere que parte del descenso del ritmo de crecimiento de los flujos comerciales asiáticos no es transitorio. Además, en los últimos meses se ha unido a esta menor pujanza el impacto de la volatilidad financiera global, especialmente intensa en la zona asiática por las dudas sobre el crecimiento de China. A medida que la incertidumbre vaya remitiendo, los flujos comerciales recuperarán el pulso, pero no deberíamos esperar que vuelvan a mostrar el brío de los años 2000-2007.

Comercio de mercancías en volumen

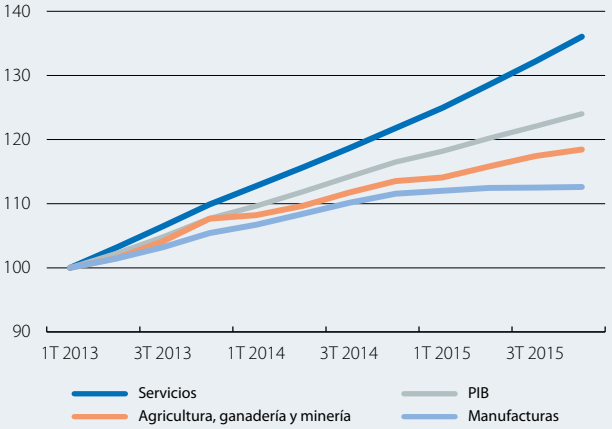
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de CPB World Trade Monitor.*

China: PIB por sectores de oferta

Índice (100 = 1T 2013)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Actividad									
PIB real	1,5	2,4	2,9	2,7	2,1	2,0	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,9	3,7	4,0	3,5	3,6	4,3	...
Confianza del consumidor *(valor)*	73,2	86,9	101,3	96,2	98,3	96,0	97,8	94,0	96,2
Producción industrial	1,9	3,7	3,5	1,5	1,1	–0,8	–0,7	–1,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	53,8	55,6	53,2	52,6	51,0	48,6	48,2	49,5	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	928	1.001	978	1.158	1.158	1.135	1.120	1.178	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	158	171	177	179	179	183	186	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,4	6,2	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	4,9	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,6	59,0	59,3	59,3	59,3	59,4	59,6	59,8	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–4,0	...	...
Precios									
Precios de consumo	1,5	1,6	–0,1	0,0	0,1	0,5	1,4	1,0	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,3	...

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

JAPÓN

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Actividad								
PIB real	1,4	–0,1	–1,0	0,7	1,6	0,7	–	...
Confianza del consumidor *(valor)*	43,6	39,3	40,7	41,5	40,9	42,3	42,5	40,1
Producción industrial	–0,6	2,1	–2,2	–0,5	–0,4	–0,5	–2,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	6,0	13,5	12,0	15,0	12,0	12,0	–	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,0	3,6	3,5	3,3	3,4	3,2	3,2	3,3
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,4	–2,6	–1,8	–1,4	–1,0	–0,6	–0,5	–0,3
Precios								
Precios de consumo	0,4	2,7	2,3	0,5	0,2	0,3	–0,1	0,3
Precios de consumo subyacente	–0,2	1,8	2,1	0,4	0,8	0,8	0,7	0,8

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

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Actividad								
PIB real	7,7	7,3	7,0	7,0	6,9	6,8	–	...
Ventas al por menor	15,5	12,0	10,6	10,2	10,7	11,1	10,2	10,2
Producción industrial	9,7	8,3	6,4	6,3	5,9	5,9	5,4	5,4
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,8	50,7	49,9	50,2	49,8	49,7	49,4	49,0
Sector exterior								
Balanza comercial [1] *(valor)*	258	383	489	542	577	602	605	577
Exportaciones	7,8	6,0	4,6	–2,2	–5,8	–5,1	–11,4	–25,4
Importaciones	7,3	0,4	–17,6	–13,5	–14,3	–11,6	–18,6	–13,8
Precios								
Precios de consumo	2,6	2,0	1,2	1,4	1,7	1,5	1,8	2,3
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	6,00	5,60	5,35	4,85	4,60	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6	6,5

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

COYUNTURA · El BCE sorprende con medidas más acomodaticias

El BCE mueve ficha y la jugada sorprende por su intensidad. El pasado 10 de marzo, el BCE anunció un nuevo paquete de medidas: recortes de tipos (rebaja del tipo refi hasta el 0,00% y el de depósito hasta el –0,40%), ampliación del programa de compras de bonos (en 20.000 millones de euros mensuales adicionales, hasta los 80.000 millones, lo que situará el tamaño del balance del BCE alrededor de los 3 billones de euros en 2017), inclusión de deuda corporativa en el programa de compras y cuatro nuevas subastas bancarias de liquidez que, si se cumplen ciertas condiciones, serán a tipos negativos. En conjunto, estas actuaciones, más acomodaticias de lo esperado, intensifican los estímulos a la concesión de crédito y refuerzan las expectativas de tipos muy bajos durante mucho tiempo. En este contexto, es esencial arrojar algo de luz sobre la motivación de este nuevo impulso relajador de las condiciones monetarias en la eurozona y sobre cuál puede ser su impacto económico final.

El BCE justifica el paquete de medidas como respuesta al empeoramiento del cuadro macroeconómico de la eurozona. Cuando se comparan las actuales previsiones con las que anteriormente manejaba el BCE, se constata la notable revisión a la baja de las cifras esperadas de inflación y, en menor medida, de crecimiento, especialmente en 2016. La institución señala como motivos principales de esta rebaja la agudización de los riesgos de la economía mundial, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros y la apreciación del euro respecto al conjunto de socios comerciales. ¿Justifica por sí solo este escenario la adopción de medidas ambiciosas de relajación monetaria? De entrada, hay que convenir que, en una perspectiva a medio plazo, que es la que debe orientar la política monetaria, de cumplirse las previsiones del BCE, en 2017-2018 la economía crecerá a un compás algo superior al potencial y la inflación se acercará a ritmos más normalizados (del 1,3% en 2017 y del 1,6% en 2018). Además, hay que tener en cuenta que el escenario del BCE es sensible a hipótesis alternativas del precio del petróleo. Las previsiones de CaixaBank Research, por ejemplo, arrojan un crecimiento algo mayor en 2016 (del 1,6% respecto al 1,4% del BCE) y una clara recuperación de la inflación, que podría situarse por encima del 2% en el 1T 2017 (en parte, por una recuperación más dinámica de las cotizaciones del petróleo).

Los efectos de las nuevas medidas se materializarán a largo plazo. El *forward guidance* del BCE implica que la primera subida del tipo de interés de referencia difícilmente se lleve a cabo antes de marzo de 2018, lo que difiere temporalmente la recuperación en toda la curva de tipos respecto a lo esperado antes del anuncio de marzo de 2016. Con todo, el escaso recorrido a la baja de los tipos interbancarios y de la deuda pública limitan previsiblemente el efecto de las medidas en el crecimiento y la inflación a corto y medio plazo, tanto mediante el crédito como

Eurozona: previsiones del BCE

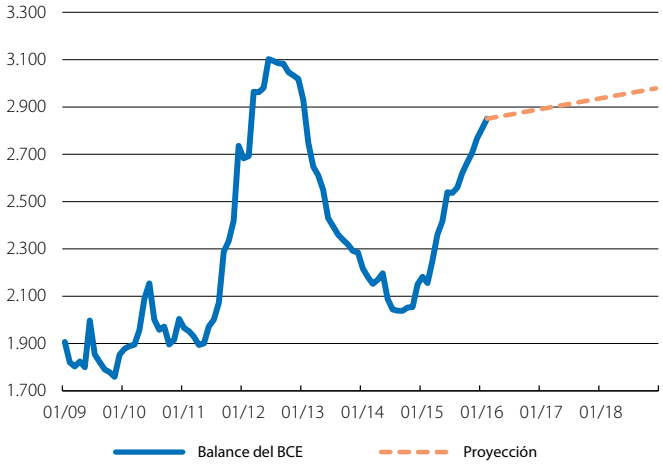
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto previsión diciembre 2015 (p. p.)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB	1,4	1,7	1,8	▼0,3	▼0,2	–
IPCA *	0,1	1,3	1,6	▼0,9	▼0,3	–
IPCA sin energía ni alimentos	1,1	1,3	1,6	▼0,2	▼0,3	–

Nota: ** Índice de precios al consumo armonizado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (ECB Staff Macroeconomic Projections).*

*Eurozona: balance del BCE **

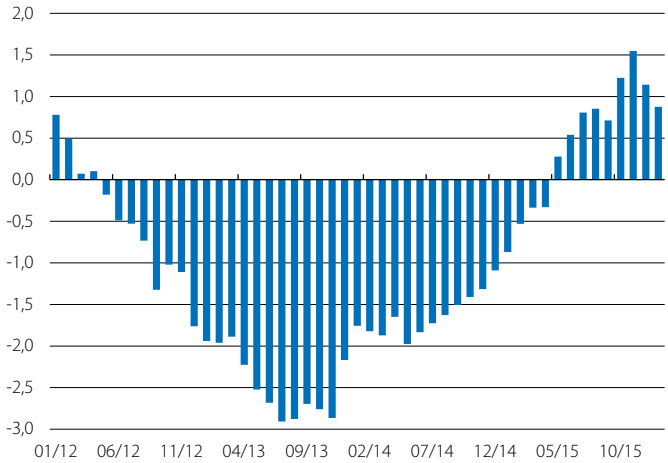
(Miles de millones de euros)



Nota: ** Total de activos en el balance del BCE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Eurozona: crédito privado

Variación interanual (%)



Nota: *Crédito de instituciones financieras a hogares y empresas no financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

por el ahorro fiscal que puede suponer para los países con elevadas necesidades de financiación. Las consecuencias de las medidas serán más relevantes en la deuda corporativa, aunque es un mercado relativamente pequeño y con escasa capacidad de crecimiento a corto y medio plazo, en su repercusión en ciertos aspectos de los mercados financieros, como un cambio en los precios de determinados activos, y en el refuerzo de la confianza de los inversores. En definitiva, cabe esperar que el impacto final sobre el crecimiento y la inflación de la eurozona sea relativamente contenido y que se materialice en el horizonte temporal de 2018-2019.

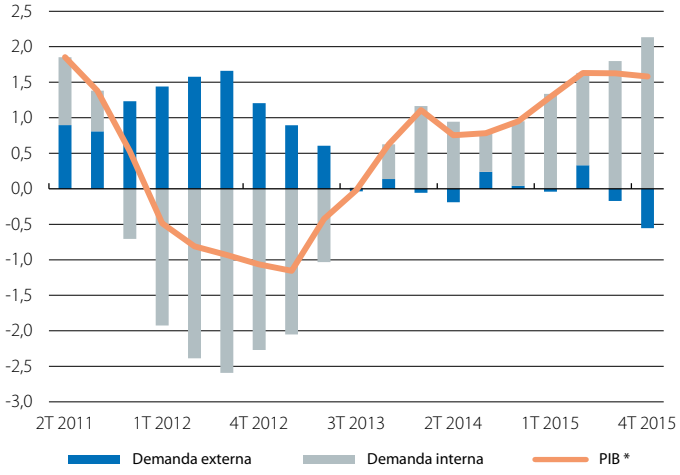
La demanda interna, motor de la expansión económica de la eurozona. Cuando pasamos de las perspectivas de medio plazo, en las que actuarán las medidas del BCE, a las de corto plazo, se confirma que la demanda interna sigue siendo el factor básico que sostiene la recuperación en la eurozona. Hasta la fecha se sabía que en el 4T 2015 el crecimiento había sido del 0,3% intertrimestral y del 1,6% interanual, similar, por tanto, al de trimestres anteriores. El detalle por componentes publicado recientemente reitera un ahondamiento de las últimas tendencias. En términos interanuales, la contribución de la demanda interna aumentó (2,1 p. p., respecto a los 1,8 p. p. del 3T), fruto especialmente de la aceleración de la inversión y del consumo público (en cambio, el consumo privado se desaceleró moderadamente). Esta aportación creciente de la demanda interna compensó el mayor drenaje del sector exterior (restó 0,6 p. p., en comparación con los –0,2 p. p. del trimestre precedente), por el tirón de las importaciones.

El pulso de la actividad remonta el vuelo en el 1T 2016. Los indicadores de actividad que se han ido conociendo en los primeros meses del año sugieren que, tomado en conjunto, el crecimiento será algo mayor que el registrado al final de 2015, tendencia que reflejan en particular los indicadores de oferta. Así, la producción industrial de la eurozona aumentó en enero un 1,8% (variación interanual promedio de los últimos tres meses), 2 décimas por encima del registro de diciembre, gracias a que Alemania se sumó a los avances registrados en España, Francia e Italia, tras varios meses de ralentización. Por otra parte, el indicador de actividad PMI compuesto de la eurozona repuntó hasta los 53,7 puntos en marzo después de dos meses de descensos (probablemente, como reflejo de las turbulencias financieras de enero y febrero). Por componentes, destaca la mejora del indicador PMI de servicios hasta los 54,0 puntos (53,3 en febrero), mientras que el de manufacturas avanza solo 2 décimas, hasta los 51,4 puntos.

Los indicadores de demanda reiteran la tónica reciente del consumo. El consumo privado, como comentábamos, finalizó 2015 creciendo algo menos que en trimestres anteriores. Los indicadores de demanda, confirman una tendencia similar en los primeros meses de 2016. Así, las ventas minoristas, aunque siguieron avanzando a ritmos superiores a los del promedio histórico, crecieron del orden del 2% interanual en diciembre y enero. Para los próximos meses no cabe esperar un cambio significativo, toda vez que el componente de expecta-

Eurozona: PIB

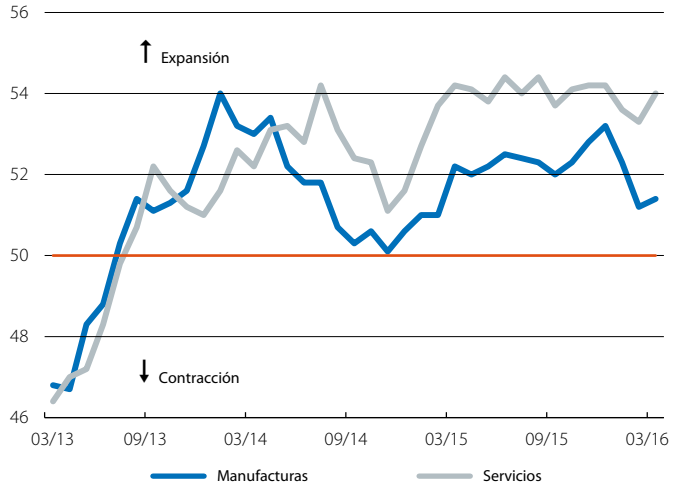
Contribución al crecimiento interanual del PIB (p. p.)



