IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 401 | MAYO 2016

Evolución de la inflación mundial (%). Fuente: FMI

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Rusia: ¿fuera de la zona de riesgo emergente?

UNIÓN EUROPEA
Brexit: una apuesta con más costes que beneficios

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Déficit público: ¿eppur si muove?

DOSSIER: DESCIFRANDO EL ENIGMA DE LA BAJA INFLACIÓN

¿Cómo se mide la inflación?

Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación en los mercados financieros

En busca de la inflación perdida

Breve historia de la inflación como fenómeno monetario

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Mayo 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:
30 de abril 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 *Las ventas en corto como predictor de los mercados*

10 *Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Rusia: ¿fuera de la zona de riesgo emergente?*

16 *Reservas en los países emergentes: ¿es el colchón suficiente?*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *Brexit: una apuesta con más costes que beneficios*

22 *¿Perdurará el superávit por cuenta corriente de la eurozona?*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *Las exportaciones españolas se consolidan*

28 *El recorrido de las importaciones durante la recuperación*

29 *Déficit público:* ¿eppur si muove?

32 DOSSIER: DESCIFRANDO EL ENIGMA DE LA BAJA INFLACIÓN

32 *¿Cómo se mide la inflación?*
Judit Montoriol Garriga

34 *Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación en los mercados financieros*
Carlos Martínez Sarnago

36 *En busca de la inflación perdida*
Clàudia Canals y Nadim Elayan Balagué

38 *Breve historia de la inflación como fenómeno monetario*
Adrià Morron Salmeron

¿Por qué no es más alta la inflación?

Uno de los principales enigmas de la situación económica actual es la evolución de la inflación en los países desarrollados. A pesar de haberse llevado a cabo políticas monetarias extraordinariamente laxas, en gran parte del mundo desarrollado las tasas de aumento de los precios han sido muy modestas y, en algunos casos, incluso se han vivido breves episodios de deflación. Lo acontecido parece poner en cuestión una de las leyes económicas más señeras: aquella que afirma, parafraseando a Milton Friedman, que la inflación es siempre y en todo lugar, al menos a largo plazo, un fenómeno monetario.

El Dossier de este *Informe Mensual* trata de aportar información y análisis a esta cuestión y examina los principales puntos del debate. En primer lugar, la medición de la inflación y hasta qué punto las estadísticas son capaces de captar correctamente las mejoras en los bienes y servicios a disposición de los ciudadanos. En la era de la digitalización, el esfuerzo para que los datos oficiales recojan de manera fidedigna una realidad que cambia aceleradamente debe acrecentarse. Sin un buen indicador de inflación será difícil tener un diagnóstico correcto de los problemas que debe afrontar la política económica.

En segundo lugar, la evaluación de las expectativas de inflación, dado que constituyen un factor determinante del nivel de inflación efectivamente observado. En esta cuestión, el Dossier arroja una dosis de prudencia sobre el uso de indicadores de expectativas obtenidos a partir de la cotización de algunos productos financieros. Como en otros ámbitos de la economía, que un producto financiero se cotice en un mercado organizado no significa que dé una señal precisa del valor fundamental de determinadas variables económicas.

Pertrechados con estos elementos de base, los lectores del Dossier pueden adentrarse en un examen sistemático del conjunto de factores que contribuyen a la persistencia de una inflación muy baja durante un largo periodo de tiempo. A modo de resumen, he aquí un listado de los principales factores:

Primero, la caída del precio de las materias primas. El tercer artículo del Dossier estudia los mecanismos mediante los cuales afecta al resto de componentes del índice de precios y pone de manifiesto que, a pesar de ser un *shock* temporal, está teniendo un impacto amplio y persistente en la inflación subyacente.

Segundo, el exceso de oferta que, tras la Gran Recesión, alcanzó niveles muy elevados y que está costando eliminar. En algunos países, como EE. UU., el nivel del PIB se está acercando ya a su potencial, pero algunos analistas consideran que la inflación de un país concreto también depende del exceso de capacidad global.

Tercero, la credibilidad de los bancos centrales, que ha hecho que la sensibilidad de los precios frente a la situación cíclica de la economía sea menor. A lo largo de la crisis, este factor ha ayudado a evitar la deflación, pero también dificulta el repunte de la tasa de inflación cuando la economía empieza a reactivarse.

Cuarto, la ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria, como consecuencia de la naturaleza de la crisis que hemos vivido. Tras una crisis de deuda, que comporta el estallido de burbujas de activos y procesos de desendeudamiento de muchos agentes (financieros y no financieros), las políticas monetarias expansivas se traducen, solo muy lentamente y conforme los agentes económicos restablecen el equilibrio de sus balances, en demanda final de bienes y servicios.

En conclusión, el misterio de la inflación ausente solo puede resolverse si tenemos en cuenta que los factores que determinan la inflación son múltiples y, por tanto, la explicación de por qué continúa tan baja es multifacética. Dada la inusitada magnitud de las políticas monetarias desarrolladas por los bancos centrales para conseguir sus objetivos de crecimiento e inflación, el listado de factores que hemos reseñado ofrece una guía útil de las cuestiones que se deben examinar para que la política económica futura sea suficientemente dúctil y de este modo capaz, cuando llegue la ocasión, de dar la bienvenida a la inflación, evitando, al mismo tiempo, que de un problema de insuficiente crecimiento de los precios pasemos a otro de crecimiento excesivo.

Jordi Gual
Economista jefe
30 de abril de 2016

CRONOLOGÍA

ABRIL 2016

29 El Gobierno presenta el **Programa de Estabilidad 2016-2019** con una relajación de la senda de consolidación fiscal. En concreto, el déficit para 2016 se ha elevado 8 décimas, hasta el 3,6%, y se ha pospuesto hasta 2017 la rebaja del déficit por debajo del 3% marcado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

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.

AGENDA

MAYO 2016

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).

6 Índice de producción industrial (marzo).

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 de la eurozona (mayo).

31 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
Balanza de pagos (marzo).

JUNIO 2016

2 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).

7 Índice de producción industrial (abril).

14 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

16 Encuesta trimestral de coste laboral (1T).

17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).

20 Comercio exterior (abril).

28 Consejo Europeo.
Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).

29 Avance IPC (junio).
Tasa de ahorro de los hogares (1T).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).

30 Balanza de pagos (abril).
Posición de inversión internacional neta (1T).

El crecimiento mundial acelera

El peaje económico de las turbulencias financieras de principios de año ha sido escaso. Desde marzo, el clima inversor ha ido cambiando a mejor. Indudablemente, han sido cruciales en este giro los mensajes más acomodaticios de la Reserva Federal (Fed), las importantes medidas expansivas del Banco Central Europeo (BCE) y la fijación de tipos de interés negativos por parte del Banco de Japón (aunque, posteriormente, este último sorprendiera a los inversores al mantener sin cambios sus programas de compra de bonos). Pero lo realmente esencial a nuestro juicio ha sido la confirmación de que la economía mundial, aun en un contexto de riesgos crecientes, sigue acelerando el ritmo. Lejos de los augurios más aciagos, EE. UU. no ha entrado en recesión (ciertamente, se ha ralentizado), China va camino de confirmar su aterrizaje suave, Europa crece más de lo previsto (sí, han leído bien: sorpresa positiva de crecimiento en la eurozona) y los flujos de capitales han vuelto a los emergentes. Con todo, nada de esto justifica una lectura complaciente de la tesitura en la que se encuentra la economía global. El flanco emergente dista de estar consolidado y habrá que prestar atención a la situación específica de países que siguen con demasiados frentes abiertos (Brasil y Rusia, en particular) y a que se confirme que el flujo de capitales realmente se está restableciendo. El momento de la verdad llegará, evidentemente, cuando la Fed reemprenda su tensionamiento monetario después de lo que entendemos que es una pausa temporal. Entonces, con el dólar y los tipos de interés al alza, veremos hasta qué punto los emergentes resisten. También habrá que estar atentos a la evolución china, que afronta el reto de conseguir modificar su modelo productivo sin que el crecimiento se desfonde. Y, en clave más global, a cómo se gestiona la deuda, que continúa creciendo. En algunos países el problema es la ausencia de desapalancamiento privado, en otros, el público, pero el exceso de deuda, ocho años después de la Gran Recesión, sigue ahí.

EE. UU. afloja el ritmo temporalmente, mientras que la eurozona lo acelera. La economía norteamericana creció en el 1T menos de lo esperado. Creemos, no obstante, que se tratará de una ralentización temporal, ya que parte del vaivén a la baja ha sido consecuencia de la contribución negativa de las existencias, que es de esperar que se revierta en los próximos meses. Además, los factores de apoyo (la laxitud monetaria y el dinamismo laboral) se mantienen. En este contexto, la inflación sigue siendo contenida pero las previsiones apuntan a que, a medida que se deshaga el efecto escalón provocado por la fuerte caída del petróleo en 2015, repuntará apreciablemente. El crecimiento de la eurozona también sorprendió en el 1T, aunque, en este caso, por ser mayor de lo previsto. Si bien el dato es preliminar y hay que tomarlo con cautela, confirma que el escenario de recuperación va tornándose más sólido. Si el crecimiento es la luz, la sombra sigue siendo la inflación, que se muestra inesperadamente reacia a recuperarse. A pesar de ello, seguimos considerando que esta disonancia entre una economía que crece y la ausencia de inflación tiene una naturaleza temporal y que en este mismo 2016 los precios crecerán con más claridad.

España confirma un 1T positivo. A pesar de la incertidumbre que se vivió en el 1T, la economía española ha sido capaz de mantener un ritmo de crecimiento elevado (del 0,8% intertrimestral en los tres primeros meses del año, idéntico al del trimestre precedente). A tenor de los indicadores disponibles, el motor de la expansión fue, un trimestre más, la demanda interna, que mantiene un vigor notable, aunque el sector exterior podría estar ganando protagonismo poco a poco. Esta será la tónica que prevemos para lo que queda de año: la demanda interna, expansiva aunque algo menos que en 2015, se combinará con una creciente aportación del sector exterior. Esta dinámica permitirá un crecimiento notable, del 2,8%, que seguirá siendo mayor que el de sus socios de la eurozona y que permitirá la creación de más de 400.000 empleos. Como es sabido, es el resultado de factores de apoyo temporal, como un precio del petróleo inferior al de 2015 en promedio, la existencia de unas condiciones financieras favorables (que tienen su reflejo en la buena evolución de la concesión de nuevos créditos), la depreciación del euro y una política fiscal relativamente expansiva. También es el fruto de las reformas estructurales implementadas, que se traducen en la recuperación del superávit corriente, en el ajuste del sector inmobiliario y en un proceso de desapalancamiento privado muy avanzado. Sin embargo, cabe recordar que la economía española todavía tiene importantes retos que afrontar, como reducir la tasa de paro y no cejar en los esfuerzos de consolidación fiscal que permitan encauzar una senda descendente de la deuda pública.