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

Eurozona: indicadores de actividad PMI

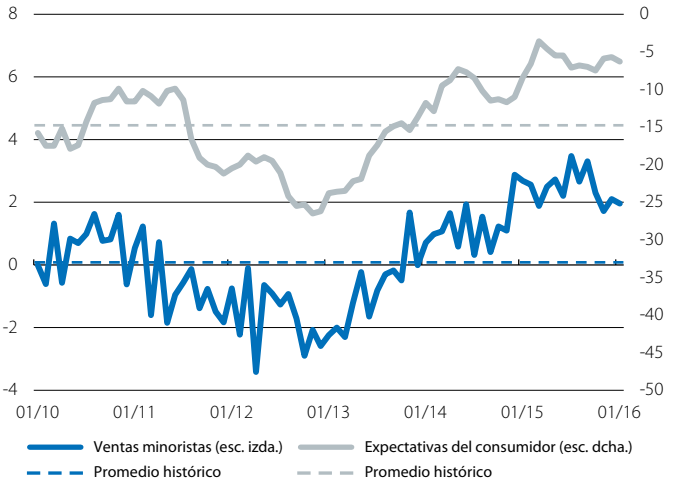
Nivel



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

Eurozona: indicadores de consumo

(%) *Nivel*



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

tivas del indicador de confianza del consumidor retrocedió mínimamente en marzo. En definitiva, crece el consumo, pero sin acelerar.

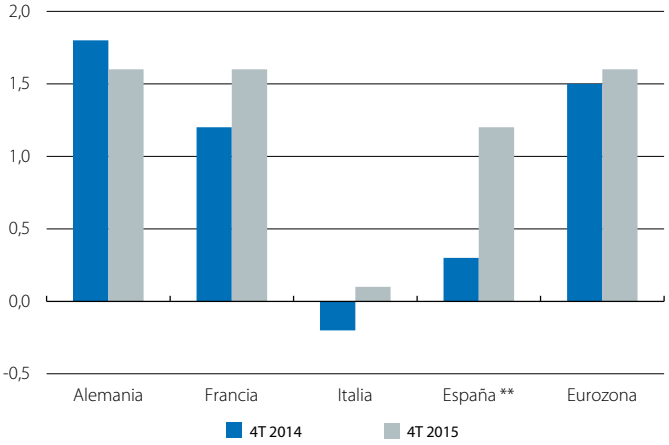
La recuperación económica de la eurozona se refleja en la mejora de su mercado laboral. El empleo registrado aumentó en un 0,3% en el 4T 2015, el mismo ritmo que en el 3T, mientras que la tasa de paro descendió hasta el 10,3% en enero, un nivel mínimo desde agosto de 2011. Por su parte, los costes laborales se incrementaron en un 1,6% interanual en el 4T 2015, 1 décima por encima del mismo periodo del año anterior. Las bajas tasas de inflación parecen estar moderando los aumentos salariales, en especial en Alemania. En este país los costes salariales aumentaron un 1,6%, un ritmo ligeramente inferior al del 4T 2014, a pesar de que su mercado laboral se acerca al pleno empleo.

La inflación continúa en terreno negativo en marzo. El IPCA general se contrajo un 0,1% interanual en marzo, algo menos que el mes anterior (–0,2%). El retroceso del nivel general de precios fue resultado, sobre todo, de una mayor caída del componente energético en respuesta a la bajada del precio del petróleo. Este factor ha sido el principal causante del descenso de las previsiones de inflación de 2016 del consenso de analistas, que se han reducido en menos de seis meses en más de 1 p. p., hasta llegar al 0,3%, pese a la estabilidad observada en la inflación subyacente, de alrededor del 1%. Sin embargo, en CaixaBank Research prevemos que el precio del petróleo repunte a partir del 3T 2016, algo antes que la mayoría de instituciones, y empuje, así, la inflación al alza.

La magnitud de la crisis de los refugiados y la potencial salida del Reino Unido de la UE, factores de riesgo internos en los próximos meses. El ritmo de solicitudes de asilo que registró la UE en enero y febrero fue similar al del año pasado (en 2015 se contabilizaron más de 1,25 millones de peticiones). En marzo, el Consejo Europeo llegó a un acuerdo con Turquía para intentar reducir el flujo de inmigrantes irregulares. La principal medida consiste en devolver a Turquía a todos los inmigrantes irregulares que lleguen a Grecia, a cambio de aceptar el mismo número de refugiados sirios que se encuentren en Turquía en la actualidad. Esta decisión, la primera de calado que toma le UE en esta crisis, es sin embargo de complicada puesta en marcha, sobre todo en Grecia, aunque también en algunos países de la UE reacios a aceptar importantes números de refugiados, que pueden bloquear la toma de decisiones de la Unión en los próximos meses. La inmigración es igualmente un tema conflictivo en el debate sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. La posibilidad del *brexit* está provocando un aumento de la incertidumbre que ha repercutido en la depreciación de la libra en las últimas semanas. Las consecuencias económicas de la salida son difíciles de evaluar al no estar clara qué relación exacta tendría el Reino Unido con los otros miembros de la UE ni cuánto tardaría en conseguirla. Sin embargo, los costes durante el periodo de transición podrían ser importantes para la economía británica.

*Eurozona: costes salariales por hora **

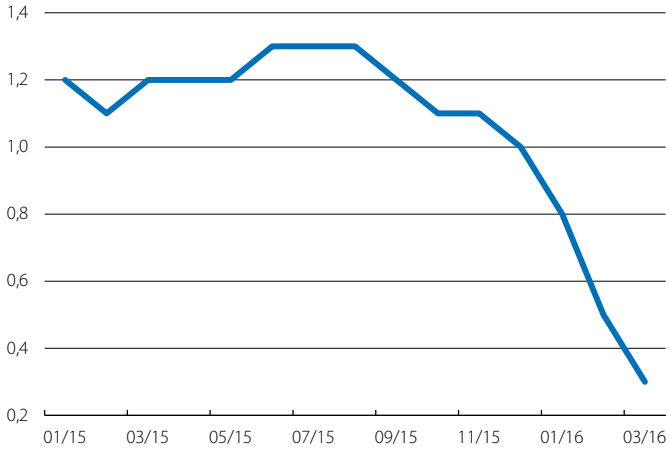
Variación interanual (%)



Notas: ** Datos desestacionalizados. ** Repunte en el 4T 2015 por la devolución del 25% de la paga extra de 2012 a los empleados públicos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: evolución de la previsión de la inflación de 2016 del consenso de analistas

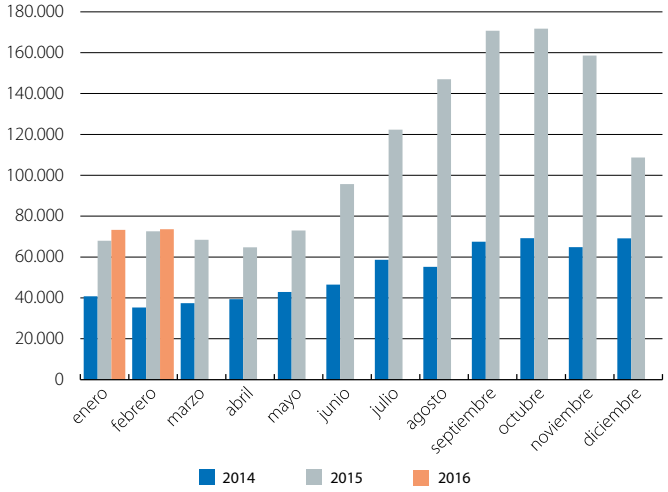
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecasts.*

Unión Europea: solicitudes de asilo

Número mensual



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

FOCUS · ¿Tiene un problema de inversión la eurozona?

En 2015, el ritmo de crecimiento de la inversión en la eurozona aceleró hasta el 3,1%. Pero, desde una perspectiva un poco más amplia, la inversión aún no ha recuperado el nivel alcanzado antes de la crisis y la tendencia de fondo es más débil que en otros procesos de recuperación. Ello ha conducido a varias instituciones internacionales (FMI, OCDE, Comisión Europea) a sugerir que es perentorio que se tomen medidas para impulsarla. Con el objetivo de valorar hasta qué punto hay motivos de preocupación, analizamos por qué el pulso de la inversión es inferior al habitual.

El peso de la inversión de la eurozona pasó de representar el 19,8% del PIB en 1996 al 22,3% en 2007, un máximo que todavía no había alcanzado en 2015, a pesar de comenzar a registrar aumentos a partir de 2013. En gran medida, esta evolución responde a las fluctuaciones de la inversión en construcción, que incluyen los excesos cometidos antes de la crisis. La formación bruta de capital fijo una vez excluida la construcción evolucionó de manera más estable, del 8,2% del PIB en 1996 al 10,4% en 2008, otro nivel máximo que tampoco ha alcanzado desde entonces. Es importante señalar que no todos los componentes de la inversión se han comportado de igual manera. La inversión en derechos de propiedad intelectual ha crecido de forma continuada, incluso durante los años de la crisis (a una tasa del 8% anual en promedio y alcanzando el 3,85% del PIB en 2015). Sin embargo, el nivel de inversión en maquinaria y bienes de equipo se ha mantenido alrededor del 6% del PIB en todo el periodo e incluso ha reducido su importancia como porcentaje de la inversión total.[1]

Varios cambios estructurales de las economías de la eurozona explican que las necesidades de inversión hayan variado. La progresiva importancia del sector servicios en detrimento de la industria ha modificado la composición de la estructura productiva y ha reducido las necesidades de inversión, ya que el primero requiere una menor intensidad inversora que la segunda. Según la OCDE, en países como Italia o Francia, este cambio ha supuesto que la necesidad de inversión haya disminuido alrededor de 0,5 p. p. la ratio de inversión sobre el PIB entre 1997 y 2013. El proceso de globalización ha supuesto también que, durante el mismo periodo, una mayor proporción de la inversión mundial se destinara a las economías emergentes. Un aumento de la inversión en el extranjero tanto puede reducir la necesidad de invertir en el país (efecto sustitución) como aumentarla (efecto complementario), pero el efecto no es el mismo en todos los países (más sustitutivo en el Reino Unido y más complementario en Alemania, por ejemplo).[2]

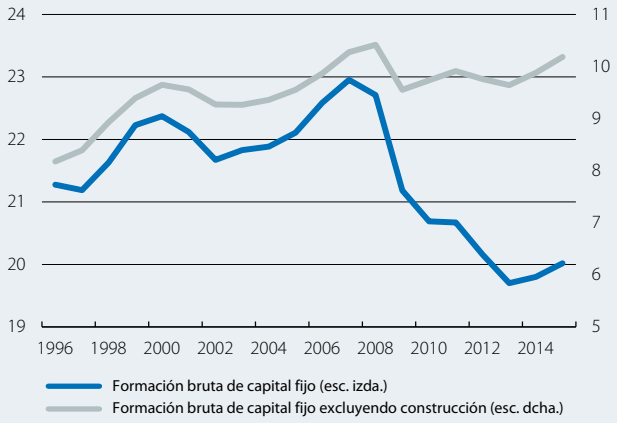
1. La inversión en maquinaria y equipo ha pasado de representar en 1996-2000 un 67% de la inversión total, excluyendo la construcción, a representar un 62% en 2010-2015.
2. Véase Banco de España, «La debilidad de la inversión empresarial en las economías desarrolladas», *Boletín Económico* núm. 57, julio-agosto 2015 y OECD, «Lifting investment for higher sustainable growth», *OECD Economic Outlook*, Volume 2015/1, Chapter 3.

Asimismo, el cambio tecnológico ha impulsado la inversión hacia el capital intangible y las TIC, reduciendo la necesidad de inversión en capital físico, como hemos observado. Una mayor inversión en intangibles es importante, puesto que está asociada a un mayor crecimiento económico per cápita.[3] Cabe señalar que no todos los intangibles están medidos en las cuentas nacionales (lo están el gasto en I+D y el *software*, pero no la publicidad o la formación, por ejemplo) y por tanto están infravalorados. A este factor de infravaloración de la inversión se añade el hecho de que la reducción de precio de la tecnología permite que aumente la inversión en las TIC en términos reales, aunque se destinen los mismos recursos nominales.

En definitiva, varios factores estructurales condicionan la inversión y muestran que no es evidente señalar si el nivel actual de inversión es bajo. En todo caso, es importante analizar la evolución de la inversión a más largo plazo y teniendo en cuenta su composición.

Formación bruta de capital fijo

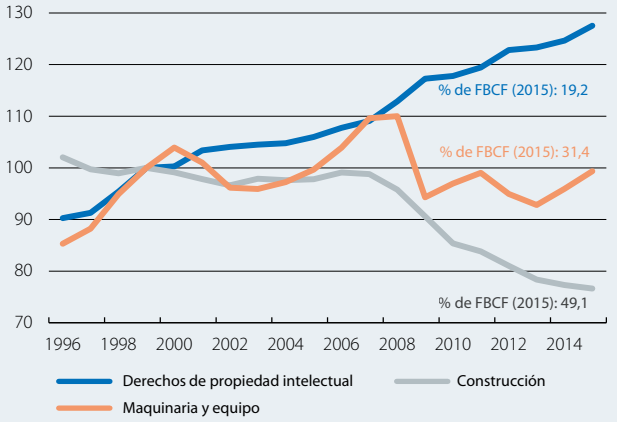
(% del PIB)



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

Formación bruta de capital fijo por componentes

Índice (100 = 1999)



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

3. Véase Corrado *et al.* (2012), «Intangible Capital and Growth in Advanced Economies: Measurement Methods and Comparative Results», IZA DP 6733.

FOCUS · El impacto macroeconómico del QE

Un año después de iniciar el programa de compra de activos públicos (QE), el BCE ha decidido ampliarlo basándose, entre otras razones, en que el QE está cumpliendo con su cometido de estimular la economía. En anteriores Focus, hemos visto cómo la implementación del programa se ha desarrollado según lo previsto por el BCE.[1] A continuación, analizamos el impacto macroeconómico del programa para responder a las preguntas: ¿funciona el QE?, y ¿es necesario ampliarlo?

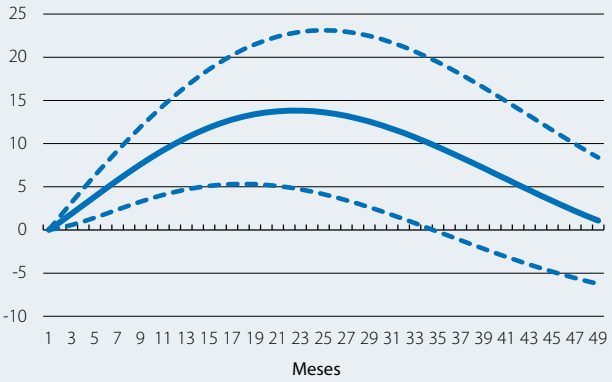
El efecto más inmediato del anuncio y la implementación del QE a partir del primer trimestre de 2015 ha sido una compresión a la baja de los tipos de interés. Ello se ha traducido en una reducción del coste del crédito a las empresas y los hogares y en una depreciación del euro respecto a los principales socios comerciales de la eurozona. Así, el QE estimula la economía tanto con un empuje a la demanda interna como haciendo más competitivas las exportaciones europeas al resto del mundo.

Para cuantificar el alcance macroeconómico del QE, partimos de las relaciones históricas entre la tasa de crecimiento del PIB, la inflación y el tipo de interés de referencia del BCE para calcular el impacto de una relajación monetaria.[2] Como muestra el gráfico, según nuestros cálculos, una reducción del tipo de interés de 25 p. b. produce un aumento gradual de la tasa de crecimiento del PIB hasta un máximo de unos 13,75 p. b. adicionales al cabo de unos dos años. ¿Cómo podemos extrapolar esta magnitud a la repercusión del QE? Tras la reunión del BCE del 3 de diciembre de 2015, Mario Draghi desveló que los resultados conseguidos con el QE eran equivalentes a los que hubiera producido una reducción del tipo refi de 100 p. b. Así, extrapolando las magnitudes estimadas, nuestros cálculos indican que el QE puede llegar a añadir 55 p. b. a la tasa de crecimiento interanual del PIB a finales de 2017 (el efecto acumulado situaría el PIB un 1% por encima). No obstante, aunque la repercusión del QE sobre la economía sea equivalente al de una reducción del tipo refi de 100 p. b., las medidas para conseguir este impacto han ido mucho más allá. Como ya vimos en un Focus anterior,[3] el llamado «tipo sombra» resume las medidas no convencionales en un tipo de interés equivalente al refi. De hecho, señala que el QE habría producido una expansión monetaria equivalente a una reducción del tipo refi de unos 380 p. b. De este modo, los datos podrían sugerir que, en el entorno actual, una reducción del tipo refi de 380 p. b. tiene el mismo impacto macroeconómico que el que tenía una disminución de *solo* 100 p. b. en tiempos normales. Una posible explicación para esta discrepancia es que la transmisión de la política monetaria pierda fuerza cuando los tipos ya son muy bajos. Por ejemplo, en los niveles actuales, es difícil que el coste del crédito a las empresas y familias disminuya mucho más sin comprometer la solvencia del sector bancario, que es el transmisor de la política monetaria. Además, también es posible que la volatilidad financiera con la que ha coexistido el QE le haya restado eficacia.

En suma, nuestras estimaciones muestran un impacto positivo y significativo del QE.[4] Sin embargo, también indican que el efecto sobre la macroeconomía no es inmediato y que el impacto máximo aparece al cabo de unos dos años. Por ello, es importante que el BCE y los mercados sean pacientes y den tiempo a que las medidas surtan efecto. Respondiendo a nuestras preguntas iniciales, el QE tiene la capacidad de dar un fuerte impulso a la actividad, pero precisamente por esta razón es importante dejar que la economía disponga de tiempo para absorber la importante relajación de la política monetaria que se produjo en 2015.

Crecimiento del PIB: respuesta a una reducción de 25 p. b. del tipo de interés

(p. b.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza al 80%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

QE: cambios en las variables macro seleccionadas

Cambios observados	Periodo de referencia	Variación
Tipo de cambio real efectivo	Dic. 2014 - Feb. 2016	–6,80%
Coste del crédito*		
Periferia	Dic. 2014 - Ene. 2016	–47%
Núcleo	Dic. 2014 - Ene. 2016	–23%
Estimaciones propias		
ΔPIB**	Ene. 2016 - Dic. 2017	97,44 p. b.

Notas: ** Núcleo incluye a Bélgica, Alemania, Holanda, Francia y Austria, periferia a España, Irlanda, Italia y Portugal. ** Respuesta según un modelo VAR.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

1. Véase el Focus «QE: el BCE se va de compras» en el IM12/2015.
2. Estimamos un modelo de vectores autorregresivos con la tasa de crecimiento interanual del PIB trimestral, la inflación interanual subyacente y el tipo de interés sombra entre diciembre de 1999 y diciembre de 2015.
3. Véase el Focus «Descubriendo la política monetaria en la sombra» en el IM02/2016.
4. El análisis interno del propio BCE señala unos efectos parecidos: un aumento del PIB de un 1% entre 2015 y 2017 y un aumento de la inflación de 50 p. b. en 2016 y de 33 p. b. en 2017.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,2	2,5	2,4	2,5	3,1	2,0	2,0	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	0,8	1,6	1,6	1,4	2,0	1,3	2,8	...	...
Confianza del consumidor	–10,2	–6,2	–6,2	–5,2	–7,0	–6,4	–6,3	–8,8	–9,7
Sentimiento económico	101,5	104,2	102,5	103,6	104,4	106,2	105,0	103,9	103,0
PMI manufacturas	51,8	52,2	51,4	52,2	52,2	52,8	52,3	51,2	51,4
PMI servicios	52,5	54,0	53,5	54,1	54,0	54,2	53,6	53,3	54,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	0,6	1,0	0,9	0,9	1,0	1,2	...	...	...
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	11,6	10,9	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	...	...
Alemania *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3	...	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,4	10,4	10,5	10,1	10,2	...	...
Italia *(% pobl. activa)*	12,6	11,9	12,3	12,2	11,5	11,5	11,5	...	...
España *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	23,1	22,5	21,7	20,9	20,5	...	...

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Saldo corriente: eurozona	**2,5**	**3,2**	**2,7**	**3,0**	**3,1**	**3,2**	**3,2**	**...**
Alemania	7,3	8,5	7,6	8,0	8,3	8,5	8,4	...
Francia	–0,9	–0,1	–0,5	0,1	0,2	–0,1	–0,2	...
Italia	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	...
España	1,0	1,4	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**93,0**	**91,1**	**92,7**	**92,4**	**93,5**	**94,7**

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras [1]	–2,6	–0,2	–0,8	–0,4	0,1	0,4	0,6	0,9
Crédito a hogares [1, 2]	–0,1	0,8	0,2	0,5	1,0	1,3	1,4	1,6
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	2,0	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	2,6	2,1	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,5	9,7	11,8	12,4	11,9	11,3	11,2
Otros depósitos a corto plazo	–2,0	–3,9	–3,1	–4,0	–4,7	–3,9	–2,7	–2,5
Instrumentos negociables	–7,2	3,1	3,9	5,7	2,0	0,7	–1,5	–1,1
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	1,3	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	...

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 · España: de la recuperación a la expansión

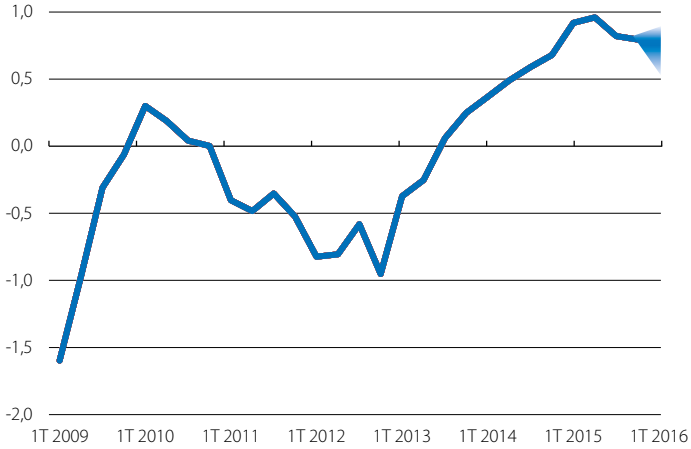
El crecimiento económico va madurando, con registros que, en los próximos trimestres, serán ligeramente inferiores a los observados durante el último año, pero que se sustentarán en un avance más equilibrado de la actividad económica. Esta evolución del cambio de patrón ya se empieza a dibujar en los datos del 1T 2016. Según el modelo de previsión de CaixaBank Research, la tasa de crecimiento intertrimestral se situó en el 0,7% en el 1T 2016, solo 1 décima por debajo de la tasa registrada en el 4T 2015. La demanda interna sigue liderando el grueso del crecimiento, impulsada por el consumo de los hogares y por la inversión, pero el sector exterior poco a poco vuelve a ganar protagonismo. También destaca el hecho de que esta ralentización responda a una desaparición gradual y esperada de los efectos de cola que impulsaron el crecimiento durante 2015, como la caída del precio del petróleo o la depreciación del euro. Una desaceleración, por tanto, que entra dentro del guion previsto, a pesar del reciente episodio de turbulencias financieras que se produjo en los primeros compases del año y, a nivel interno, de la falta de acuerdo para la formación de gobierno.

Los indicadores de actividad se consolidan en niveles propios de una fase avanzada del ciclo. Destacan especialmente los índices PMI, tanto del sector servicios como de las manufacturas. Ambos se mantienen desde hace meses en cotas claramente superiores a los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas. De todas formas, han descendido ligeramente en los últimos dos meses, un movimiento que está en consonancia con una desaceleración paulatina y esperada del ritmo de crecimiento. Este patrón también se observa en el índice de producción industrial, que descendió en enero hasta el 3,2%, tras mantenerse en cotas cercanas al 4,0% durante el segundo semestre de 2015. Otro indicador que refleja cómo, poco a poco, la economía española se adentra en una fase más madura del ciclo económico es la utilización de la capacidad productiva, que se sitúo en el 77,8% en el 4T 2015, un registro similar al valor promedio registrado entre los años 2000 y 2008.

El sector inmobiliario recupera protagonismo y empieza a normalizar su situación. Todos los indicadores referentes al sector inmobiliario presentan una marcada tendencia al alza, tanto los de actividad como los de precios. Despunta el fuerte avance de los visados de obra nueva, que en diciembre se situaron cerca de los 50.000 en términos acumulados de 12 meses. Aunque esta cifra supone un avance del 43% en términos de variación interanual, es preciso remarcar que el nivel es todavía muy bajo, especialmente si se compara con los registros que se alcanzaron antes de la recesión. Los indicadores de precios y de demanda también presentan notables avances. Las compraventas aumentaron un 9,8% en enero (acumulado de 12 meses) y el número de hipotecas sobre viviendas, un 10,6% en el mis-

PIB

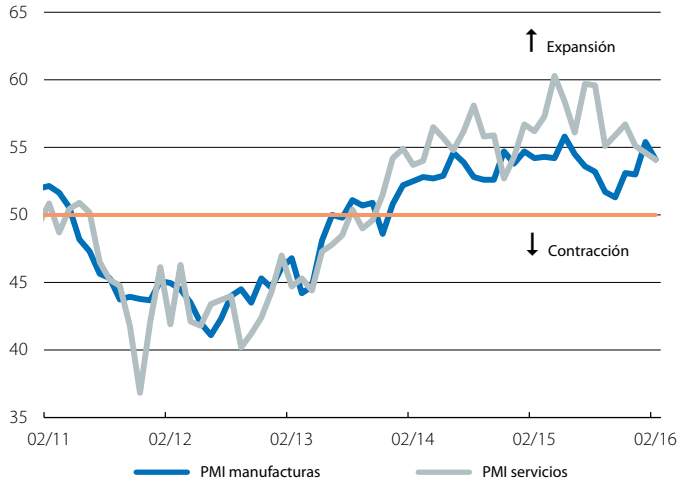
Variación intertrimestral (%)



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

Indicadores de actividad

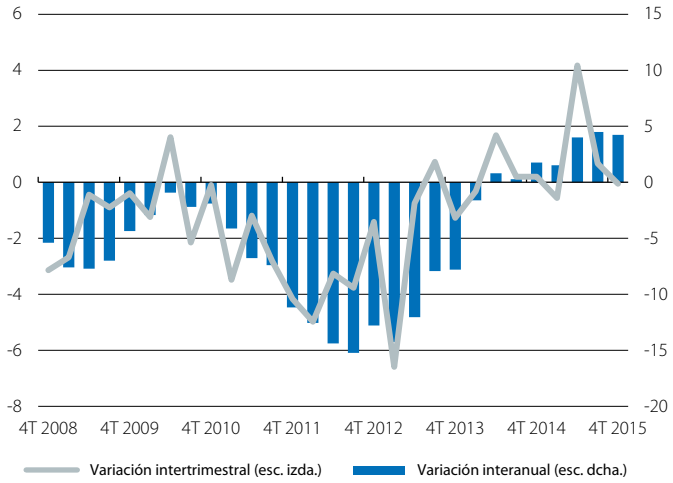
Nivel



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

Precio de la vivienda

Variación (%) *Variación (%)*



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

mo mes. Por su parte, el índice de precios del INE avanzó un 4,2% interanual en el 4T 2015 y todo apunta a que esta tendencia cogerá fuerza en 2016 (véase el Focus «¿Qué nos dice el precio del suelo sobre la futura evolución del precio de la vivienda?» para un análisis más detallado del crecimiento del precio de la vivienda previsto para los próximos años).