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

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

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	0,70	0,83	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	1,00	1,89	0,67	0,83	0,85	0,86	1,03	1,24
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	2,01	2,73	2,21	2,19	1,92	1,86	2,03	2,22
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	–0,42	0,01	–0,24	–0,32	–0,46	–0,44	–0,41	–0,37
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,32	1,34	0,69	0,57	0,30	0,22	0,31	0,44
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,33	1,11	1,10	1,07	1,11	1,09	1,10	1,12	1,10	1,07
¥/€	140,42	134,35	128,27	127,52	135,89	132,94	127,28	126,90	130,66	128,25
£/€	0,81	0,73	0,77	0,74	0,72	0,72	0,77	0,79	0,77	0,75
PETRÓLEO										
Brent ($/barril)	99,45	53,61	45,08	65,58	51,10	44,70	35,72	44,31	47,74	52,53
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,18	61,23	46,00	40,82	32,41	39,53	43,61	49,16

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

Previsiones

COYUNTURA · La recuperación de los mercados se confirma

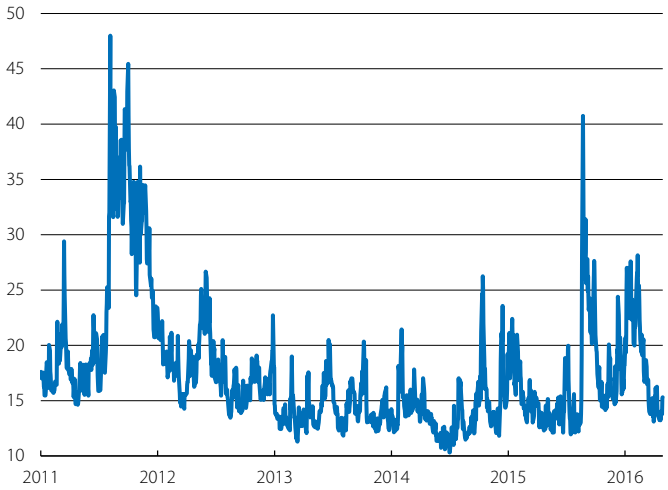
El clima constructivo de los mercados internacionales se ha prolongado a abril. Las señales de estabilización, que ya aparecieron en marzo, se afianzaron y dieron paso a una mayor disposición a la toma de riesgo por parte de los inversores. Tanto los mercados de renta variable como los de renta fija se han beneficiado de este entorno globalmente favorable, si bien las cotizaciones de los activos de riesgo en el bloque avanzado han mostrado un tono más dubitativo. En general, la volatilidad de los activos financieros se ha estabilizado en niveles parecidos a los observados antes del verano y ha dejado atrás los fuertes repuntes de nerviosismo de los últimos meses. Esta consolidación de un entorno financiero internacional más estable obedece a tres factores principales. En primer lugar, la disminución de la incertidumbre macroeconómica mundial, gracias a unos datos de actividad en EE. UU., Europa y China que, lejos de ser boyantes, no han deparado sobresaltos. Asimismo, la recuperación del precio del petróleo, que en las últimas semanas ha adquirido vigor y ha llevado al barril de Brent a situarse holgadamente por encima de los 40 dólares. Por último, los mensajes acomodaticios de la Reserva Federal (Fed) siguen constituyendo un pilar de apoyo importante que ha sustentado la recuperación de los activos de riesgo.

Pese al tono positivo de las últimas semanas, la prudencia se prevé necesaria ante la fragilidad del sentimiento inversor. Las preocupaciones relacionadas con el crecimiento de China o con una posible salida del Reino Unido de la UE se mantienen como espadas de Damocles sobre los mercados internacionales. Además, la consolidación de la tendencia alcista en el mercado del petróleo será esencial para reforzar el tono constructivo de los mercados y darle continuidad, particularmente en el área emergente. La correlación de los precios del crudo con los retornos de los principales activos financieros en los últimos meses ilustra la trascendencia que tendrá este elemento para el desempeño de los activos de riesgo a corto plazo.

En el plano monetario, el Banco de Japón arrebata el protagonismo a la Fed. Sin grandes sorpresas, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed decidió mantener el tipo oficial en el intervalo 0,25%-0,50% en la reunión del 27 de abril. En su comunicado, la autoridad monetaria mantuvo un tono prudente, en particular respecto a la aparente ralentización de la economía estadounidense pese a la mejora sostenida del mercado laboral. En paralelo, cabe destacar que, a diferencia de los comunicados anteriores, ya no se hizo hincapié en los riesgos derivados del entorno económico y financiero internacional. En todo caso, los miembros de la Fed señalaron que permanecerán atentos a la evolución de la inflación y del entorno global. Esta cautela sigue debilitando el dólar, que ha ido fluctuando frente al euro en la franja del 1,13 al 1,14. En cuanto a futuras subidas del tipo oficial, se mantiene la proyección oficial de dos subidas este año, pero el mercado solo anticipa una en diciem-

Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

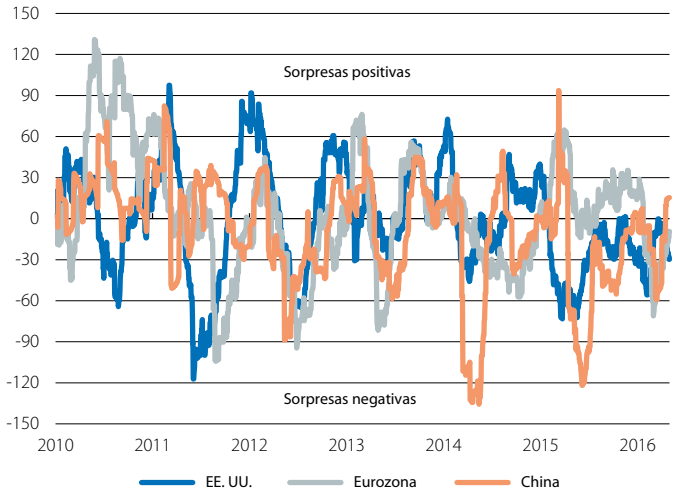
(%)



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

Índice de sorpresas económicas

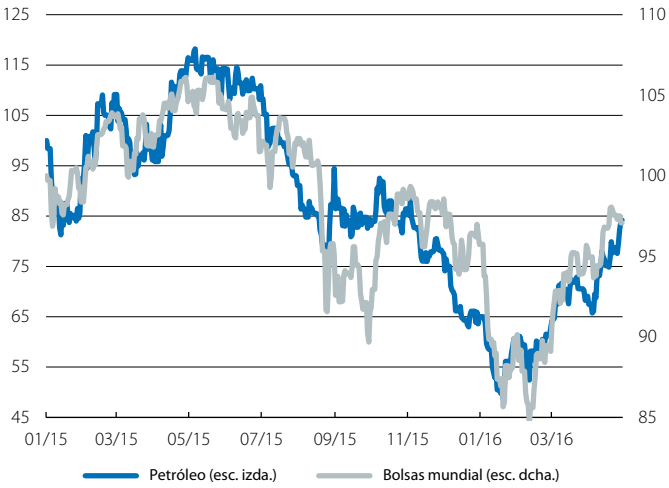
Nivel



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

Bolsa mundial y precio del petróleo Brent

Índice (100 = enero 2015) *Índice (100 = enero 2015)*



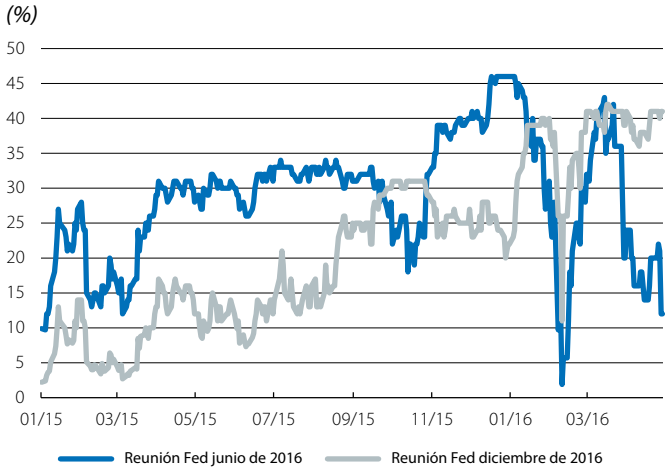
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

bre. Este mes, la sorpresa en el frente de la política monetaria la protagonizó el Banco de Japón, que decidió no introducir cambios en su política monetaria, al contrario de lo que esperaban los mercados. El banco central justificó la decisión, que provocó una caída de la bolsa japonesa y una fuerte apreciación de la divisa nipona frente al dólar, con la necesidad de disponer de más tiempo para evaluar el impacto de los estímulos recientemente introducidos, en particular de los tipos negativos que entraron en vigor a principios de año.

Mientras tanto, el BCE sigue la hoja de ruta establecida en marzo y divulga los detalles de su programa de compra de bonos corporativos. Tras el anuncio de una batería de medidas en marzo y tal y como se esperaba, en su reunión de abril el Consejo de Gobierno de la institución europea decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. La autoridad monetaria reiteró su mensaje de prudencia y volvió a mostrarse dispuesta a incrementar el grado de laxitud de su política si fuese necesario. Draghi confirmó que el BCE ya ha comenzado a implementar el aumento del ritmo de compras del QE hasta los 80.000 millones de euros mensuales conforme a lo anunciado en marzo y se mostró confiado en un repunte de la inflación en la eurozona durante la segunda mitad del año. El elemento novedoso de esta última reunión fue la divulgación de los detalles del programa de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que entrará en vigor el próximo mes de junio. En marzo, el BCE ya había anunciado que las compras comprenderán los bonos con grado de inversión denominados en euros de empresas no bancarias constituidas en la eurozona. Esta vez, la institución europea precisó que los bonos elegibles del CSPP tendrán un vencimiento comprendido entre seis meses y 30 años y que comprará tanto en el mercado primario como en el secundario hasta un límite del 70% de cada emisión. Aun así, quedó por confirmar el ritmo de compra mensual, que podría situarse entre 8.000 y 10.000 millones según el consenso de analistas.

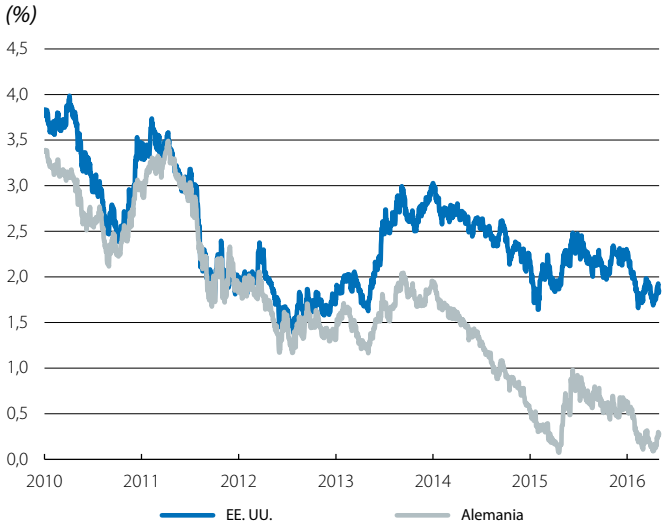
El mercado de renta fija privada europeo sigue anticipando las compras del BCE. Los fuertes descensos de las rentabilidades de la deuda corporativa europea que empezaron a registrarse el mes pasado tras el anuncio de la inclusión de bonos corporativos en el QE han tenido continuidad en abril, beneficiando tanto a la deuda con grado de inversión como al segmento *high yield*. En cuanto a la deuda pública, la rentabilidad del *bund* alemán experimentó un leve repunte a lo largo de este mes y llegó a cotizar cerca del 0,3% antes de disminuir ligeramente tras acusar el tono de prudencia del comunicado de la Fed. La combinación de dos factores parece haber apoyado este movimiento al alza. Por un lado, las mayores expectativas de inflación a causa del rebote del petróleo en esos últimos meses se han reflejado poco a poco en los precios del mercado de renta fija. Por otro lado, el hecho de que este repunte fuera acorde con los de otros tipos de interés libres de riesgo (como los de EE. UU. y el Reino Unido) sugiere que responde también a un receso de los flujos «hacia la calidad». Finalmente, la deuda soberana periférica sigue sometida a varios focos de inestabili-

*EE. UU.: probabilidad asociada a la segunda subida del tipo de interés oficial **



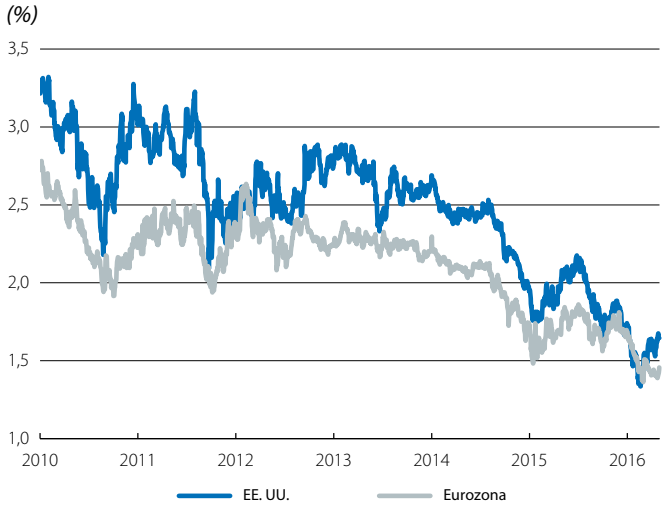
Nota: ** Obtenida a partir de los futuros sobre el* fed funds.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

*Expectativas de inflación **



Nota: ** Swaps de inflación, expectativas a 5 años dentro de 5 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

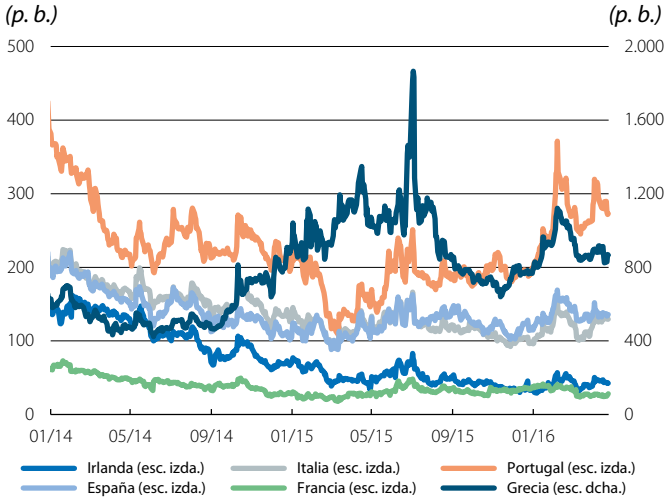
dad, sobre todo en Portugal y Grecia, aunque de alcance y duración limitados. No obstante, en el caso de España, la prima de riesgo terminó el mes con una pauta positiva, al situarse por debajo de los 135 p. b. pese a la confirmación de que se convocarán unas nuevas elecciones generales el próximo 26 de junio.

La temporada de resultados corporativos del 1T 2016 en EE. UU. discurre según lo previsto. Habiendo reportado el 58% de las empresas del S&P 500 sus resultados del 1T 2016 a finales de abril, los beneficios registran un retroceso del 5,3%, una cifra ligeramente mejor de lo previsto inicialmente. La apreciación del dólar y el desplome del precio del crudo de los últimos trimestres siguen pesando en las cuentas de las empresas estadounidenses. Sin embargo, la incidencia de ambos factores sobre los beneficios empresariales tenderá a perder intensidad en los próximos trimestres y, en todo caso, estos descensos no se pueden interpretar como la antesala de una recesión en EE. UU. (véase el Focus «Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?»). Con todo, el S&P 500 es uno de los pocos índices entre las bolsas desarrolladas que ha logrado superar en abril su nivel de comienzos de año.

Las bolsas emergentes se desmarcan del resto. Las bolsas internacionales consolidaron la pauta alcista que se inició a mediados de febrero. Consecuentemente, el índice MSCI de bolsa mundial ya superó su nivel de principios de año. Sin embargo, las plazas bursátiles de los países avanzados adoptaron un tono más dubitativo. En el Viejo Continente en particular, las dudas acerca del sector bancario se tradujeron en un comienzo de mes complicado. No obstante, el rebote de este mismo sector durante la segunda mitad de abril ha vuelto a poner los índices de la bolsa europea en la buena dirección, con repuntes particularmente elevados en el caso de España e Italia. Pero, a lo largo de este mes, los mercados de renta variable del bloque emergente son los que registraron las subidas más pronunciadas. El sólido avance de las cotizaciones de las materias primas, y en particular del petróleo, ha sido un poderoso factor detrás de esta dinámica.

La pauta alcista del precio del petróleo coge fuerza y propulsa el crudo hacia máximos desde finales de 2015. Tras tomarse una pausa durante una buena parte del mes de marzo, el precio del petróleo recuperó la tendencia alcista que comenzó a partir de los mínimos de enero. El fracaso de la reunión del 17 de abril en Doha, durante la cual los miembros de la OPEP y otros importantes productores de crudo no lograron alcanzar un acuerdo para limitar de forma coordinada la producción, solo puso temporalmente entre paréntesis la escalada de precios, que terminó el mes por encima de los 48 dólares por barril en el caso del Brent. De cara al futuro, los determinantes de la oferta seguirán siendo los principales factores que dicten las fluctuaciones del precio en el mercado del oro negro. Además de una hipotética limitación de la producción por parte de los miembros de la OPEP, la fuerte caída de la producción del *shale oil* en EE. UU. seguirá presionando al alza los precios a corto plazo aunque, por supuesto, no se pueden descartar episodios de volatilidad en torno a esta tendencia.

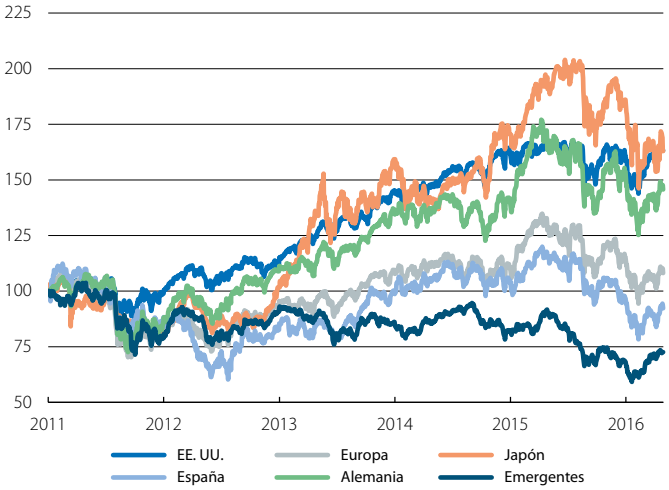
Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años



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

Principales bolsas internacionales

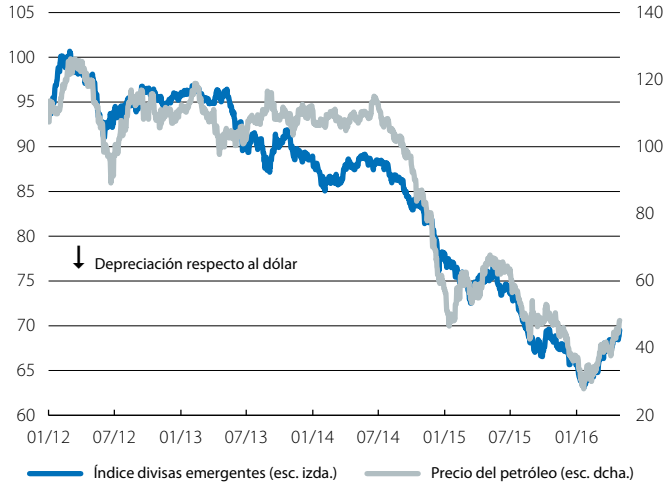
Índice (100 = enero 2011)



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

Divisas emergentes y precio del petróleo Brent

Índice (100 = enero 2012) *(Dólares/barril)*



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

FOCUS · Las ventas en corto como predictor de los mercados

La predictibilidad de los mercados es un tema central en finanzas. Los inversores dedican una cantidad de tiempo y esfuerzo considerable a identificar factores que les ayuden a predecir la evolución de los activos y, con esa información, tomar decisiones de inversión. Las ventas en corto (*short selling*) son uno de esos indicadores.

En el caso más característico de la venta en corto, un inversor desea vender acciones que no tiene, porque espera que bajen de precio. Para ello, las toma prestadas de otro inversor, al que deberá devolvérselas al cabo de un tiempo, y las vende en el mercado a su cotización actual, por ejemplo, 100 euros.[1] La expectativa de este inversor es que en el momento que tenga que devolver las acciones a su propietario original las podrá recomprar a un precio inferior al que las había vendido, digamos 90 euros. Suponiendo que el coste de tomar prestada la acción es de 6 euros, este inversor conseguirá un beneficio total de 4 euros (o una rentabilidad del 67% sobre el coste de 6 euros incurrido para tomar prestada la acción). Un aumento de las ventas en corto de este tipo, de carácter especulativo, sería el reflejo de un sentimiento bajista que, de estar en lo cierto, estaría anticipando un descenso de las cotizaciones de las acciones.

Sin embargo, existen otras razones que pueden motivar el *short selling*. Por ejemplo, cubrir posiciones que ya se tienen con el fin de limitar las pérdidas. Normalmente, si se prevén bajadas en el precio de una acción que se posee, se puede reducir dicha posición vendiendo parte de esas acciones. Pero a menudo se prefiere mantener el número de acciones, aunque sea de manera temporal, para no perder derechos políticos o el cobro de dividendos.

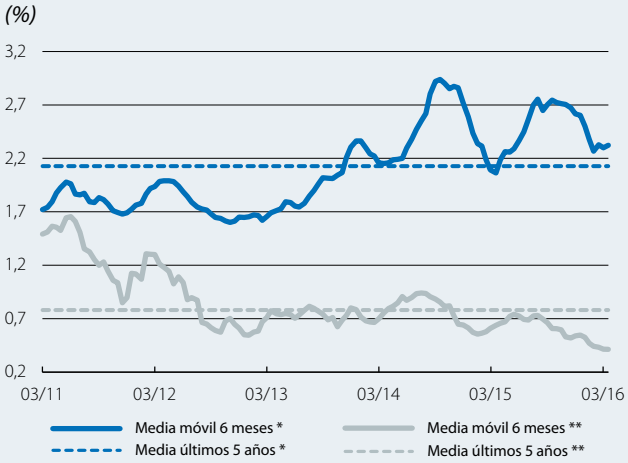
La venta en corto ha sido responsabilizada con frecuencia de contribuir a la inestabilidad de los mercados. La mayoría de estudios,[2] sin embargo, concluyen que el *short selling* no solo puede reducir la volatilidad del mercado, sino que contribuye a su liquidez y también a su eficiencia identificando activos sobrevalorados.