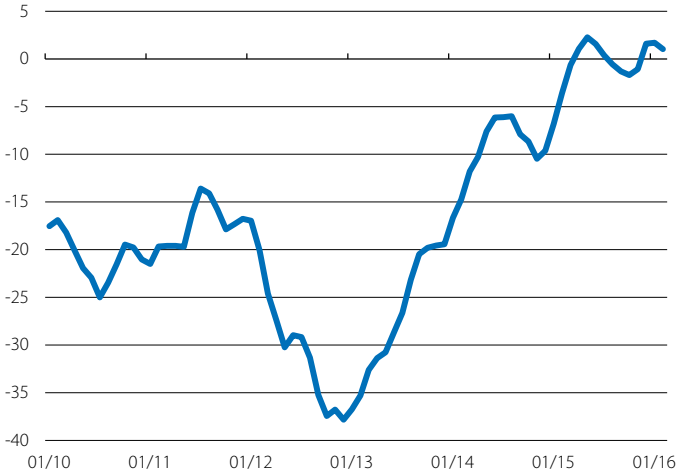
La demanda interna afloja, pero mantiene tasas de crecimiento elevadas. El fuerte empuje de la demanda, y en especial del consumo de los hogares, es resultado tanto de la mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía como de la mejora del mercado laboral. Respecto al primer factor, destaca la evolución reciente de la confianza del consumidor, que se mantiene en cotas elevadas a pesar de que en los dos primeros meses del año descendiera ligeramente. Además, es preciso tener en cuenta que el registro anotado en el mes de diciembre fue un máximo histórico. Las ventas de vehículos y las ventas de las grandes empresas también son un buen reflejo del vigor del consumo de los hogares. Concretamente, el crecimiento interanual de las ventas de vehículos se situó en el 15,1% en febrero (el promedio de los últimos tres meses), y las ventas de las grandes empresas, en el 3,2% en enero. En ambos casos, se trata de registros ligeramente inferiores a los del segundo semestre de 2015, pero que se mantienen en cotas compatibles con un notable avance del consumo de los hogares.

La sólida recuperación del mercado laboral seguirá actuando como sostén de la demanda interna. El apoyo del mercado laboral a la recuperación de la demanda se debe, sobre todo, a la buena marcha de la creación de empleo. En los últimos dos años se han creado cerca de un millón de puestos de trabajo o, lo que es lo mismo, la tasa de crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social ha sido del 2,4% en promedio. En el mes de febrero esta tasa se situó en el 3,0%, un ritmo que probablemente descenderá en los próximos meses hasta el 2,0% en diciembre, pero ello no evitará que el año cierre con una creación de puestos de trabajo que se volverá a situar por encima de los 400.000. En parte, la sólida recuperación del mercado laboral se debe a la moderación salarial, que ha permitido a las empresas españolas ganar competitividad. En este sentido, puede sorprender el repunte que se observó en el crecimiento interanual de los costes salariales en el 4T 2015, que alcanzó el 0,9% (0,1% en el 3T). No obstante, es importante señalar que, en gran medida, fue consecuencia de la devolución del 25% de la paga extra a los empleados públicos, y no de un cambio en las tendencias salariales de fondo.

El consumo de los hogares también cuenta con el apoyo del bajo precio del petróleo. El componente energético tiene un peso del 11,4% en la cesta de bienes de consumo de los hogares españoles, motivo por el cual la caída del precio del petróleo tiene un impacto directo sobre su capacidad de compra. A pesar de que, en conjunto, el precio de los bienes no energéticos (la inflación subyacente) presenta una tasa de crecimiento que se mantiene cercana al 1,0% desde hace dos trimestres, la fuerte caída del precio del petróleo está hacien-

Confianza del consumidor

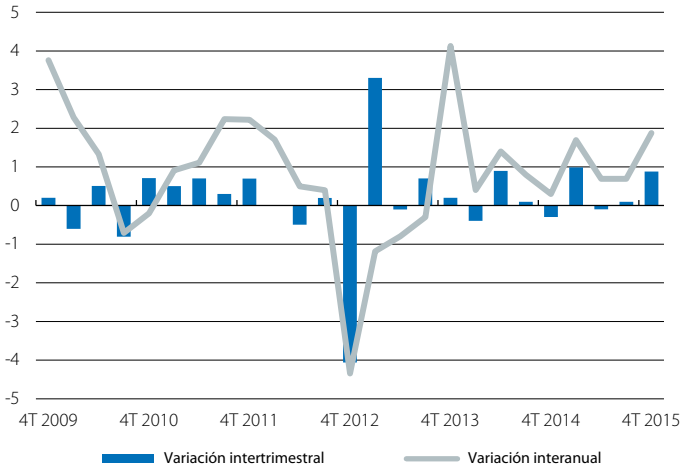
Promedio trimestral



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

*Coste salarial por hora **

Variación (%)



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

IPC subyacente

Variación interanual (%)

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

do que el IPC general presente una tasa de variación interanual negativa. Concretamente, en marzo esta se mantuvo en el –0,8%. En los próximos meses la tasa de inflación general se mantendrá en terreno negativo, lo cual refleja la debilidad del precio del petróleo, pero en la segunda mitad del año iniciará una rápida tendencia alcista que la situará por encima del 2% en el 1T 2017.

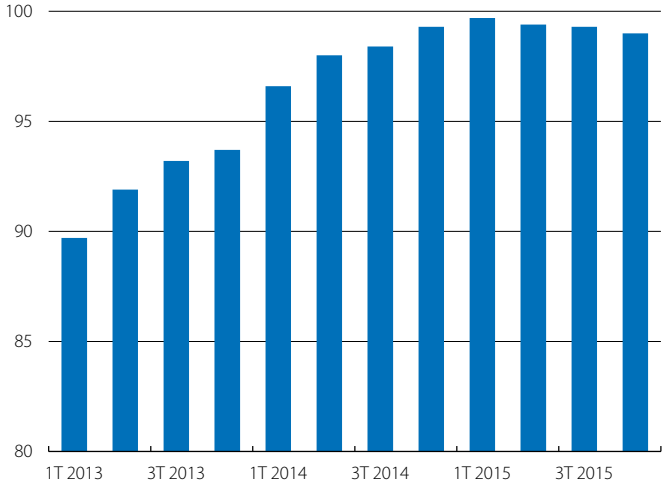
La política fiscal expansiva, clave para el crecimiento de la demanda interna en 2015, difícilmente se podrá mantener. El déficit público con el que se cerró 2015 fue superior al objetivo que se había acordado con Bruselas. Concretamente, se situó en el 5,2% del PIB, 1,0 p. p. por encima del hito. Es importante señalar que la desviación se produjo en un año en el que el crecimiento fue claramente superior al previsto cuando se aprobaron los presupuestos, un hecho que contrasta con las desviaciones que tuvieron lugar en los años más duros de la crisis económica y financiera, y que muy probablemente no pasará por alto a la Comisión Europea. De hecho, el fuerte crecimiento de la actividad económica en 2015 habría conducido el déficit público cerca del objetivo acordado con Bruselas si la política fiscal hubiera sido neutra, por lo que se puede considerar que el pasado año la política fiscal fue claramente expansiva. Esta es una baza con la que la economía española no podrá contar en los próximos años si quiere que la deuda pública inicie una senda marcadamente descendente.

El sector exterior, un factor de fondo que no ha dejado de apoyar el crecimiento. Aunque, en términos netos, la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa en 2015, las exportaciones mantuvieron un ritmo de avance muy notable. Concretamente, las exportaciones de bienes y servicios reales crecieron un 5,4% en el conjunto del año. Esta cifra es especialmente destacable cuando se tiene en cuenta que el comercio mundial se desaceleró y que el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales, los países europeos, fue ligeramente inferior al previsto. En 2016, las tendencias fundamentales prevalecen. En particular, las exportaciones nominales de mercancías crecieron un 5,0% interanual en enero (en el acumulado de tres meses), impulsadas en buena parte por la creciente demanda de la eurozona. Sin embargo, el fuerte aumento de las importaciones, que avanzaron un 4,7% en ese mismo mes, hará que en términos netos la aportación del sector exterior siga siendo discreta.

La mejora del ciclo económico también tiene su reflejo en la evolución del crédito, como muestra el descenso de la tasa de morosidad que se ha registrado durante el último año, de 2,4 p. p. hasta situarse en el 10,1%. Ello se explica, sobre todo, por el notable retroceso de la morosidad del crédito promotor, de 8,7 p. p., y a la construcción, de 2,6 p. p., aunque la reducción ha sido generalizada. La mejora de la actividad económica, junto con los bajos tipos de interés, ayudarán a que la morosidad siga reduciéndose en los próximos meses, un factor clave para que el crecimiento del crédito se afiance.

Deuda pública

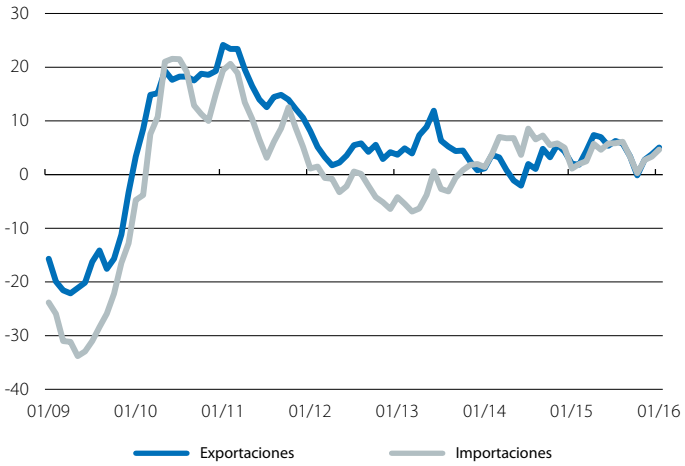
(% del PIB)



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

Comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: ** Datos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.*

Crédito y morosidad en el 4T 2015

	Saldo de crédito (miles de millones de euros)	Var. interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
Hogares (vivienda)	552	–4,8	4,9
Hogares (consumo)	112	1,3	9,1
Actividades productivas	644	–4,4	14,6
Construcción	44	–11,7	30
Promotor	135	–10,1	27,5
Servicios	337	–2,2	8,9
Industria	110	–1,6	10,9
Agricultura	18	2,3	10,1
Total *	**1.308**	**–4,1**	**10,1**

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

FOCUS · La población activa en perspectiva

La población activa depende de dos factores: la población en edad de trabajar y el porcentaje que está activo (tasa de actividad). Las dinámicas recientes de ambas variables por grupos demográficos (nacionalidad, edad y género) nos ayudarán a entender la caída de la población activa y a proyectar su evolución a medio plazo.

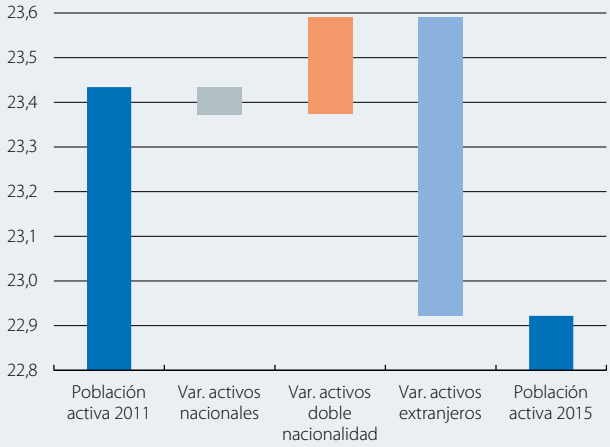
El reparto del descenso de la población activa entre 2011 y 2015 por nacionalidades (véase el primer gráfico) desvela el protagonismo de la extranjera, mientras que la española experimentó un ligero retroceso y la de doble nacionalidad, un aumento. No obstante, la leve caída de la población activa española enmascara una evolución muy dispar por género y por edad (véase el segundo gráfico). El menor peso de las generaciones jóvenes determinó el descenso de la población activa en la franja entre 25 y 34 años.[1] Por otro lado, la tasa de actividad del grupo entre 16 y 24 años cayó significativamente, lo que resultaría positivo si más adelante comportara una fuerza laboral más formada. Este repliegue de la población activa joven se compensó con el despliegue de la de los más mayores, que aumentó porque también lo hicieron el volumen de población en esta franja de edad y la tasa de actividad de las mujeres de más de 35 años y de los hombres de más de 55.

A partir de las proyecciones de población del INE y de tres hipótesis distintas sobre la tasa de actividad, se pueden estimar tres escenarios para la tendencia de la población activa en los próximos cinco años (véase el tercer gráfico).[2] El primero asume que las tasas de actividad se mantienen constantes en el nivel de 2015. Como resultado del envejecimiento demográfico, la población activa caería en más de 800.000 personas hasta 2020. El segundo contempla un ligero aumento de la tasa de actividad de las mujeres de mediana edad y sobre todo una subida de la tasa de actividad de los individuos mayores de 55 años, con lo cual se acercaría al patrón observado en otros países de la eurozona. Este escenario, que consideramos el más plausible, supondría un incremento de la población activa de 400.000 personas. El tercero implica mayores ascensos de las tasas de actividad y, consecuentemente, de la población activa. De este ejercicio se desprende que, a pesar de que el peso de la población joven disminuirá, los incrementos esperados de la tasa de actividad de los grupos de más edad, especialmente de las mujeres, hará que la población activa en conjunto siga aumentando a medio plazo.

1. La emigración apenas contribuyó a este descenso.
2. En los tres escenarios, el cambio de la población de más de 16 años entre 2015 y 2020, de 100.000 personas en total, viene determinado por las proyecciones del INE. Las hipótesis de la tasa de actividad se llevan a cabo por el total de 30 grupos del análisis: el cruce de cinco tramos de edad (16-24, 25-34, 35-44, 45-54 y 55+), tres nacionalidades (española, doble y extranjera) y dos géneros (hombre y mujer).

Población activa

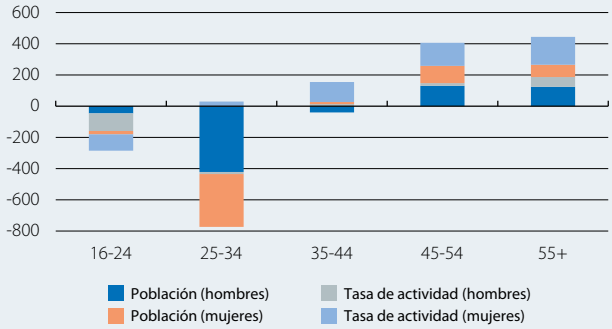
(Millones)



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

Desglose del cambio de la población activa de los españoles *

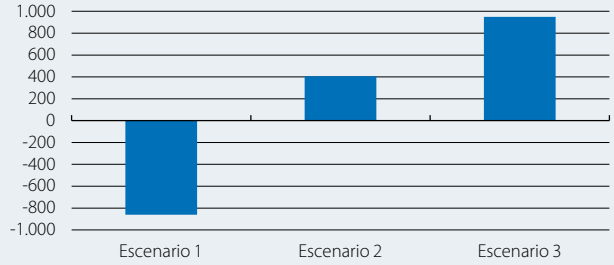
Variación entre 2011 y 2015 (miles)



Nota: * $PA_{2015} - PA_{2011} = TA_{2015} (P_{2015} - P_{2011}) / 100 + P_{2011} (TA_{2015} - TA_{2011}) / 100)$, donde PA denota población activa, P es la población mayor de 16 años y TA es la tasa de actividad. El primer factor es el efecto de los cambios de P y el segundo, de la TA. Se efectúa este cálculo por grupos de edad y por género.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

Cambio de la población activa entre 2015 y 2020 *

Variación (miles)



Nota: * *En los tres escenarios, se considera que la población de 16 años o más aumenta en 100.000 entre 2015 y 2020, según las proyecciones del INE. En el escenario 1, se asume que las tasas de actividad por grupos se mantienen en 2020 como en 2015. En el escenario 2, la tasa de actividad de las mujeres españolas de 45-54 años sube 3 puntos y la de los mayores de 55 años, 7 puntos, excepto los de doble nacionalidad. En el escenario 3, los aumentos de las tasas de actividad de estos grupos son de 5 y 10 puntos, respectivamente, y también sube 3 puntos la de las mujeres de 35 a 44 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

FOCUS · El auge de las exportaciones de servicios no turísticos

La buena evolución de las exportaciones de servicios es uno de los factores que explican la mejora que ha registrado el saldo por cuenta corriente en los últimos años. Si bien es cierto que el turismo ha sido un elemento clave, el papel de las exportaciones del resto de servicios, en la que nos centraremos a continuación, también ha sido muy destacado.