A lo largo del tiempo, la práctica de la venta en corto ha aumentado, apoyada, entre otras cosas, por el descenso de los costes de transacción y un mayor acceso a la información financiera de las empresas que cotizan. La ratio *short interest* (SI), que resulta de dividir el número de acciones vendidas en corto entre el volumen diario medio de acciones disponibles en el mercado (*free float*), refleja esta evolución. Rapach *et al.*[3] estiman que, en los años setenta, la ratio SI media para el S&P 500 era del 0,31%, mientras que, en los 10 últimos años, se situó cerca del 5%. Como muestra el gráfico, las ratios SI actuales de dos de los fondos más representativos del S&P 500 (SPDR S&P500 ETF) y del Eurostoxx 50 (SPDR Euro Stoxx 50 ETF) son del 2,6% y del 0,5% respecto a una media en los últimos cinco años del 2,1% y del 0,8%, respectivamente. Así pues, parece que el sentimiento bajista está más presente en la bolsa estadounidense que en la europea.

La literatura académica ha aportado varios estudios sobre la relación entre el *short selling* y la variación del precio de las acciones. Un buen número de ellos apunta a que la ratio SI es un muy buen predictor de retornos negativos, mejor que otros indicadores como la rentabilidad por dividendo, la ratio entre valor contable y valor de mercado o la ratio de precio sobre beneficios. De esta manera, una estrategia que vendiera en corto acciones con altas ratios SI y comprara acciones con bajas ratios SI obtendría rentabilidades superiores a las del mercado.

No en vano, parece haberse consensuado una visión de los vendedores en corto como inversores relativamente sofisticados, capaces de identificar activos sobrevalorados. De todas formas, no hay que olvidar que se trata de una estrategia arriesgada, que puede sufrir pérdidas importantes si no se cumple la expectativa de descenso de los precios. En particular, cuando los *short sellers* intentan cerrar posiciones a la vez, ellos mismos presionan al alza el precio de la acción sobre la que habían apostado a la baja (*short squeeze*) y pueden incurrir en pérdidas.

Ratio* short interest*: S&P 500 y Eurostoxx 50



Notas: ** SPDR S&P 500 ETF. ** SPDR Eurostoxx 50 ETF.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

1. Una variante es la venta en corto al descubierto (*naked short sale*), en la que se vende el activo antes de tomarlo prestado.
2. Lamont, O. y Stein, J. (2004) «Aggregate Short Interest and Market Valuations», American Economic Review, vol. 94, 2.
3. Rapach, D., Ringgenberg, M. y Zhou, G. (2016) «Short Interest and Aggregate Stock Return», Journal of Financial Economics.

FOCUS · Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?

La nueva temporada de resultados de las empresas del S&P 500, que arrancó a mediados de abril, deja entrever una caída de los beneficios por acción en torno al 9% para el primer trimestre del año. De materializarse este escenario, se confirmaría que EE. UU., que ya enlazó tres trimestres negativos durante 2015, se encuentra en una «recesión» de beneficios. Históricamente, caídas de beneficios de tal magnitud han ocurrido casi siempre al mismo tiempo que una recesión económica. No obstante, varios elementos sugieren que el episodio actual podría ser una de las pocas excepciones a este patrón.

Desde principios de los años setenta, seis de los ocho episodios de caídas de beneficios de las empresas del S&P 500 han coincidido con el inicio de una recesión de la economía estadounidense. La excepción más reciente tuvo lugar en 1998, cuando los beneficios cayeron más del 7% sin que la economía estadounidense mostrara señales de debilidad (de hecho, crecía a un ritmo en torno al 5%). Entonces, la fortaleza del dólar, que en poco más de un año se apreció cerca del 17% respecto al euro y un 15% en promedio respecto a una cesta de divisas, y el descenso del precio de petróleo por debajo de los 10 dólares por barril afectaron de manera significativa a los resultados de las empresas energéticas y exportadoras. La anterior excepción se remonta a 1985. En esa ocasión, la fuerte apreciación del dólar previa a los Acuerdos del Plaza y el desplome del petróleo fueron también los principales responsables de la caída de los beneficios. El crecimiento del PIB se mantuvo firme, igualmente.

La comparación de la situación actual con los episodios de los años ochenta y noventa resulta atractiva. La fortaleza del dólar, que se apreció cerca del 27% respecto al euro entre junio de 2014 y finales de 2015, es semejante a la de los episodios mencionados. Por su parte, la actual caída del precio del crudo también es claramente responsable de una parte muy significativa de los malos resultados de las empresas del S&P. Si excluimos las empresas del sector energético, los beneficios se mantuvieron relativamente estables en los últimos trimestres.

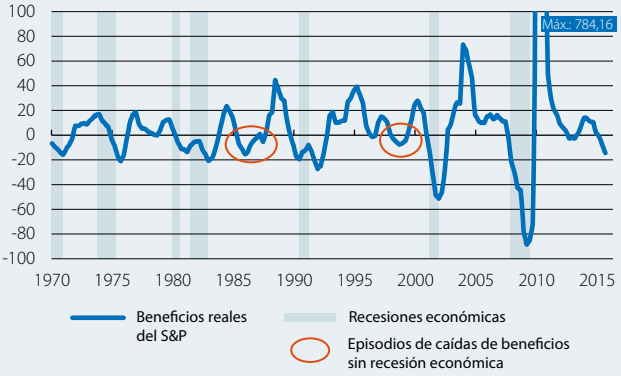
En cualquier caso, el hecho de que la recesión de beneficios se limite casi exclusivamente a un sector en particular no parece un argumento lo suficientemente sólido para descartar el posible vínculo entre recesión de beneficios y recesión económica. Solo hace falta recordar que la caída de los beneficios era «solo *hi-tech*» en 2000 y «solo financiera» en 2007, si bien la presencia de una burbuja a principios de los años 2000 y el carácter sistémico del sector financiero fueron determinantes en el desencadenamiento de las recesiones subsiguientes. Por otra parte, la caída de beneficios está afectando también a muchas empresas que no pertenecen al sector energético. Según los datos de beneficios de la contabilidad nacional, que dan una imagen más amplia del tejido productivo estadounidense, nueve de los 16 sectores no energéticos experimentaron una caída de beneficios en el 4T 2015. Sea resultado en parte del impacto de una menor demanda del sector energético respecto a otros sectores, sea en parte consecuencia de la apreciación del dólar, lo cierto es que la caída de beneficios afecta a un segmento importante de la economía americana.

Más allá de la comparación histórica, otras consideraciones apuntan a que la reciente decepción que han suscitado los resultados empresariales no presagia una recesión económica. En primer lugar, aunque el peso del sector energético ha aumentado tras el *boom* del *shale* de los últimos años, el impacto neto de la caída del precio del petróleo debería ser positivo para la economía estadounidense. Además, el elevado nivel de los márgenes de beneficios, que siguen por encima del promedio histórico pese a la reciente disminución, proporciona un cómodo margen de maniobra a las empresas. Por otro lado, los principales factores que causaron la caída de los beneficios muestran ya señales de recuperación, o por lo menos de estabilización, teniendo en cuenta el repunte del petróleo desde principios de año y la pausa en la apreciación del dólar que ha propiciado el tono acomodaticio de la Reserva Federal en las últimas semanas. Por último, y quizás lo más importante, la solidez de los datos recientes del mercado laboral y del consumo privado son coherentes con una expansión continuada de la actividad económica.

En definitiva, la actual recesión de beneficios es un fenómeno que merece ser seguido de cerca. Sin embargo, la evidencia parece indicar que estamos ante una de las excepciones a la norma y no en la antesala de una recesión económica en EE. UU.

Beneficios reales del S&P y recesiones económicas

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Robert J. Shiller y del National Bureau of Economic Research.*

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	–5,0	–5,0
Euríbor 3 meses	–0,25	–0,24	–1	–12,0	–24,6
Euríbor 12 meses	–0,01	–0,01	0	–7,0	–17,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,49	–0,45	–4	–11,2	–22,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,48	–0,49	1	–13,5	–24,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,27	0,15	12	–35,9	–1,5
Deuda pública a 10 años (España)	1,59	1,44	15	–18,1	12,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	132	128	4	17,9	13,8
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	34,7
Líbor 12 meses	1,21	1,21	0	3,2	51,1
Deuda pública a 1 año	0,55	0,58	–3	–4,7	32,6
Deuda pública a 2 años	0,78	0,72	6	–26,8	22,3
Deuda pública a 10 años	1,83	1,77	6	–43,9	–20,9

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

	29-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	73	0	–4,5	11,5
Itraxx Financiero Sénior	90	89	0	12,8	17,5
Itraxx Financiero Subordinado	202	201	1	45,9	55,7

Tipos de cambio

	29-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
$/€	1,145	1,138	0,6	5,4	2,9
¥/€	121,940	128,110	–4,8	–6,7	–7,9
£/€	0,784	0,793	–1,1	6,3	8,7
¥/$	106,500	112,570	–5,4	–11,4	–10,5

Materias primas

	29-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	417,7	401,3	4,1	11,5	–0,4
Brent ($/barril)	46,4	38,7	19,7	29,7	–27,2
Oro ($/onza)	1.293,0	1.232,7	4,9	21,8	7,3

Renta variable

	29-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.065,3	2.059,7	0,3	1,0	–2,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.028,2	3.004,9	0,8	–7,3	–16,3
Ibex 35 (España)	9.025,7	8.723,1	3,5	–5,4	–20,7
Nikkei 225 (Japón)	16.666,1	16.758,7	–0,6	–12,4	–16,9
MSCI emergentes	840,2	836,8	0,4	5,8	–20,7
Nasdaq (EE. UU.)	4.775,4	4.869,8	–1,9	–4,6	–4,9

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

COYUNTURA · Ligera aceleración del crecimiento mundial en 2016

El crecimiento de la economía mundial se asienta en 2016 pero se mantienen los riesgos a la baja. El escenario central de CaixaBank Research para 2016 es el de un avance global del 3,3%, ligeramente superior al 3,1% de 2015, liderado por unos países emergentes que crecerán levemente por encima del registro de 2015 (un 4,3% respecto a un 4,0%) y por la consolidación del crecimiento de los avanzados, que seguirán la tendencia del año pasado (1,9%). Las principales fuentes de riesgo son, en primer lugar, el elevado y creciente nivel de deuda global. En segundo lugar, destaca la dificultad de China para asegurar un aterrizaje suave de su economía en un contexto de elevado endeudamiento y de cambio de modelo productivo. Finalmente, la inestabilidad política en países clave es también un elemento que sobresale en el balance de riesgos bajistas; en particular, el deterioro de la situación en Brasil y la incertidumbre sobre el *brexit* en el Reino Unido.

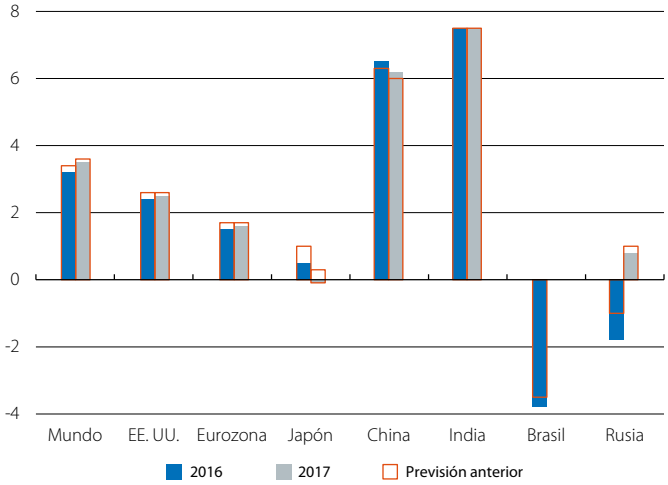
El Fondo Monetario Internacional (FMI) reduce ligeramente sus previsiones de crecimiento mundial. La institución situó el avance global en el 3,2% en 2016 y en el 3,5% en 2017 (antes, el 3,4% y el 3,6%). En este contexto de mayor debilidad, el FMI señala con más claridad que en ocasiones anteriores la necesidad de que se lleven a cabo reformas estructurales, tanto en los avanzados como en los emergentes. Asimismo, a diferencia del informe de perspectivas de enero, no menciona como crítica la subida de tipos de la Fed, entendiendo que será muy gradual. Por países, EE. UU. continúa liderando la recuperación de las economías avanzadas (2,4% en 2016), la previsión para la eurozona se sitúa en el 1,5% y la estimación para Japón contempla un débil 0,5% (y un –0,1% en 2017). Entre los emergentes, la institución mejoró ligeramente las expectativas de China (6,5% en 2016 y 6,2% en 2017), aunque con un riesgo a la baja, y agravó los retrocesos previstos en 2016 para Rusia (–1,8%) y Brasil (–3,8%).

ESTADOS UNIDOS

El PIB de EE. UU. afloja en el 1T 2016, aunque de manera temporal. El PIB creció un moderado 0,1% intertrimestral en el 1T, por debajo del 0,3% previsto y del dato del 4T 2015 (un 1,95% interanual). Por componentes de demanda, la desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB se debió a las contribuciones negativas de la inversión no residencial, al componente de existencias y a un nuevo retroceso de las exportaciones, probablemente afectadas por la fortaleza del dólar. Entre los datos positivos, la inversión residencial avanzó un sólido 3,5% intertrimestral y el consumo privado (que representa cerca del 70% del PIB), un 0,5% intertrimestral. Además, en los próximos trimestres el efecto negativo del componente de existencias debería revertir y dar lugar a contribuciones positivas.

FMI: previsiones del PIB para 2016 y 2017

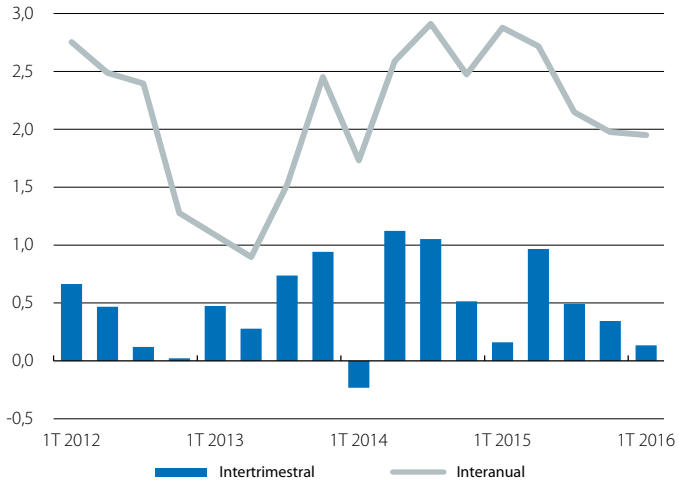
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

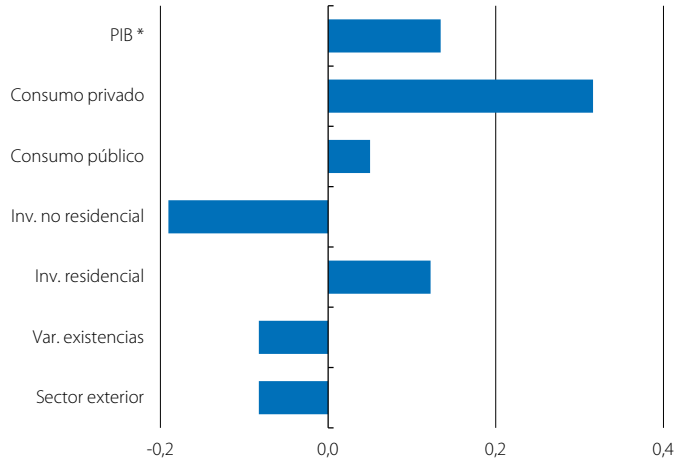
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2016 (p. p.)



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

La demanda interna impulsará la expansión estadounidense en lo que queda de 2016. El crecimiento económico se verá apoyado por el aumento del consumo privado, un mayor gasto público y una inversión residencial que avanzará significativamente. Así, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 94,2 puntos, por encima del promedio histórico (93,5 puntos). Por su parte, los datos correspondientes al mercado inmobiliario muestran la fuerte recuperación del sector. Así, en marzo se iniciaron 1.089 miles de viviendas, una cifra que se va acercando al promedio histórico (1.300). Por su parte, los distintos índices de precios (tanto el Case-Shiller como el que elabora la Agencia Federal de Financiamiento de la Vivienda) muestran avances sólidos, lo que ayudará a que la inversión residencial siga siendo un factor importante del crecimiento económico en 2016.

La mejora del mercado laboral apoyará la demanda interna. En marzo se crearon 215.000 empleos netos, que se añaden al buen registro de febrero (245.000 tras la revisión al alza). La tasa de paro subió 1 décima, hasta el 5,0%, por la mayor tasa de actividad, que acumula una mejora de 0,5 p. p. desde noviembre. Esto, unido al menor subempleo (trabajo involuntario a tiempo parcial por razones económicas), que se ha reducido en más de 3 millones de personas desde septiembre de 2011, y al avance en las horas trabajadas, sugiere que la mejora es sólida.

La inflación repuntará en los próximos meses, pese al dato más contenido de marzo. En concreto, la inflación subyacente se situó en el 2,2% en marzo, 1 décima por debajo del registro de febrero. En términos intermensuales (con la serie ajustada estacionalmente), el IPC subyacente aumentó un 0,1%, el menor avance desde agosto. Por su parte, el IPC general creció un 0,9% interanual, también 1 décima por debajo del registro de febrero. Sin embargo, a final de año la inflación alcanzará cotas superiores al 2%, a causa de la paulatina desaparición del efecto escalón provocado por la fuerte caída del precio del petróleo y de una mayor presión salarial derivada de la mejora del mercado laboral. En este contexto, en su reunión de abril la Fed mantuvo el objetivo del *fed funds rate* en el intervalo del 0,25%-0,50% y siguió mostrando un tono marcadamente *dovish* en su comunicado, si bien el sesgo de los riesgos es algo menos bajista.

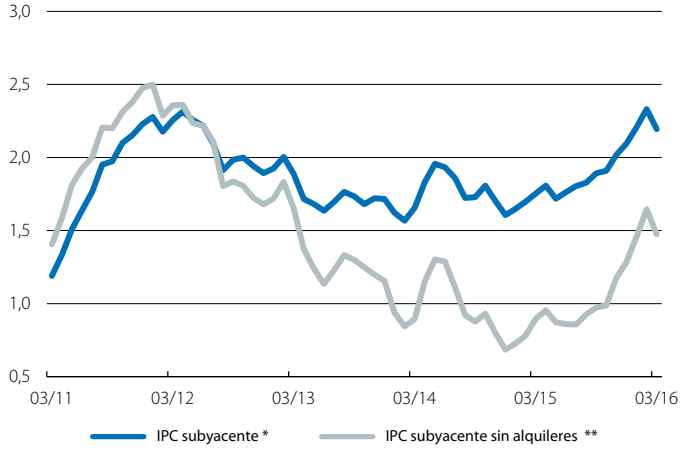
JAPÓN

El Banco de Japón no mueve ficha pese a la moderación de la actividad económica. La previsión de CaixaBank Research para Japón en 2016 se revisa a la baja y pasa de un avance del PIB del 0,9% al 0,6%, por el bajo tono del consumo privado, la debilidad exportadora (especialmente a China y EE. UU.) y una apreciación del yen mayor de lo esperado. A pesar de este entorno de debilidad, en su reunión de abril el Banco de Japón sorprendió al mercado al mantener sin cambios su ritmo de expansión cuantitativa en los 80 billones de yenes anuales.

Las reformas estructurales, cada vez más necesarias. El consumo, el mayor componente del PIB, se está mostrando muy

EE. UU.: IPC

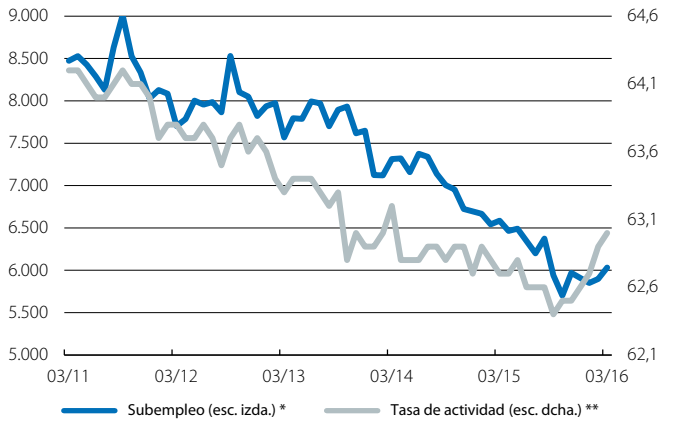
Variación interanual (%)



Notas: ** Subyacente: índice general sin energía ni alimentos. ** El índice subyacente sin los alquileres y los alquileres imputados a los propietarios que viven en sus viviendas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

EE. UU.: tasa de actividad y subempleo

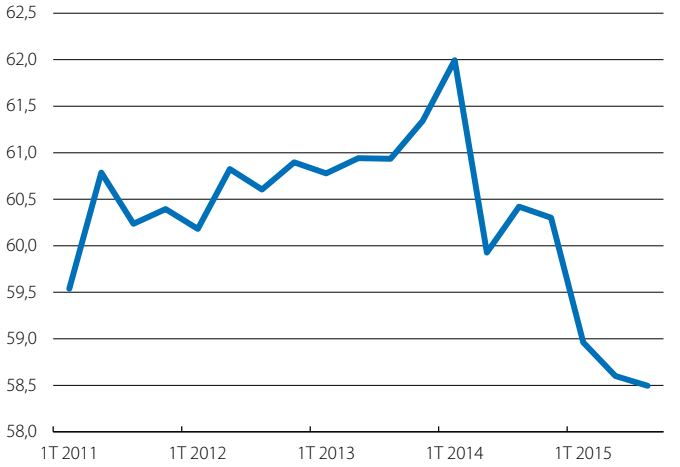
(Miles) *(%)*



Nota: ** Trabajadores que están trabajando involuntariamente a tiempo parcial por razones económicas. ** Empleados o trabajadores que buscan activamente empleo en porcentaje de la población mayor de 16 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

Japón: consumo privado

*(% del PIB) **



Nota: ** En términos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Interior y Comunicaciones.*

débil. Los empresarios tampoco contemplan un crecimiento sólido a medio plazo y no suben los salarios, lo que redunda en un bajo consumo. Las expectativas de los consumidores y de los empresarios mejorarían con reformas procrecimiento creíbles, como acabar con la dualidad del mercado laboral, que perjudica especialmente los salarios de las mujeres, o fomentar la inversión.