Desde 2003, las exportaciones de servicios no relacionados con el turismo prácticamente se han doblado, con lo cual han ganado peso en el total de exportaciones de servicios. En particular, destaca la buena evolución del sector de la informática y las TIC, que se ha multiplicado por tres, y del sector de los servicios empresariales, como la consultoría o la I+D. Estos sectores, junto con los relacionados con el transporte, representaron más del 80% de las exportaciones de servicios no turísticos en 2015 (véase el primer gráfico). En una comparativa internacional, despuntan los servicios empresariales: según un informe de la federación europea de empresas de consultoría (FEACO),[1] las empresas de consultoría españolas son las que prestan un mayor porcentaje de sus servicios fuera, un 30% en comparación con el 8% de Italia y Francia y con el 19% del Reino Unido, principalmente por los servicios prestados en América Latina.

Un análisis más detallado de las principales características de los sectores que están impulsando el crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos revela el impacto positivo que este fenómeno está teniendo sobre el conjunto de la economía. Para empezar, nos fijamos en dos características: la productividad[2] de los distintos sectores y el tamaño medio de las empresas en cada uno de ellos. En conjunto, la productividad de los servicios no turísticos es un 30% inferior a la de la industria. Sin embargo, si nos ceñimos a los sectores en los que se concentran la mayoría de las exportaciones de servicios no turísticos, su productividad es equiparable a la de la industria. Concretamente, la productividad de los subsectores con una intensidad exportadora[3] mayor dobla la productividad de los sectores que menos exportan.

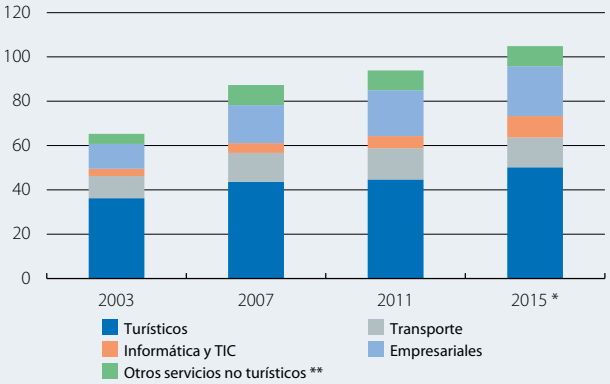
El tamaño empresarial es otro de los factores esenciales para explicar las exportaciones de servicios no turísticos, como también lo es en la industria. En el caso de los servicios, factores como la reputación, imprescindibles para ser competitivo en el mercado internacional, suelen estar asociados a empresas de mayor tamaño. La evidencia en esta dimensión es contundente: en los subsectores de servicios de mayor intensidad exportadora, la proporción de empresas de más de 100 trabajadores es un 80% superior a la del resto de sectores.[4]

Así pues, las empresas que están liderando el aumento de las exportaciones de servicios no turísticos son de mayor tamaño y más productivas. Ante tales características, no sorprende que el impacto que este fenómeno está teniendo sobre el mercado laboral sea claramente positivo. Como se puede apreciar en el segundo gráfico, en los sectores en los que la intensidad exportadora es más elevada, el salario medio de los trabajadores es también más elevado.

En definitiva, la economía española ha sido capaz de impulsar las exportaciones de servicios no turísticos en los últimos años. Sería deseable que esta buena tendencia se afianzara en los próximos años, tanto por la necesidad de corregir el desequilibrio externo como por los efectos positivos que tiene sobre el mercado laboral español.

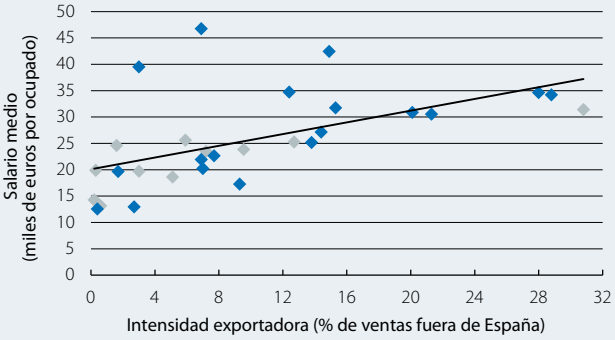
Exportaciones de servicios

(Miles de millones de euros)



Notas: ** Datos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 3T 2015. ** Incluye construcción, propiedad intelectual, seguros y pensiones, financieros, gubernamentales y personales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

Relación entre la intensidad exportadora y el salario medio por sector (2013)



Nota: *Cada punto representa un sector. Los puntos azules se corresponden con los sectores con una proporción de empresas grandes (+100 empleados) superior a la media; los grises, con sectores con una proporción inferior.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta Anual de Servicios y Directorio Central de Empresas).*

1. FEACO (2015), «Survey of the European Management Consultancy Market 2014/15».
2. La productividad se define como el valor añadido a coste de los factores por ocupado.
3. La intensidad exportadora se define como las ventas fuera de España respecto al total de ventas.
4. Clasificamos como subsectores de mayor intensidad los del tercil superior y como subsectores de menor intensidad los del tercil inferior.

FOCUS · ¿Qué nos dice el precio del suelo sobre la futura evolución del precio de la vivienda?

El precio del suelo depende, fundamentalmente, del precio esperado de la vivienda y de los costes de construcción. Por ello ofrece una valiosísima información sobre cómo se espera que evolucione el precio de la vivienda a corto y medio plazo.[1] Ahora que se está produciendo un importante cambio de tendencia en el precio de la vivienda, la información que aporta el análisis del precio del suelo es todavía más útil.

El estudio de los datos históricos del precio del suelo y el precio de la vivienda en España muestra una correlación muy estrecha entre ambas variables, hasta tal punto que el precio del primero explica, nada más y nada menos, que un 92% de la variabilidad del precio de la segunda un año después (véase el primer gráfico).[2] Después del ajuste iniciado en 2007, el precio del suelo anotó su mínimo en el 1T 2014 y registró la primera tasa de crecimiento interanual positiva a finales de 2014. El precio de la vivienda, en cambio, tocó fondo con posterioridad y no empezó a registrar tímidas tasas de crecimiento positivas hasta el 2T 2015. Dado que el precio del suelo creció un 4,5% en 2015, y asumiendo que la relación histórica que mantiene con el precio de la vivienda persiste, estimamos que este último subirá entorno al 3% en 2016 en el conjunto de España.

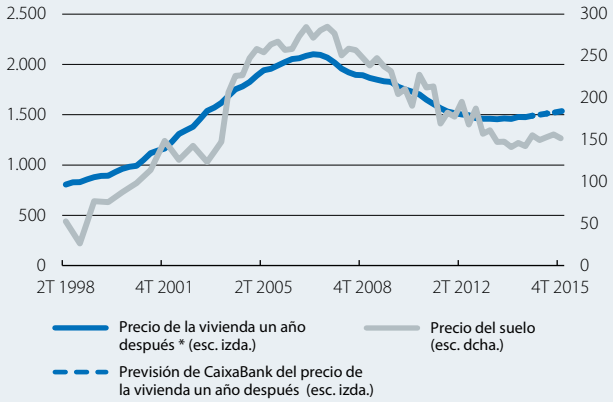
De todos modos, la heterogeneidad de la evolución del precio del suelo entre provincias observada en 2015 sugiere que la evolución del precio de la vivienda seguirá siendo dispar en 2016. En particular, en las zonas donde se observan crecimientos del precio del suelo superiores al 10% (como Madrid, Vizcaya y Baleares), y dada la relación entre ambos precios a nivel provincial, el precio de la vivienda podría aumentar, en promedio, un 4% en 2016. Por otro lado, el precio del suelo bajó en 24 de las 50 provincias en 2015, lo que apunta a que el precio de la vivienda en esas zonas podría seguir ajustándose en 2016. Ello es resultado de las diferencias en el nivel de *stock* de viviendas nuevas por vender entre provincias: en las provincias con menos *stock* de vivienda es donde más está aumentando el precio del suelo y, por consiguiente, donde esperamos un mayor repunte del precio de la vivienda este año.

En conclusión, la reciente evolución del precio del suelo apunta a que el precio de la vivienda ganará tracción en los próximos trimestres aunque la velocidad de recuperación se mantendrá dispar entre las diferentes provincias a corto y medio plazo.

1. Véase García Montalvo, J. (1999), «El precio del suelo: la polémica interminable», Nuevas Fronteras de la Política Económica, CREI y La Vanguardia.
2. La ecuación estimada es $Precio\ vivienda_t = \alpha + \beta\ Precio\ del\ suelo_{t-4} + \mu_t$. Datos trimestrales desde el 1T 2004.

Precio del suelo y precio de la vivienda

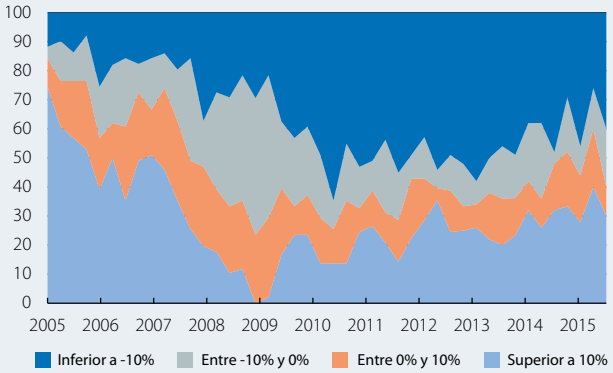
(Euros/m²) *(Euros/m²)*



Nota: ** Por ejemplo, el precio de la vivienda graficado en el 3T 2014 hace referencia al precio de la vivienda observado en el 3T 2015.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento y del Banco de España.*

Crecimiento del precio del suelo * por provincias

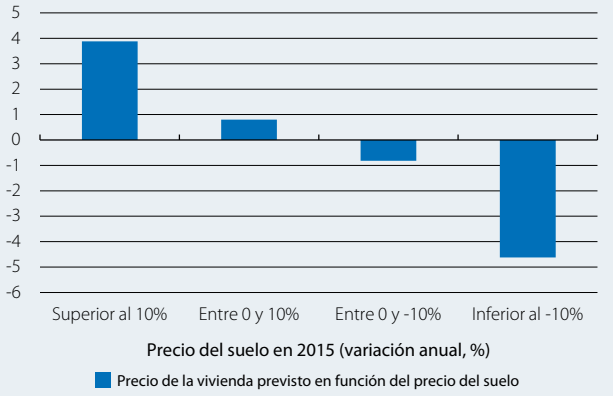
(% del total de provincias)



Nota: ** Variación interanual del precio del suelo en términos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.*

Precio del suelo en 2015 y precio de la vivienda en 2016

Precio de la vivienda 2016 (variación anual, %)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Industria									
Consumo de electricidad	–0,1	1,6	1,3	–0,1	2,5	2,5	–3,2	–1,0	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	1,5	3,5	4,0	4,2	3,2	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–7,1	–0,3	–3,2	0,9	0,7	0,3	–1,3	–2,7	–1,6
PMI de manufacturas *(valor)*	53,2	53,6	54,4	54,8	52,8	52,5	55,4	54,1	...
Construcción									
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	–7,7	20,0	12,1	17,0	19,7	31,1	42,6	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	–5,6	10,7	8,9	10,2	12,2	11,5	9,8	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	7,2	5,6	6,6	5,9	5,0	4,8	5,4	5,8	...
PMI de servicios *(valor)*	55,2	57,3	56,7	58,3	58,1	55,9	54,6	54,1	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	2,6	2,8	3,3	3,4	3,7	3,9	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	31,4	13,6	23,1	17,1	12,2	12,6	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	–8,9	0,3	–0,6	1,6	–1,3	1,6	–0,9	–1,4	–5,1

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

Indicadores de empleo

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Afiliados a la Seguridad Social [1]								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	1,5	2,2	2,4	2,7	3,0	2,9
Construcción	–1,6	4,7	4,6	5,6	4,6	4,1	3,3	2,7
Servicios	2,2	3,5	3,5	3,7	3,5	3,4	3,2	3,1
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,0	3,8	3,6	3,6	3,7	3,4
No asalariados	2,2	1,9	2,4	2,2	1,7	1,4	1,1	1,3
TOTAL	**1,6**	**3,2**	**2,9**	**3,5**	**3,3**	**3,2**	**3,2**	**3,0**
Población ocupada [2]	**1,2**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**3,0**	**...**	**...**
Contratos registrados [3]								
Indefinidos	18,8	12,3	24,1	7,7	9,7	7,6	4,5	15,9
Temporales	13,1	11,2	12,2	11,2	9,7	11,8	1,9	11,9
TOTAL	**13,4**	**11,3**	**13,2**	**10,9**	**9,7**	**11,5**	**2,1**	**12,3**
Paro registrado [3]								
Menores de 25 años	–8,2	–11,0	–9,8	–9,3	–13,4	–11,7	–12,1	–9,5
Resto de edades	–5,3	–7,2	–6,1	–7,4	–7,7	–7,5	–7,9	–7,8
TOTAL	**–5,6**	**–7,5**	**–6,5**	**–7,6**	**–8,2**	**–7,9**	**–8,3**	**–8,0**

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
General	**–0,1**	**–0,5**	**–1,0**	**–0,3**	**–0,4**	**–0,3**	**–0,3**	**–0,8**	**–0,8**
Subyacente	0,0	0,6	0,2	0,5	0,8	0,9	0,9	1,0	...
Alimentos sin elaboración	–1,2	1,8	0,3	1,9	2,3	2,5	3,3	0,8	...
Productos energéticos	–0,8	–9,0	–9,7	–6,4	–9,7	–10,2	–10,3	–14,1	...

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

Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16
Comercio de bienes							
Exportaciones *(variación interanual)*	2,5	4,3	4,4	5,4	3,4	3,8	2,1
Importaciones *(variación interanual)*	5,7	3,7	2,5	5,8	3,3	3,3	0,8
Saldo corriente	**10,2**	**15,1**	**11,9**	**14,3**	**15,1**	**15,1**	**14,9**
Bienes y servicios	26,0	25,7	27,3	27,1	26,5	25,7	25,4
Rentas primarias y secundarias	–15,7	–10,5	–15,4	–12,8	–11,4	–10,5	–10,4
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**14,7**	**21,1**	**15,6**	**18,4**	**20,8**	**21,1**	**20,2**

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–5,9**	**–5,2**	**–0,8**	**–3,0**	**–3,2**	**–5,2**	**...**	**...**
Estado [1]	–3,9	–2,9	–1,0	–2,2	–2,4	–2,9	–0,6	–1,2
Comunidades autónomas	–1,7	–1,7	–0,2	–0,8	–1,1	–1,7	–0,1	...
Corporaciones locales	0,6	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	...	...
Seguridad Social	–1,0	–1,3	0,3	–0,4	–0,3	–1,3	0,1	...
Deuda pública *(% PIB)*	**99,3**	**99,2**	**100,2**	**99,8**	**99,7**	**99,2**	**...**	**...**

Nota: *1. Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria y no incluye otros organismos de la Administración central.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	Saldo 01/16 [1]
Financiación a los sectores no financieros [2]								
Sector privado	–6,2	–3,9	–4,5	–3,9	–4,0	–3,1	–3,3	1.636,3
Empresas no financieras	–7,1	–4,0	–4,7	–4,0	–4,3	–2,9	–3,4	914,7
Hogares [3]	–5,1	–3,7	–4,2	–3,7	–3,6	–3,3	–3,2	721,6
Administraciones públicas [4]	6,9	4,2	4,9	4,0	3,8	4,0	3,5	1.071,6
TOTAL	**–1,8**	**–0,9**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,1**	**–0,4**	**–0,7**	**2.707,9**
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	–0,9	–1,0	–1,3	–1,2	–1,1	–0,5	0,1	1.161,9
A la vista	10,8	18,5	17,9	19,5	18,8	17,7	17,9	391,3
De ahorro	5,8	12,9	10,5	12,3	13,7	15,2	14,1	253,9
A plazo	–7,6	–15,3	–13,5	–15,5	–16,3	–15,8	–15,1	496,1
En moneda extranjera	1,1	5,6	8,9	10,5	5,1	–2,3	–4,2	20,5
Resto del pasivo [5]	–8,2	–13,0	–11,4	–11,5	–14,0	–15,1	–11,8	98,1
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–2,3**	**–2,2**	**–2,3**	**–1,9**	**–0,9**	**1.259,9**
Tasa de morosidad *(%)* [6]	**12,5**	**10,1**	**12,1**	**11,0**	**10,7**	**10,1**	**10,1**	...
Tasa de cobertura *(%)* [6]	**58,1**	**59,2**	**58,5**	**60,0**	**60,6**	**59,2**	**59,6**	...

Notas: *1. Miles de millones de euros. 2. Residentes en España. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP. 5. Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. 6. Dato fin de periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

INESTABILIDAD FINANCIERA Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Inestabilidad financiera, política económica y economía real: dos visiones enfrentadas

A mediados de 2015, los mercados financieros internacionales entraron en una fase de inestabilidad que todavía coletea. La desaceleración de la economía china y el desplome del precio del petróleo fueron los desencadenantes de unas tensiones que se extendieron con rapidez a la generalidad de países y clases de activos, adquiriendo gran intensidad en algunos momentos. Se trata del cuarto episodio de esta índole desde la gran crisis financiera de 2008-2009. El foco primario de volatilidad se ubicó en los mercados emergentes en 2014, en el mercado de deuda pública de EE. UU. en 2013 y fustigó el de la eurozona entre 2010 y 2012. La sospecha de que hay un hilo conductor común a todos ellos va creciendo.

El análisis de las causas y consecuencias de estas crisis repetitivas es objeto de un vivo debate entre economistas académicos, responsables de política económica e inversores. Se trata de un asunto técnicamente complejo, porque debe tener en cuenta las múltiples interacciones existentes entre las variables de la economía real, las variables financieras y las actuaciones de política económica. Es también una cuestión polémica en el plano político-ideológico, porque los valores y preferencias personales determinan los pesos que se asignan a los costes y los beneficios de las distintas alternativas de política pública, cuyos efectos no se distribuyen por igual entre grupos socioeconómicos y entre generaciones. Y es, en cierto modo, un debate familiar, porque rememora la vieja dicotomía entre keynesianos y liberales. En efecto, se han dibujado con claridad dos bandos o corrientes de pensamiento abiertamente discrepantes.

La visión dominante es la de corte keynesiano.[1] Considera que la economía global padece un problema, que ha devenido crónico, de insuficiencia de demanda agregada: las familias ahorran mucho y consumen poco, las empresas apenas invierten y los Gobiernos contienen su gasto. Como resultado, el crecimiento del PIB es lento, hay recursos infrautilizados (desempleo elevado o tasa de participación baja) y la inflación es exigua (en no pocos países, negativa). Según esta narrativa, hay varias causas del problema. Algunas son temporales, como la incertidumbre política, y otras resultan sobrevenidas, como el elevado endeudamiento y la resaca posterior a las crisis financieras. Pero las más importantes vienen de lejos y tienen carácter estructural, como la demografía, la globalización y los cambios tecnológicos. El envejecimiento de los países desarrollados ha aumentado el ahorro de cara a la jubilación, a lo que se añade la irrupción en los mercados internacionales del ingente ahorro de las empresas y las familias chinas (achacable a la ausencia de seguridad social o sanidad pública, entre otros motivos). Por su parte, los nuevos sectores digitales son menos intensivos en capital que la industria y la construcción tradicionales. Esto configura un contexto de ahorro abundante e inversión escasa, conducente a un descenso del tipo de interés real de equilibrio hasta situarse en terreno claramente negativo. Pero, dado que la inflación es casi nula y que el tipo nominal tiene un suelo natural en la zona del cero por ciento, el tipo real en los mercados es superior al de equilibrio, lo que no hace sino perpetuar la dinámica de demanda débil y subempleo, al dejar inoperante el mecanismo natural de ajuste o reequilibrio. En la más pura tradición keynesiana, los miembros de esta corriente propugnan el uso agresivo de las políticas de demanda (fiscal y monetaria, incluyendo toda la gama de medidas no convencionales) para salir de esa trampa lo más pronto posible. Defienden que, con un impulso suficiente, la economía recuperará el pleno empleo, situará la inflación y las expectativas de inflación en los niveles deseados por los bancos centrales y, a partir de ahí, volverá a operar con relativa normalidad.

Paradójicamente, esta visión propone solventar lo que considera un problema básico de la economía azuzando una de las causas que ha contribuido a generarlo. A saber, propugna elevar los niveles de endeudamiento de los agentes e inflar el precio de los activos financieros. De hecho, se espera que estos sean los principales canales a través de los cuales los estímulos monetarios lleguen a la economía real. Según esta visión, hay tres motivos por los cuales merece la pena correr el riesgo de intentar inflar los flotadores financieros. Primero, si se consigue reactivar la economía y esta adquiere tracción sostenible por sí sola, entonces el crecimiento del PIB nominal aliviará la carga de la deuda y justificará precios más altos de los activos, a la vez que permitirá una retirada muy gradual de los estímulos. Segundo, el riesgo de formación de burbujas locales, y de contagio sistémico en caso de que pinchen, puede ser controlado con las políticas macroprudencial, microprudencial y de regulación financiera. Tercero, si los dos argumentos anteriores fallan, será un mal menor respecto a la alternativa de contemplar pasivamente cómo la economía se sumerge en el pozo y amplias capas sociales, posiblemente las más vulnerables, caen en el paro. Bajo la óptica de esta escuela,

1. Véase, por ejemplo, Summers, L. (2014) «Reflections on the "New Secular Stagnation Hypothesis"», en el libro *Secular stagnation: facts, causes and cures*, publicado por Voxeu.org.

por tanto, las repetidas crisis financieras de estos años nos indican dos cosas. Primero y trascendental, que las políticas de demanda han estado mal diseñadas y han pecado de tímidas en su intensidad y duración. No sorprende, pues, que afloren ahora demandas para que la Reserva Federal detenga las subidas de tipos y para que Japón y la eurozona se adentren en el terreno de la monetización de la deuda y los tipos negativos. Segundo y complementario, que las políticas prudenciales y de regulación han tenido graves lagunas.

La visión alternativa considera que los problemas más importantes que afligen a la economía internacional están en el lado de la oferta y no en el de la demanda.[2] Pero, desgraciadamente, los Gobiernos intentan eludir el coste electoral a corto plazo que suelen conllevar las reformas estructurales y caen en la tentación de poner parches con políticas de demanda expansivas (los bancos centrales tienen difícil abstraerse del clima de presión social y política, a pesar de su independencia formal). Ya de por sí, la dejadez en el cuidado del lado de la oferta acaba reflejándose en un menor crecimiento potencial a largo plazo. Además, el problema se agrava cuando los aumentos del gasto público y del crédito se destinan, fruto de la miopía, la premura y la facilidad para obtener fondos, a inversiones poco productivas que malbaratan los recursos (las burbujas inmobiliarias y los aeropuertos sin aviones son claros ejemplos). Como remate, los *booms* crediticios acaban, antes o después y por muy acertadas que sean las políticas prudenciales y de regulación, en crisis financieras que dañan aún más el funcionamiento del sistema económico. El resultado es un estado de la economía real ostensiblemente peor que al inicio de las políticas de demanda expansivas, con el agravante de que es fácil caer en un círculo vicioso entre crecimiento lento, remedios artificiales contraproducentes, acumulación de deuda, crisis financieras y más lentitud del crecimiento.

Los partidarios de esta corriente proponen, como prioridad, que la sociedad y las autoridades adopten un enfoque de largo plazo para abordar, con decisión y paciencia, las reformas estructurales del lado de la oferta que permiten elevar el crecimiento potencial. Respecto a las políticas de demanda, propugnan disciplina fiscal y monetaria. Esto es, no descartan la aplicación de estímulos cuando esté justificado (como es, de hecho, la coyuntura actual en algunos países) pero con moderación, evitando aquellas medidas más proclives a desencadenar efectos contrarios a los deseados (por ejemplo, los tipos de interés negativos) y con disposición a utilizar el freno cuando llegue la etapa de bonanza. Esto último es importante, dado que los *booms* de crédito son fruto no tanto de los estímulos en las fases de recesión como de la ausencia de medidas restrictivas en las expansiones. Esta asimetría ha distorsionado perversamente los incentivos de los inversores desde los tiempos de la denominada *Greenspan put*. Otra recomendación de esta escuela en materia de incentivos es aceptar las reestructuraciones de deuda si están justificadas y se llevan a cabo de manera selectiva y controlada. Creen que, bajo un esquema de ese tipo y con el complemento de un buen marco de regulación y supervisión, dispondríamos de unos mercados financieros más funcionales al servicio de la eficiencia y el desarrollo económicos. En ausencia del mismo, interpretan la cadena de turbulencias financieras de los últimos años como episodios de *risk-off*, por los cuales un *shock* inicial (ya sea de tipo fundamental, como ha sido el caso del descenso del precio del petróleo y de la desaceleración en China, ya sea meramente de sentimiento) se extiende, amplifica y retroalimenta, sobre la base de unos mercados inflados artificialmente por las políticas monetarias, unos agentes sobreendeudados, unos incentivos inadecuados y una regulación imperfecta.

Recapitulando, se trata de dos corrientes discrepantes respecto al diagnóstico de los problemas de la economía global, y claramente enfrentadas en cuanto al tratamiento recomendado (prioridades, estrategia y recetas concretas). Irónicamente, ambas son muy críticas con la política económica de los últimos años, si bien por motivos opuestos (pasividad frente a hiperactividad). Hay, sin embargo, un elemento de coincidencia más genuino: lo financiero importa, y mucho. Los tres artículos siguientes del presente Dossier examinan en detalle esta dimensión, al hilo de las profundas transformaciones que está experimentando el sistema financiero desde la crisis de 2008-2009. ¿Se ha ganado espacio para sostener deuda adicional? ¿Son más estables los bancos y los mercados de capitales en la actualidad que en el pasado? ¿Son más eficientes asignando capital y riesgos? Respuestas afirmativas serían buenos argumentos para el bando partidario de redoblar los estímulos keynesianos, cuando menos en términos del balance entre recompensa y penalización potenciales. Respuestas negativas aconsejarían, por el contrario, extremar la prudencia monetaria y fiscal. La realidad del mundo financiero se inclina, crudamente, por esto segundo.

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

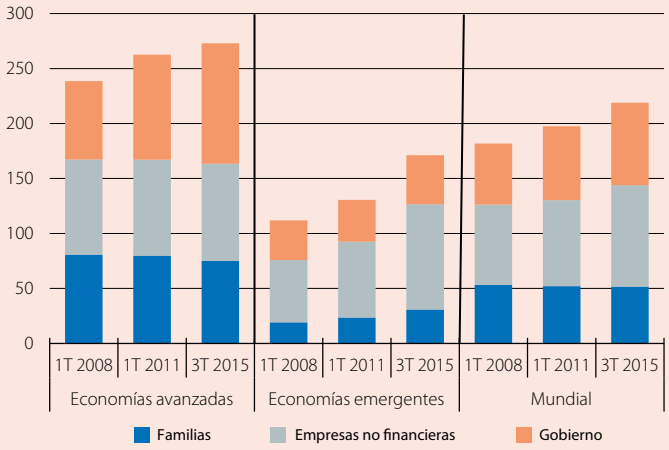
2. Véase, por ejemplo, el *Informe Anual 2015* del Banco Internacional de Pagos.

Deuda: ¿vicio o virtud?