EMERGENTES Y MATERIAS PRIMAS

China continúa el aterrizaje suave de su economía en el 1T 2016. El PIB de China creció un significativo 6,7% en el 1T 2016 (6,8% en el 4T 2015), ligeramente por debajo de nuestras previsiones, pero en consonancia con las del mercado. Asimismo, los datos de actividad de marzo, que se publicaron junto con el dato del PIB, mostraron una cierta mejora en el tramo final del 1T. Así, el índice de producción industrial avanzó un considerable 6,8% interanual, por encima del 5,4% del agregado de enero y febrero. Esta mejora mensual compensa, en parte, la debilidad del crecimiento intertrimestral, del 1,1%, por debajo del 1,5% del 4T 2015. Todo ello debería calmar las preocupaciones por un posible *hard landing* del gigante asiático.

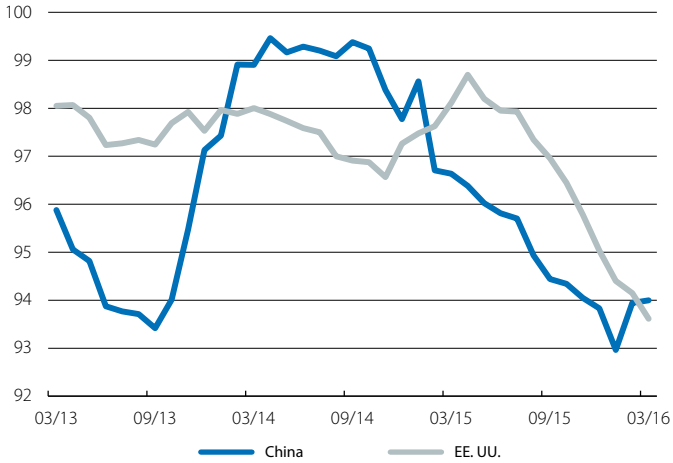
El cambio de modelo de crecimiento chino se refleja en el Decimotercer Plan Quinquenal (2016-2020), basado en cinco pilares de desarrollo: la innovación, la coordinación, la protección del medio ambiente, la inclusión y la apertura. En el pilar de la innovación, destacan el impulso de las industrias estratégicas y de las nuevas tecnologías en las manufacturas, la modernización del sector agrícola, que emplea a cerca de la mitad de la población activa, y reformas institucionales que mejoren la eficiencia de los conglomerados estatales. En el pilar de la coordinación, se aspira a promover actuaciones conjuntas entre regiones y lograr un equilibrio entre las zonas rurales y las urbanas. Finalmente, en cuanto a la apertura, será básica la liberalización de la cuenta financiera.

La incertidumbre se agrava en Brasil. La mayor economía latinoamericana presenta un cuadro macroeconómico desequilibrado (inflación elevada y finanzas públicas deficitarias) que deja poco margen a las medidas expansivas. A esta situación se añade la incertidumbre política por el proceso de destitución de la presidenta Rousseff, que ya ha superado el trámite del Congreso y que podría prolongarse unos seis meses. Sin duda, la elevada incertidumbre política es un factor determinante de la caída esperada del PIB en 2016 (–3,4%), que ya sufrió una gran contracción en 2015 (–3,8%).

El petróleo se aleja de los mínimos de inicios de año. El Brent se situó por encima de la referencia de los 40 dólares/barril durante todo el mes de abril. La falta de acuerdo en Doha entre numerosos productores de la OPEP (y algunos no OPEP) parece que no ha repercutido en exceso en la tendencia al alza de la cotización del crudo. En cuanto al resto de materias primas, la mayor parte de las industriales también han anotado notables apreciaciones, en parte por el reajuste temporal de la oferta (por el cierre de fábricas de acero en China).

*Japón: exportaciones a EE. UU. y China en volumen **

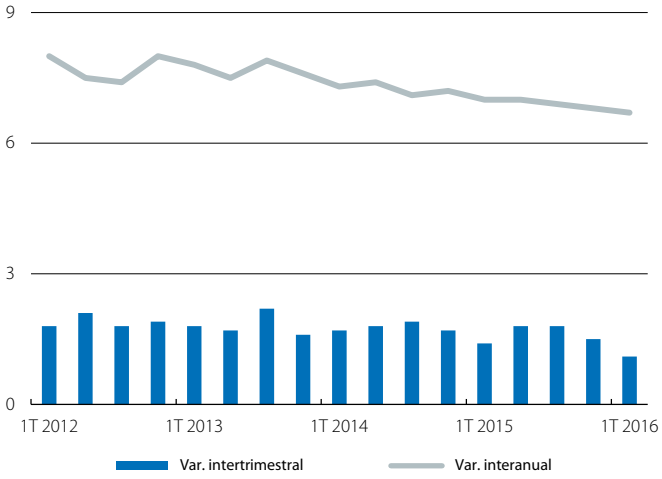
Índice (100 = diciembre 2012)



Nota: ** Promedio de los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Interior y Comunicaciones.*

China: PIB

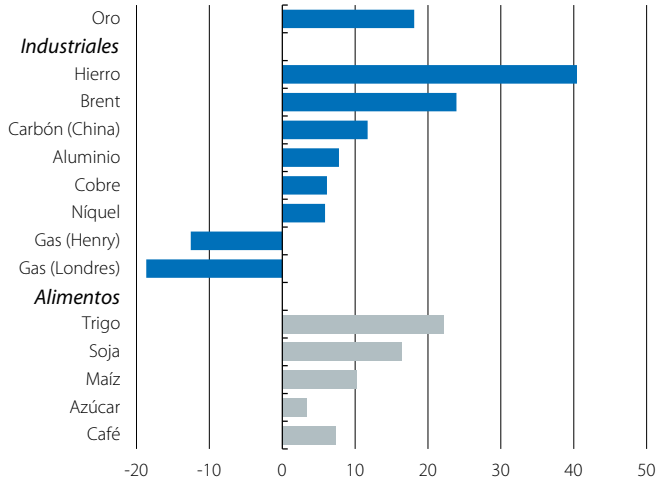
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Materias primas: precios

Variación desde el 31 diciembre de 2015 (%)



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

FOCUS · Rusia: ¿fuera de la zona de riesgo emergente?

Cuando, en mayo de 2013, la Reserva Federal empezó a concretar cómo sería el proceso de normalización de su política monetaria, los inversores comenzaron a preocuparse por la mala situación de ciertos emergentes, que pronto se agruparon bajo la etiqueta de «frágiles». Uno de los integrantes del grupo era Rusia. Rusia había experimentado un periodo de crecimiento robusto entre 2005 y 2012 (4,1% de promedio anual), aunque al precio de acumular tensiones inflacionistas (la inflación fue del 9,7% anual en ese mismo periodo). Para mayor complicación, a partir de 2013, la actividad perdió ritmo pero los precios siguieron creciendo a tasas elevadas.[1] Partiendo de esta situación de debilidad previa, el país entró en 2015 en una grave recesión a causa de dos factores: la caída del precio del petróleo y del gas y la aplicación de sanciones económicas por parte de la Unión Europea y EE. UU. debido al conflicto de Ucrania. ¿Cuáles son ahora sus perspectivas inmediatas? ¿Se alejará de la zona de riesgo emergente?

A fin de responder a estas cuestiones, revisamos tres posibles fuentes de vulnerabilidades: la que emerge del entorno exterior, la que deriva de la situación interna y la originada por condicionantes geopolíticos. Por lo que se refiere al primero de estos ámbitos, preocupa el impacto que puedan tener en Rusia los efectos últimos del proceso de normalización monetaria estadounidense en forma de un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y de una posible continuidad del proceso de apreciación del dólar. Se trata de un frente en el cual diversos emergentes distan de tener una posición sólida. Rusia, en cambio, se aleja del patrón típico del «emergente frágil». Frente al desequilibrio exterior habitual, Rusia mantiene un holgado superávit por cuenta corriente (5,0% en 2015) y, mientras que otros emergentes afrontan la situación con reservas exiguas, Rusia dispone de suficientes reservas internacionales para cubrir sin dificultades su deuda externa a corto plazo. Con todo, preocupa que, en un contexto de incremento de la deuda total (99,4% del PIB a finales de 2015), en especial de la corporativa, la proporción de esta última denominada en divisa extranjera haya aumentado hasta cuotas superiores al promedio de los emergentes.

Pero, aunque las vulnerabilidades externas no parecen exageradas, las internas son harina de otro costal. La inflación se situó en 2015 en un elevado 15,5%. El rebote inflacionista fue consecuencia de la notable depreciación del rublo, que encareció los precios de los bienes importados, y del efecto del embargo de alimentos de la UE, que forzó a Rusia a aprovisionarse internacionalmente a precios más altos. Aunque en 2016 y 2017 ambos factores tendrán un efecto menor, lo que favorecerá una relativa reconducción de la inflación, los niveles previstos siguen siendo altos. Asimismo, el frente de las finanzas públicas se ha deteriorado rápidamente, resultado en gran medida de la caída de ingresos fiscales por el descenso de los precios energéticos.

La situación de debilidad interna se ha agravado por las consecuencias de la participación rusa en diferentes focos de tensión territoriales (Ucrania-Crimea, primero, Siria, después). Como resultado, la UE y Rusia se han enzarzado en un proceso de sanciones mutuas, a las que se han sumado las de Rusia a Turquía. Esta dinámica ha comportado, desde la perspectiva rusa, dificultades de operativa internacional para sus bancos y la necesidad de aceptar suministros exteriores más caros. A no ser que ambos conflictos den un giro sustancial, el escenario más probable es que en 2016 las sanciones permanezcan.

¿Tiene Rusia margen de maniobra de política económica para afrontar estas vulnerabilidades? Escaso. La política monetaria está «atrapada» entre objetivos contrapuestos: si opta por primar, mediante una política monetaria restrictiva, la recuperación de la credibilidad antiinflacionista perdida, el proceso de salida de la recesión puede alargarse. La política fiscal también afronta exigencias de difícil conciliación, ya que trata de combinar cierto apoyo a la economía (concentrado en la práctica en el sector bancario), mantener el gasto militar y reequilibrar sus cuentas.

En resumen, la evolución económica de Rusia depende sobremanera de que los dos factores que la afectaron negativamente (materias primas y sanciones) se mitiguen. A tenor de los escenarios que se manejan sobre los precios de las materias primas, que preven una recuperación paulatina de sus cotizaciones, lo primero tiene visos de suceder. Lo segundo será más difícil, dado que los conflictos internacionales abiertos están lejos de resolverse. Si además se le suma un margen de política económica estrecho, parece prematuro excluir a Rusia de los emergentes en zona de riesgo para los próximos tiempos.