Imagínese, por un momento, que rejuvenece 10 años. Se encuentra en 2006. La economía mundial crece un 5,5% en términos reales, alimentada por el empuje de las economías avanzadas (3,1%) y emergentes (8,2%). De vuelta a 2016, estos 10 años no han pasado sin dejar huella. Las economías avanzadas apenas alcanzan un crecimiento del 2% y las emergentes, pese a su vigor, han caído a tasas cercanas al 4%. Paralelamente, el mundo sigue endeudándose: el crédito a empresas y familias ha pasado del 230% al 270% del PIB en las economías avanzadas y del 113% al 170% en las emergentes. No es sorprendente, por lo tanto, que la relación entre crecimiento y deuda plantee un interrogante fundamental: ¿es la deuda necesaria para relanzar el crecimiento o es el lastre que lo frena?

Crédito total al sector no financiero

(% del PIB)



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

La historia reciente del endeudamiento mundial se divide en tres tomos. En el primero, entre 2002 y 2008, las economías avanzadas acompañaron su expansión con un aumento de la deuda privada de familias y empresas, como se ve en el segundo gráfico. Este aumento respondió, al menos en parte,[1] a unas políticas monetarias demasiado laxas y a una regulación mal diseñada. Además, estos factores indujeron una toma excesiva de riesgo y una mala asignación de recursos entre sectores. Y ahí empieza la segunda parte de nuestra historia, con el estallido de la crisis financiera. Para suavizar su impacto sobre la economía, los amortiguadores fiscales generaron un incremento de la deuda pública, estable hasta entonces, que además absorbió parte de la deuda del sector privado. Desde entonces, en las economías desarrolladas, el sector privado se ha desendeudado gradualmente, al contrario que el sector público, que ha seguido endeudándose en medio de las dudas sobre la fortaleza de la recuperación.

La crisis financiera también puso la semilla de la tercera y última parte de la historia del endeudamiento global, que todavía debe resolverse. La recesión de las economías avanzadas trajo consigo un entorno de tipos de interés bajos, mediante el cual los bancos centrales persiguen estimular la economía, y también de bajos retornos. En consecuencia, desde la crisis financiera, el capital ha fluido hacia las economías emergentes en busca de mejores rendimientos. Además, las condiciones monetarias laxas de las economías avanzadas se han trasladado parcialmente a las emergentes.[2] Finalmente, los elevados precios que entonces registraban las materias primas daban una sensación de seguridad a los préstamos a los países exportadores de estos recursos. Todos estos elementos crearon un contexto propicio al endeudamiento de los emergentes, reflejado en el auge del crédito total al sector no financiero, que pasó del 110% del PIB en 2008 al 170% en 2015, principalmente por el aumento de la deuda de las empresas privadas y siguiendo una dinámica sin señales de estabilización.

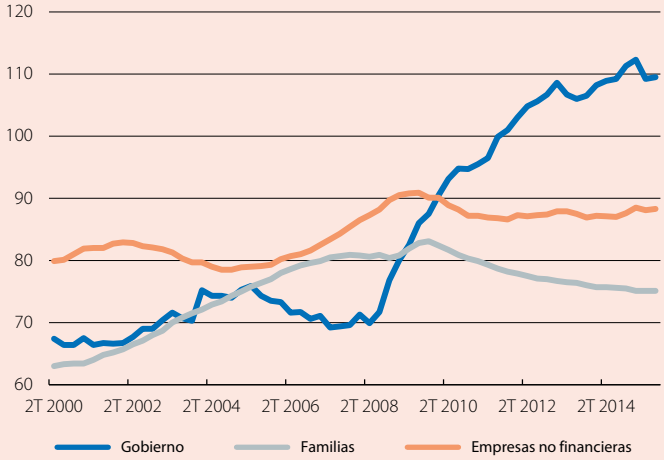
En la medida en que el endeudamiento de los emergentes responde a un entorno de políticas monetarias laxas en los países desarrollados y de altos precios de las materias primas, el cambio de escenario de los últimos meses, con el inicio de la subida de tipos en EE. UU. y fuertes caídas del precio de las materias primas, puede generar preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda emergente. En este sentido, hay diversos elementos que considerar: la deuda en divisa extranjera, la concentración de deuda en determinados sectores y la rentabilidad de las inversiones financiadas. Como muestra el tercer gráfico, se ha producido un fuerte aumento del endeudamiento en dólares desde 2009. Por un lado, la normalización monetaria en EE. UU. traerá un aumento de los tipos de interés en las economías avanzadas y una apreciación del dólar, lo que endurecerá las condiciones crediticias en los países emergentes. Por otro lado, una parte importante de las empresas emergentes endeudadas en dólares también recibe sus ingresos en dólares, lo que mitiga el riesgo de las fluctuaciones del tipo de cambio. En el mismo sentido, países como China, Corea del Sur o Singapur disponen de amplias reservas de divisa americana. Además, una parte importante de la deuda en dólares tiene vencimiento a largo plazo.[3] En sentido contrario, estudios realizados por el FMI y el BIS[4] muestran que la deuda se ha concentrado en la construcción (especialmente en China y América Latina) y en industrias relacionadas con las materias primas. Además, la nueva deuda también se está concentrando en las empresas que ya parten de un mayor endeudamiento. Por último, paralelamente al

1. El aumento de la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza también podría ser uno de los factores que explican el auge del endeudamiento. Véase, por ejemplo, Rajan, R. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press.
2. Los bajos tipos en EE. UU. y Europa obligan a los bancos centrales emergentes a establecer tipos de interés más bajos para suavizar la apreciación de sus monedas.
3. Véase Caruana, J. (2016), «*Credit, commodities and currencies*», discurso en la London School of Economics and Political Science, 5 de febrero de 2015.
4. *Ibíd*. e IMF, *Global Financial Stability Report,* Chapter 3, October 2015.

aumento de la deuda de los países emergentes, se ha reducido la rentabilidad media de las empresas, lo que pone en duda que se estén financiando inversiones realmente productivas.

Composición del crédito en las economías avanzadas

(% del PIB)



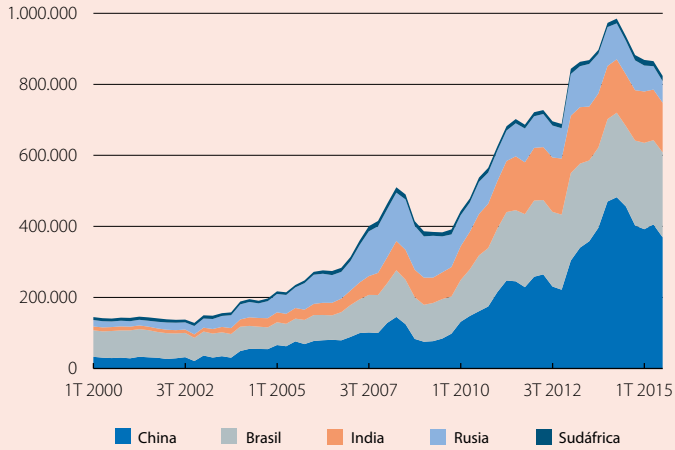
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.*

La historia que acabamos de repasar nos dibuja un ciclo financiero que interacciona con el ciclo económico. La expansión económica facilita que empresas y familias se endeuden para realizar inversiones y aumentar el consumo, lo que estimula la actividad, refuerza la expansión económica y, de nuevo, facilita el endeudamiento. Así basaron parte de su avance las economías desarrolladas hasta 2007 y así se alimenta, en parte también, el crecimiento actual de las emergentes. Sin embargo, si las inversiones financiadas con deuda fracasan, el círculo virtuoso se vuelve vicioso a medida que la incapacidad de repagar la deuda provoca la quiebra de empresas, deprime la demanda y causa una nueva oleada de bancarrotas. Precisamente para suavizar la amplificación del ciclo económico que produce el ciclo financiero, la experiencia de las economías avanzadas las ha conducido a mejorar la regulación y la supervisión del sistema bancario. No obstante, el aumento del peso del mercado de capitales como fuente de financiación genera dudas sobre la capacidad de estas medidas para estabilizar el conjunto del sector financiero.[5]

Como se desprende del análisis anterior, los países desarrollados y los emergentes se encuentran en distintos puntos del ciclo. Por un lado, las economías emergentes siguen endeudándose a un ritmo elevado y existen algunos factores que hacen dudar de la sostenibilidad de la nueva deuda. Dado que esta acumulación se ha alimentado de la laxitud monetaria de EE. UU., la política económica de los países emergentes debería estar preparada para afrontar un endurecimiento de las condiciones crediticias que puede provocar quiebras empresariales y presionar a sus monedas. Por ello, la política económica debe orientarse a facilitar el desendeudamiento del sector privado y limitar los riesgos sistémicos. Por otro lado, en las economías avanzadas, el ritmo de recuperación (en general más lento de lo esperado) genera un intenso debate sobre el papel que deberían desempeñar las políticas monetaria y fiscal.[6] Pese al desendeudamiento privado que se ha llevado a cabo, los niveles de deuda siguen siendo muy elevados. En este contexto, un mayor estímulo procedente de la demanda pública o de unas condiciones monetarias más acomodaticias podría comprometer la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, también es cierto que unas políticas fiscal y monetaria más restrictivas, *a priori* enfocadas a acelerar el proceso de desendeudamiento, podrían erosionar un crecimiento ya de por sí muy exiguo y acabar dificultando todavía más el desendeudamiento. Ante tal disyuntiva, parece que la virtud estriba en impulsar reformas de oferta que faciliten el desarrollo de los nuevos sectores productivos, manteniendo las políticas de apoyo a la demanda a corto plazo.

Obligaciones bancarias internacionales en dólares

(Miles de millones)



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

En suma, la discusión nos muestra que la interacción desordenada entre el ciclo financiero y el ciclo económico ha llevado a las economías avanzadas a una situación de elevado endeudamiento y crecimiento moderado con políticas económicas sin demasiado margen de maniobra. Esto señala la importancia de diseñar e implementar políticas económicas con una perspectiva que abarque todo el ciclo económico, reduciendo riesgos y acumulando colchones durante las épocas boyantes para suavizar las recesiones.

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

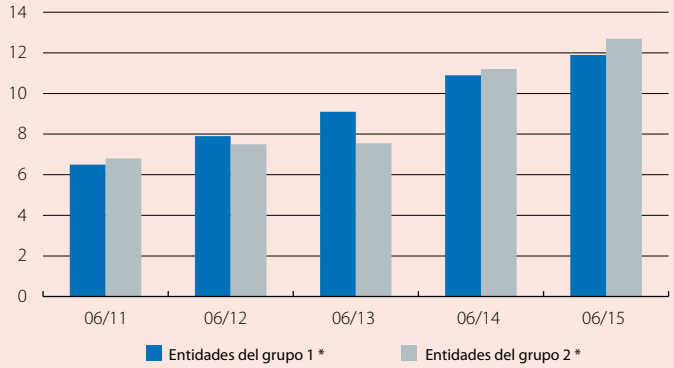
5. Véanse los artículos «El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable?» y «Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera», en este mismo Dossier.
6. Véase el artículo «Inestabilidad financiera, política económica y economía real: dos visiones enfrentadas», en este mismo Dossier.

El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable?

La respuesta de la política económica a la crisis financiera y real de los últimos años ha incluido un endurecimiento de la regulación financiera y un conjunto de medidas monetarias fuertemente expansivas. Un exceso de laxitud monetaria, sin embargo, podría ser el germen de futuras crisis bancarias (tal y como sucedió en los años 2000), ya que unos tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo pueden inducir a una toma excesiva de riesgos y propiciar un nuevo ciclo de sobreendeudamiento. A pesar de que existe este temor, hay que recordar que en los últimos años, y a raíz de la crisis financiera global de 2008, el marco regulatorio bancario se ha reforzado precisamente con el objetivo de hacer el sector más robusto y con una mayor capacidad de absorción de *shocks*. En particular, la reformulación del marco de capital conocido como Basilea III y la creación de la unión bancaria en la eurozona han supuesto un avance hacia estos objetivos. De todas formas, sería ingenuo pensar que el sistema bancario es inmune al riesgo de futuras crisis.

Ratio de capital con todos los requisitos previstos para 2024

Ratio de capital CET1 Basilea III fully loaded *(%)*



Nota: ** Bancos bajo supervisión del BCE. Pertenecen al grupo 1 los bancos con un nivel de capital Tier 1 superior a 3.000 millones de euros y una posición internacional activa. El resto de bancos pertenece al grupo 2.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la EBA.*

La introducción de Basilea III ha comportado en la práctica una mayor exigencia de capital, y que este sea de mayor calidad, así como la introducción de requisitos de liquidez para poder afrontar escenarios adversos. Al mismo tiempo, la unión bancaria ha tenido distintos efectos sobre el sector. Por un lado, se ha intensificado significativamente la supervisión de las entidades a la vez que se ha ampliado el foco del supervisor (incluye ahora, por ejemplo, la sostenibilidad del modelo de negocio). Por otro lado, se ha creado un mecanismo común de resolución para intervenir de forma ágil las entidades financieras con problemas y minimizar el uso de recursos públicos (*bail-outs*). A todo ello hay que sumar las reformas dirigidas a fortalecer el gobierno corporativo de las entidades.

Sin embargo, las mayores exigencias de capital y liquidez también ejercen una fuerte presión sobre la rentabilidad del sector. Al aumento de requisitos hay que añadir la elevada incertidumbre regulatoria que todavía afecta a algunas cuestiones cruciales, que podrían acabar suponiendo en el futuro requisitos adicionales a los ya vigentes, como es la revisión del método de cálculo de los activos ponderados por riesgo (APR). Otra fuente de presión sobre la rentabilidad bancaria deriva del marco de resolución implementado. Una de las piedras angulares de este marco, la recapitalización interna o *bail-in*, exige cumplir, a finales de 2016, con un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (la ratio TLAC, o *total loss absorbency capacity*, para entidades sistémicas globales y la ratio MREL, o *minimum required eligible liabilities*). Esta nueva exigencia implicará que los bancos tengan que emitir nuevos pasivos relativamente costosos (también conocidos como pasivos *bailinables*). En general, todas estas medidas encarecen el coste de financiación y de intermediación de la banca.[1]

Unos tipos de interés muy bajos e incluso negativos han intensificado aún más la presión sobre la rentabilidad de la banca. Ello sucede porque los tipos de interés de los préstamos generalmente descienden en línea con los del mercado monetario (con el euríbor), mientras que el coste de la principal fuente de financiación bancaria, los depósitos minoristas, presenta rigideces a la baja a causa de las dificultades de trasladar tipos de interés negativos a los depositantes. Además de este entorno de tipos bajos, la rentabilidad bancaria también se ha visto afectada en los últimos años por el débil crecimiento de los volúmenes de negocio. Esta inercia ha sido el resultado del desapalancamiento llevado a cabo por el sector privado (familias y empresas), así como de la debilidad de la recuperación económica.

Una baja rentabilidad de la banca no es sostenible. Por una parte, porque dificulta la generación orgánica de capital de los bancos (a través de beneficios retenidos) o la captación de nuevo capital, necesario para seguir impulsando la actividad de financiación. Este es un riesgo que, en economías altamente bancarizadas como la europea, donde el sector bancario tiene un papel esencial

1. Uno de los factores que contribuyó a aumentar la volatilidad en el periodo de estrés sufrido por la banca a principios de 2016 fue la incertidumbre sobre la posibilidad que algunos bancos europeos alcanzaran el umbral para la suspensión del pago del cupón de los bonos contingentes convertibles (*cocos*), lo que desencadenó una reacción en cadena sobre otros instrumentos del pasivo de los bancos y se llegaron a contagiar bancos de otros países.

para la transmisión de la política monetaria, podría terminar afectando al crecimiento económico y a la estabilidad financiera. Por otro lado, en un contexto de baja rentabilidad estructural, algunas entidades podrían verse inclinadas a desarrollar estrategias excesivamente agresivas con el objetivo de alcanzar mayores niveles de escala o llevando a cabo apuestas arriesgadas para incrementar la rentabilidad. En la medida en que la ponderación de activos por riesgo no refleja de forma totalmente precisa el riesgo real de los activos, no es fácil detectar estas estrategias que, en el fondo, también tratan de evitar la participación en procesos de consolidación óptimos desde un punto de visto social (la propia regulación, que penaliza a las entidades de mayor tamaño para frenar los problemas asociados al *too big to fail*, también entra en contradicción con esta necesidad de una mayor consolidación).

La intensificación de la regulación sobre el sector bancario también tiende a favorecer una desviación de la actividad de intermediación hacia sectores poco regulados, como la llamada banca en la sombra o *shadow banking* (entidades que llevan a cabo actividades financieras con características bancarias). Estos sectores pueden ser una posible fuente de inestabilidad financiera y de riesgos sistémicos (véase el artículo «Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera», en este mismo Dossier).

Finalmente, pero no menos importante, cabe destacar que la regulación de Basilea III no ha eliminado la tendencia a la prociclicidad de la actividad bancaria. Esto significa que en las fases bajistas del ciclo, cuando se produce un empeoramiento de la actividad económica y de la calidad crediticia de los prestamistas, los APR aumentan (y afectan a las ratios de capital). Ello sucede porque los modelos de cálculo de APR se basan, entre otros parámetros, en la probabilidad de impago de los préstamos, y esta probabilidad tiende a aumentar cuando la actividad económica empeora. Por lo tanto, la prociclicidad en los APR exagera tanto las fases alcistas como las fases bajistas del ciclo, lo cual distorsiona la capacidad de los bancos de ofrecer crédito a la economía real. Aun así, cabe señalar que Basilea III, dentro de las políticas denominadas macroprudenciales, introduce colchones de capital adicional, como el colchón anticíclico y el colchón para riesgos sistémicos, que, precisamente, intentan suavizar el ciclo crediticio. En todo caso, y dada la poca experiencia en la aplicación de este tipo de medidas macroprudenciales, está por ver si serán realmente efectivas.

En definitiva, el fortalecimiento del marco regulatorio llevado a cabo en los últimos años a raíz de la crisis financiera global ha permitido hacer el sector bancario más robusto. Pero las presiones sobre la rentabilidad, resultado de este nuevo marco, de la debilidad de los volúmenes de negocio y de unos tipos de interés en mínimos históricos, desaconsejan bajar la guardia ante los riesgos de una eventual crisis. La experiencia indica que cualquier reforma bien intencionada acostumbra a tener efectos indeseados. Y que las crisis futuras se parecen poco a las pasadas.

Gerard Arqué y Judit Montoriol Garriga
Departamento de Estrategia Bancaria y Departamento de Macroeconomía,
Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera

Los mercados internacionales de acciones, bonos corporativos y activos de los países emergentes han atravesado en los últimos meses una fase de caídas fuertes y volatilidad elevada. Decepciones en las cifras de crecimiento de China y el descenso abrupto del precio del petróleo actuaron como detonantes. Es decir, sorpresas en variables de índole fundamental que justifican reajustes en las cotizaciones. Sin embargo, la intensidad y el alcance de las turbulencias en la esfera financiera adquirieron cotas del todo exageradas. El carácter eufórico-depresivo de los mercados financieros no es nada nuevo, pero la elevada frecuencia con la que últimamente se están reproduciendo episodios de fuerte inestabilidad financiera invita a buscar causas más allá de las sorpresas macroeconómicas y los vaivenes del apetito por el riesgo entre los inversores. Una parte de la respuesta podría encontrarse en las mutaciones que han tenido lugar en la microestructura y el entramado institucional del sistema financiero internacional. ¿Cuáles son esos cambios y qué factores los han provocado? ¿Son una buena noticia para la estabilidad financiera? Y, finalmente, ¿qué implicaciones suponen para la política económica?

En los últimos años, el sistema financiero internacional ha experimentado cambios estructurales en la manera de asignar los recursos financieros en una economía cada vez más globalizada e integrada. Históricamente, los bancos han ocupado una posición preponderante como intermediarios para canalizar dichos recursos desde los oferentes hacia los demandantes finales (tomando depósitos y concediendo préstamos, actividades que en cierto modo se pueden simultanear confiriendo a los bancos un papel adicional al de meros intermediarios, lo que supone una tarea paralela de transformación de plazos, garantía de liquidez y valoración del riesgo). Sin embargo, desde aproximadamente finales de los 1990, y de manera acelerada tras la superación de la crisis financiera de 2008-2009, hemos asistido al desarrollo de dos canales alternativos (aunque en algunos aspectos, complementarios entre sí y con el propio canal bancario). Por una parte, la banca en la sombra, que en su definición más amplia engloba el conjunto de entidades involucradas en actividades de intermediación financiera sin estar sometidas a la regulación propia de las entidades tomadoras de depósitos. Se incluyen aquí bancos de inversión, fondos de titulización, fondos de inversión, fondos de pensiones, *hedge funds*, aseguradoras, entidades de *private equity* y un largo etcétera. En las dos últimas décadas, el peso relativo de la banca en la sombra ha ido aumentando y en 2014 ya representaba cerca de una cuarta parte del total de los activos de las instituciones financieras,[1] y esto a pesar de la corrección que tuvo lugar durante la devastadora crisis de 2008-2009. Este aumento ha sido más acentuado en los países emergentes (particularmente en China), si bien la presencia de la banca en la sombra todavía sigue siendo mayor en los países avanzados. Por otra parte, los mercados de capitales, que permiten el trasvase directo de recursos entre los demandantes y los oferentes finales (si bien es frecuente que entidades de la banca en la sombra e incluso bancos tradicionales intervengan en dichos mercados, ya sea adquiriendo o emitiendo títulos). Resulta de singular relevancia, cuantitativa y cualitativamente, el formidable auge de la emisión de bonos por parte de las empresas no financieras. Así, el volumen anual de emisiones de bonos corporativos no financieros se ha más que doblado entre 2008 y 2015 y ha crecido a un ritmo muy superior al del crédito bancario. Esta evolución también ha sido más pronunciada en los países emergentes que en los desarrollados.

Varios factores han impulsado esta tendencia del sistema financiero internacional hacia la desintermediación bancaria. Entre las causas coyunturales, las políticas monetarias ultraexpansivas adoptadas tras la crisis financiera de 2008-2009 por los principales bancos centrales han sido, sin duda, un factor importante. En un entorno de condiciones de liquidez holgadas y de tipos de interés bajos, el modelo de negocio bancario tradicional se ha vuelto menos atractivo con relación al de la banca en la sombra[2] y a la financiación vía mercados de capitales, principales beneficiarios de los mecanismos que se han puesto en marcha para transmitir los impulsos monetarios, en especial el denominado *search for yield*. A este respecto, la reciente decisión del Banco Central Europeo de incluir los bonos corporativos en su programa de compra de activos no hace sino fomentar la desintermediación bancaria. Existen también factores estructurales que han contribuido, y previsiblemente seguirán haciéndolo, a esta mutación. Entre ellos destacan las innovaciones tecnológicas, que facilitan el desarrollo de las vías alternativas de financiación al permitir transacciones a un coste muy reducido y al proporcionar nuevas maneras de evaluar a los prestatarios y, así, reducir el problema de asimetría de información. Por último, y no menos importante, el endurecimiento de la regulación del sistema bancario tradicional ha sido, sin duda, un incentivo muy grande tanto para ofrecer como para buscar financiación por vías alternativas, cuyo atractivo relativo ha mejorado.

1. Excluyendo a los bancos centrales.
2. Para evidencias empíricas, véase IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2014, Chapter 2, Annex 2.3.

En principio, el desarrollo de la banca en la sombra y los mercados de capitales parece una buena noticia para la estabilidad financiera por varios motivos. Uno, porque permite a las empresas diversificar las fuentes de financiación,[3] lo cual mejora su posición de riesgo (en el sentido de que si una falla, puede recurrir a las otras). Dos, porque algunas entidades de la banca en la sombra (por ejemplo, los fondos de *start-ups*, de *venture capital* y de deuda *high yield*) pueden facilitar financiación a empresas que, por su perfil de riesgo, tienen más difícil acceder a préstamos bancarios. Tres, porque algunas entidades de la banca en la sombra, como los fondos de titulización, facilitan la función de transformación de plazos y la distribución de los riesgos hacia los inversores mejor preparados para soportarlos y gestionarlos.

No obstante, la otra cara de la moneda es que este nuevo paradigma no está exento de amenazas para la estabilidad financiera. Primero, el mayor protagonismo de la banca en la sombra y de la financiación directa vía mercados de capitales está estrechamente relacionado con la creciente interconexión, complejidad y opacidad del sistema financiero internacional, por la naturaleza de las operaciones que se realizan y por el menor conocimiento que se tiene de los riesgos tomados por las distintas partes. Esto ha sido identificado[4] como un factor que incrementa de forma muy notable la probabilidad de contagio. Segundo, el sistema bancario en la sombra no se libra de los riesgos característicos de la actividad bancaria tradicional. El apalancamiento excesivo, la acumulación de activos ilíquidos y la vulnerabilidad a los pánicos financieros no son exclusivos de los bancos tradicionales, como quedó de manifiesto con el derrumbe de entidades como Bear Stearns o Lehman Brothers durante la crisis financiera de 2008-2009. De hecho, al contrario que el sistema bancario tradicional, que está supervisado y dotado de exigentes colchones de capital y de liquidez por requisito legal (en paralelo a las figuras del fondo de garantía de depósitos y del banco central como prestamista de última instancia), la débil supervisión y regulación de la banca en la sombra la hace más vulnerable a eventuales episodios de *risk-off*. Tercero, el desarrollo de la financiación directa aumenta la exposición al riesgo de iliquidez del mercado, esto es, el riesgo que afronta el inversor de no encontrar contrapartida para vender su cartera de bonos o acciones en condiciones razonables (a diferencia de lo que sucede en el sistema bancario, donde, gracias a la presencia del banco central como prestamista de última instancia, el riesgo de no poder retirar los depósitos está acotado). De hecho, una de las reformas regulatorias más importantes de los últimos años para reducir riesgos en el sector bancario ha agravado el riesgo de iliquidez en los mercados de capitales. A saber, la exigencia a los bancos de que limiten su operativa en los mercados de capitales ha provocado que hayan dejado de actuar como *market-makers*. Esto hace que descensos de las cotizaciones que podrían ser moderados y graduales en condiciones de abundancia y disponibilidad de liquidez acaben resultando intensos y bruscos cuando esta se evapora.[5] El varapalo de los últimos meses citado al inicio obedece en buena medida a este tipo de fenómenos.

De lo anterior resulta claro que el nuevo paradigma del sistema financiero internacional tiene implicaciones importantes para la política económica. Del lado de la política monetaria, gana importancia el canal de transmisión que opera a través de inflar la cotización de algunas clases de activos, con los riesgos que ello entraña para la estabilidad financiera. Relacionado con este tema, el impacto de la política monetaria en la disponibilidad de liquidez en los mercados es también fundamental, como ilustran los retos que acompañan el actual proceso de normalización de la Reserva Federal estadounidense. Respecto a las políticas estructurales, el desarrollo de un marco regulatorio prudencial para la banca en la sombra es imprescindible. A semejanza de lo que se plantea para la regulación del sector bancario tradicional, se trata en este caso de encontrar el término medio entre la necesidad de reducir el riesgo sistémico y la conveniencia de evitar perjuicios demasiado elevados sobre la eficiencia en la asignación de los recursos financieros, y, en última instancia, la eficiencia del conjunto de la economía. Sin embargo, tanto para la banca en la sombra como para los mercados de capitales, los progresos se encuentran todavía en una fase relativamente inicial de uniformización de la información y recopilación de datos, según el propio Consejo de Estabilidad Financiera, el organismo internacional encargado de promover los cambios regulatorios.[6]

En suma, estos últimos años se ha prestado mucha atención al saneamiento, la reestructuración y la reforma regulatoria del sistema bancario tradicional. Pero contemplando las dinámicas del sistema financiero internacional en su conjunto, no puede decirse que los riesgos hayan desaparecido. Por así decirlo, han mudado desde el sector bancario tradicional hacia los mercados de capitales y la banca en la sombra. Vigilar y mitigar estos nuevos riesgos para la estabilidad financiera es un reto pendiente.

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

3. En el caso de la banca a la sombra, estos beneficios de la diversificación se deben de matizar por los vínculos a veces estrechos que mantiene este sector con el sistema bancario tradicional.
4. Véase Haldane, A. G. (2015), «On microscopes and telescopes», Bank of England.
5. Véase IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2015, Chapter 2.
6. Veáse FBS, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?
Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?
Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts
Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?
Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

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

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES
31 de diciembre de 2015

	MILLONES €
Recursos de clientes	296.599
Créditos sobre clientes	206.437
Resultado atribuido al Grupo	814
Capitalización bursátil	18.702
Clientes (millones)	13,8
Empleados	32.242
Oficinas en España	5.211
Terminales de autoservicio	9.631

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa": PRESUPUESTO 2016

	MILLONES €
Social	308,8
Investigación y formación	61,3
Divulgación de la cultura y el conocimiento	129,9
TOTAL PRESUPUESTO	**500**

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.caixabank.com/research.

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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