Rusia: principales indicadores macroeconómicos

	2005-2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Crecimiento del PIB real (%)	4,1	1,3	0,7	–3,7	–1,1	1,3
Inflación IPC (%)	9,7	6,8	7,8	15,5	7,5	5,7
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	5,8	1,5	2,9	5,0	4,2	5,1
Saldo fiscal (% del PIB)	2,3	–1,2	–1,1	–3,5	–4,4	–3,0
Deuda pública (% del PIB)	10,4	13,1	16,3	17,7	18,4	19,4

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

1. En 2013 y 2014, el crecimiento fue solo del 1,3% y del 0,7% y la inflación, del 6,8% y del 7,8%, respectivamente.

FOCUS · Reservas en los países emergentes: ¿es el colchón suficiente?

En 2015, fuertes salidas de capitales sorprendieron a la mayoría de países emergentes. Después de años de entradas masivas, el inicio de la normalización de la política monetaria en EE. UU. y los temores a unos avances más moderados en el bloque emergente fueron los principales detonantes. Sin duda, el elevado colchón de reservas internacionales acumulado durante años les sirvió para amortiguar el impacto de las salidas. Pero, después de este episodio, ¿sigue siendo sólido el colchón?

Para averiguarlo, analizamos el nivel de reservas de una selección de economías emergentes de acuerdo con la medida utilizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI).[1] Esta medida toma la forma de una ratio entre las reservas y distintas fuentes potenciales de salidas de capitales. Estas fuentes, y el motivo por el que se tienen en cuenta, son: (i) las exportaciones, para reflejar un posible *shock* adverso en la demanda externa o en el precio relativo de las exportaciones respecto de las importaciones; (ii) la oferta de dinero (M2), para capturar fugas de capital a través de los activos más líquidos; (iii) la deuda a corto plazo, para reflejar el riesgo de no renovación de la misma y (iv) otros pasivos en cartera susceptibles de salir.[2] Un valor de la medida del FMI por encima del 100% implica que el país sería capaz de soportar durante un año salidas de capital sin agotar sus reservas.[3]

Este índice, por tanto, sirve para identificar países cuyas reservas podrían ser demasiado bajas para aguantar un eventual *shock* adverso, como es el caso de Egipto, Sudáfrica o Malasia (véase el gráfico). Sin embargo, no debe considerarse un signo inequívoco de que un país tiene problemas o de que está libre de ellos. Hay países para los que este índice no es informativo y para los que se deben tener en cuenta ciertas consideraciones extra que afectan a la necesidad de reservas. En particular, hay que tener cuidado con aquellas economías con ciertas peculiaridades en las distintas fuentes potenciales de salidas de capitales y que conforman el denominador de la ratio. De esta forma, por ejemplo, un país con controles de capitales como China requerirá una menor ratio de reservas. Asimismo, países que mantengan periodos de tenencia mínimos para valores o impuestos que desincentiven las amortizaciones anticipadas podrían requerir menores reservas como porcentaje de sus pasivos de cartera.

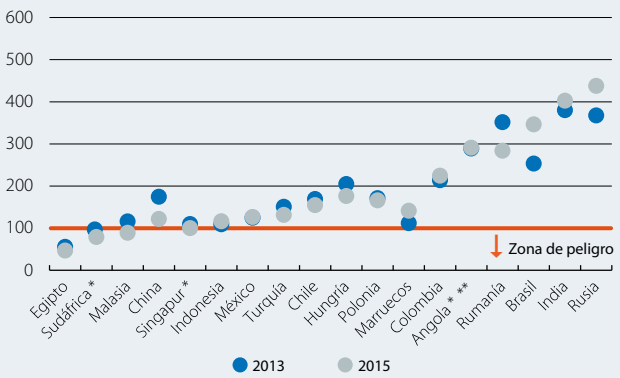
Por el contrario, la medida del FMI en el caso de Rusia es un claro ejemplo de optimismo poco justificado. El índice se sitúa en niveles muy superiores al 100%, e incluso mejoró entre 2013 y 2015, a pesar de una caída de las reservas de un 27%. Esta mejora se debió principalmente al fuerte descenso de las exportaciones por el desplome del precio del petróleo (que constituye una tercera parte del total de exportaciones del país) y al escaso acceso a los mercados de deuda internacionales a causa de las sanciones. No es de extrañar entonces que, en un informe reciente, el FMI aconseje a Rusia un nivel de reservas que duplique el sugerido por su métrica estándar.

El caso de Angola es similar al de Rusia. El índice ronda el 300% pese a un descenso en sus reservas del 30% entre 2013 y 2015. En parte, ello se debe al colapso de las exportaciones de petróleo (que representan el 98% del total de exportaciones del país). Así pues, de manera genérica, los países altamente dependientes de las exportaciones de materias primas requerirán una ratio de reservas superior al 100%, pues presentan mayores dificultades ante un *shock* adverso de demanda externa, dado que las materias primas son relativamente inelásticas al precio. Además, hay que añadir la alta dolarización de la economía angoleña, que hace que el nivel mínimo de reservas requerido sea aún más elevado. Todo ello ha propiciado que el país haya tenido que pedir ayuda al FMI recientemente.

En definitiva, la métrica del FMI es un buen punto de partida para analizar la posición en la que se encuentran las reservas internacionales de los países emergentes. Hay evidencia de que cuanto menor es el índice, más elevada es la probabilidad de una crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, conviene mantener un espíritu crítico y complementar el análisis con métricas alternativas.

Disponibilidad de reservas

*Índice (100 delimita la zona de peligro) ****



Notas: ** Datos de posición de inversión extranjera en cartera correspondientes a 2014. ** Previsión de datos de exportaciones del FMI para 2015. *** Valores superiores a 100 indican que el país puede soportar un* shock *de salidas de capital durante un año sin agotar las reservas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, Oxford Economics y fuentes nacionales.*

1. Utilizamos los últimos datos disponibles para 2015 y 2016.
2. A diferencia del FMI, no incluimos los préstamos bancarios entre estos pasivos por falta de datos.
3. Para una descripción detallada de la metodología véase FMI, «Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals», abril de 2015.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Actividad									
PIB real	2,4	2,4	2,9	2,7	2,1	2,0	–	1,9	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,9	4,0	4,8	3,7	4,0	3,5	3,7	4,8	3,9
Confianza del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	101,3	96,2	98,3	96,0	97,8	94,0	96,1
Producción industrial	2,9	0,3	2,4	0,4	0,1	–1,6	–1,3	–1,8	–2,0
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	53,2	52,6	51,0	48,6	48,2	49,5	51,8
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.001	1.107	978	1.158	1.158	1.135	1.117	1.194	1.089
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	171	179	177	179	179	182	185	187	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	4,9	5,0
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,0	59,3	59,3	59,3	59,3	59,4	59,6	59,8	59,9
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	...
Precios									
Precios de consumo	1,6	0,1	–0,1	0,0	0,1	0,5	1,4	1,0	0,9
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,3	2,2

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Actividad									
PIB real	–0,1	0,5	–1,0	0,7	1,7	0,8	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	40,6	41,5	41,0	42,2	42,3	40,1	41,7
Producción industrial	2,1	–1,2	–2,6	–0,8	–0,4	–1,1	–2,6	–5,6	–1,6
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	12,0	15,0	12,0	12,0	–	6,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,3	3,2
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,6	–0,6	–1,8	–1,4	–1,0	–0,6	–0,5	–0,3	–0,2
Precios									
Precios de consumo	2,7	0,8	2,3	0,5	0,2	0,3	–0,1	0,3	0,0
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	2,1	0,4	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Actividad									
PIB real	7,3	6,9	7,0	7,0	6,9	6,8	–	6,7	–
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,6	10,2	10,7	11,1	10,2	10,2	10,5
Producción industrial	8,3	6,1	6,4	6,3	5,9	5,9	5,4	5,4	6,8
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,9	50,2	49,8	49,7	49,4	49,0	50,2
Sector exterior									
Balanza comercial [1] *(valor)*	383	602	488	541	577	602	605	577	604
Exportaciones	6,0	–2,5	4,6	–2,2	–5,8	–5,1	–11,4	–25,4	11,5
Importaciones	0,4	–14,2	–17,6	–13,5	–14,3	–11,6	–18,6	–13,8	–7,6
Precios									
Precios de consumo	2,0	1,4	1,2	1,4	1,7	1,5	1,8	2,3	2,3
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	5,60	4,35	5,35	4,85	4,60	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,2	6,3	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6	6,5	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 · La recuperación de la eurozona sigue su curso

El avance de la economía europea se mantiene tras el episodio de incertidumbre. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha revisado ligeramente a la baja sus previsiones de crecimiento para la eurozona después del episodio de turbulencias que registraron los mercados en el 1T 2016. Sin embargo, la inestabilidad no parece haber afectado significativamente al escenario del conjunto de la eurozona y las revisiones son mínimas. El FMI espera que la economía europea siga creciendo en 2016 prácticamente al mismo ritmo que en 2015 y que esta dinámica se mantenga también en 2017. Aun así, más allá del equilibrio a corto plazo entre las fuerzas favorables (política monetaria acomodaticia, bajos precios de las materias primas y un euro depreciado) y desfavorables (desaceleración de algunos emergentes e incertidumbre financiera y política), la institución también señala que es necesario complementar las medidas expansivas del Banco Central Europeo (BCE) con reformas estructurales que permitan impulsar el crecimiento a largo plazo. Los casos de Italia y Francia, las dos principales economías europeas para las cuales el FMI espera un menor crecimiento y cuyas previsiones más ha reducido, ejemplifican las consecuencias potenciales de un enquistamiento de las reformas estructurales.

El PIB de la eurozona recupera los niveles precrisis ocho años después. Tanto EE. UU. como el Reino Unido ya habían alcanzado sus niveles precrisis hace seis y tres años, respectivamente. La estimación preliminar del PIB muestra, además, que la eurozona aceleró su ritmo de crecimiento en el 1T 2016 con una tasa de variación intertrimestral del 0,6%, por encima del dato del trimestre anterior (0,3%) y de lo previsto (0,4%). Así, la economía europea sigue beneficiándose en el 1T de los factores de apoyo temporales antes comentados. Destaca el caso de Francia, que sorprendió al alza con un crecimiento del 0,5% intertrimestral, 3 décimas superior al del trimestre anterior. La economía gala estuvo apoyada por un aumento del consumo privado (+1,2%) y de la inversión (+0,9%), aunque no está claro que este ritmo se mantenga.

La actividad crece a un ritmo constante. Tanto los primeros indicadores que se han publicado para el 2T 2016 como los que todavía se van conociendo del 1T 2016 señalan una expansión moderada pero estable, sin que se aprecie un impacto negativo del episodio reciente de incertidumbre financiera. En este sentido, la producción industrial de febrero, pese a caer un 0,8% en términos intermensuales por el registro excepcionalmente bueno de enero, mantuvo un avance interanual positivo (0,8%). Los índices PMI del mes de abril, estables y en la zona compatible con la expansión económica (por encima de 50), señalan que en adelante la recuperación mantendrá la misma dinámica, favorecida a corto plazo por el entorno acomodaticio del BCE, los bajos precios de las materias primas y un euro depreciado. La nota negativa proviene de Francia, donde los indicadores PMI siguen flirteando con el estancamiento.

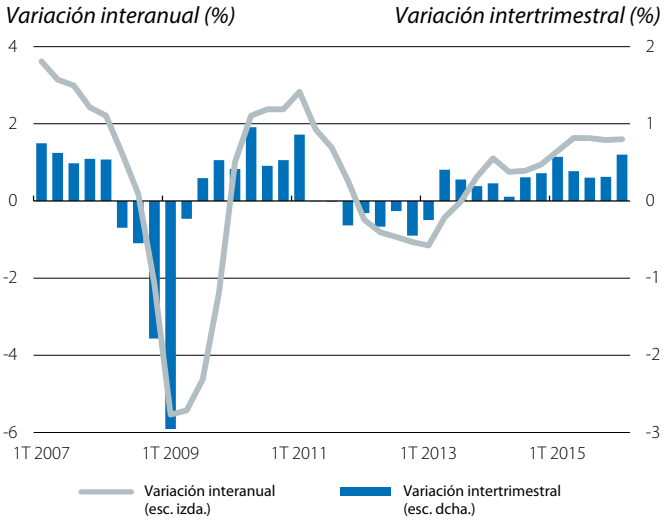
Eurozona: previsiones del PIB del FMI

Variación anual (%)

		Previsión		Variación respecto previsión enero 2016 (p. p.)	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	1,6	1,5	1,6	▼ –0,2	▼ –0,1
Alemania	1,5	1,5	1,6	▼ –0,2	▼ –0,1
Francia	1,1	1,1	1,3	▼ –0,2	▼ –0,2
Italia	0,8	1	1,1	▼ –0,3	▼ –0,1
España	3,2	2,6	2,3	▼ –0,1	=

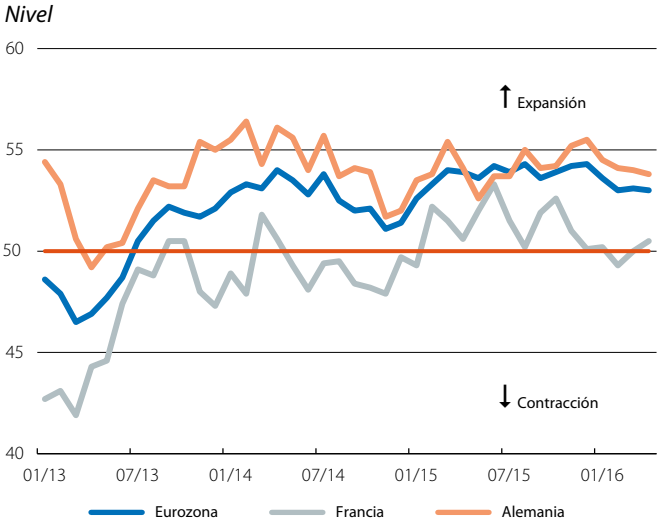
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2016).*

Eurozona: PIB



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

Indicador de actividad PMI compuesto



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

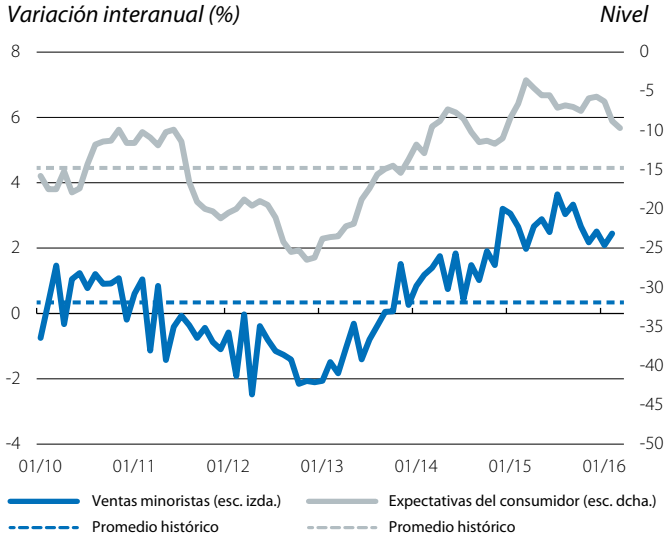
La demanda interna sigue siendo el motor de la recuperación. Los indicadores señalan que la incertidumbre financiera en el primer trimestre del año tampoco ha castigado la demanda interna de la eurozona. Las ventas minoristas de febrero mantuvieron un crecimiento interanual por encima del 2% y claramente superior al promedio de los últimos seis años. Por países, el comportamiento fue especialmente bueno en España (4,2%) y Francia (3,5%), mientras que en Alemania el crecimiento fue algo más moderado (1,6%). Donde sí que parece haber incidido la inestabilidad financiera es en los indicadores de confianza. De todos modos, aunque haya seguido una tendencia a la baja en el 1T 2016, la confianza de los consumidores todavía se encuentra por encima del promedio de los últimos años y el dato de abril muestra una mejora respecto a marzo. En la misma línea, y después de tres meses consecutivos de caídas, el indicador de sentimiento económico también ha repuntado en abril. Además, con el apoyo de las medidas acomodaticias del BCE y de una política fiscal neutral o ligeramente expansiva, se espera que la demanda interna siga tirando de la economía en los próximos meses.

El crédito se recupera, impulsado por el BCE y por la demanda interna. La encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2016 indica una nueva relajación de los criterios para la concesión de préstamos a empresas y al consumo de las familias, así como de las condiciones de financiación con los que se conceden. Los bancos señalan los bajos costes de financiación y la competencia como principales causas de la relajación. En cuanto a los créditos solicitados, la encuesta muestra un aumento de la demanda neta por parte de las empresas y de los hogares. Así pues, tanto los factores de oferta como los de demanda son favorables para que el crédito fluya hacia empresas y consumidores.

La inflación continúa en terreno negativo. Las renovadas caídas del precio del petróleo a finales de 2015 todavía lastran la evolución de los precios del consumo, que cerraron abril en el –0,2% y suman ya tres meses consecutivos en territorio negativo. Por otro lado, la inflación subyacente también frenó su progresión en abril (0,8%) respecto a lo observado en el 1T 2016 (0,9%). Aunque los niveles actuales se encuentran lejos del objetivo del 2% del BCE, a lo largo de 2016 se producirá un efecto rebote en la inflación general al deshacerse el efecto escalón de la caída del precio del petróleo en 2015. Asimismo, esperamos que tanto la inflación general como la subyacente reciban el empuje de la recuperación de la economía y de las medidas de inyección de liquidez del BCE. Por esta razón confiamos en que ambas se sitúen significativamente más cerca del objetivo del BCE en 2017.

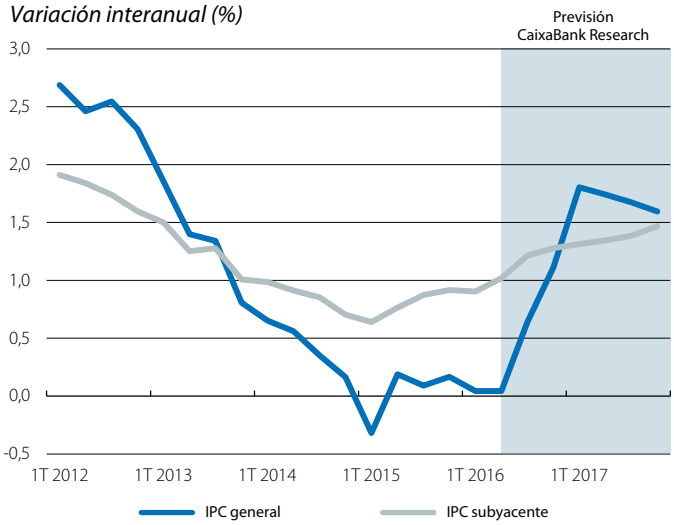
Continúa la recuperación gradual del mercado laboral. Los datos de cierre del 1T 2016 muestran una reducción sostenida, aunque lenta, de la tasa de paro en el conjunto de la eurozona, que se situó en el 10,2% (comparado con el 11,2% en marzo de 2015). La mejora también ha sido generalizada en los principales países. Concretamente, España ha contribuido de manera significativa a esta disminución, al cerrar el 1T 2016 con una

Eurozona: indicadores de consumo



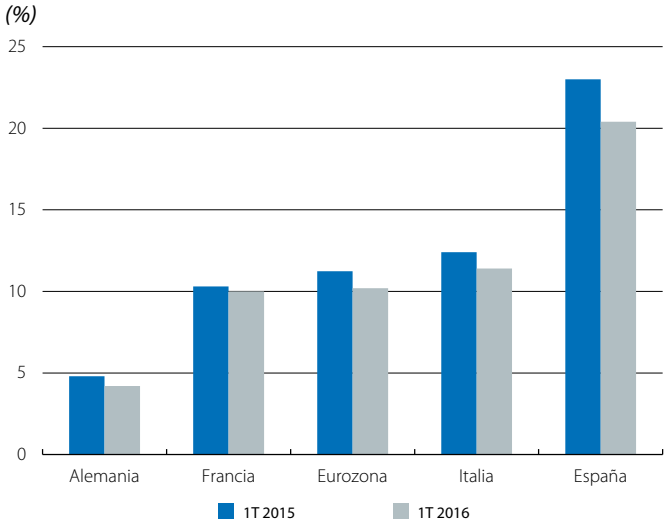
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: IPC armonizado



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

Tasa de paro



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

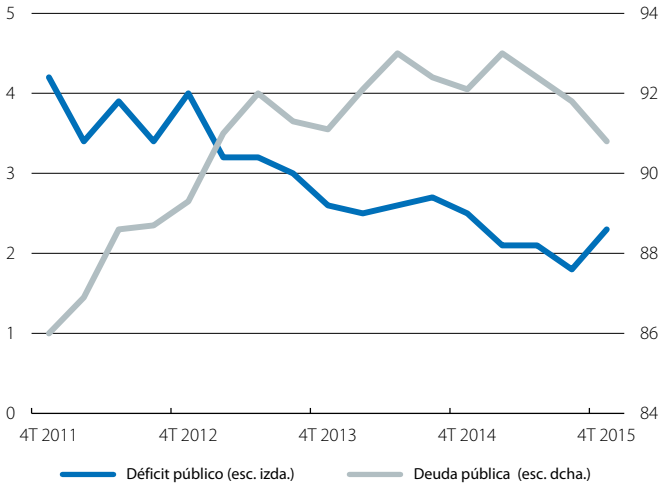
tasa de paro 2,6 p. p. por debajo de la de marzo de 2015. En el conjunto de la eurozona, la tasa de paro todavía se encuentra en niveles elevados y, según las previsiones de CaixaBank Research, irá disminuyendo de forma gradual de aquí en adelante. De nuevo, esta gradualidad pone de manifiesto la importancia de llevar a cabo reformas estructurales que, apoyadas por el entorno monetario acomodaticio, estimulen el crecimiento potencial de la economía y permitan acelerar la creación de puestos de trabajo.

La reducción de la deuda prosigue en el contexto de una política fiscal neutra. Junto con unas condiciones monetarias laxas, se espera que en 2016 la política fiscal adopte una posición neutra o ligeramente expansiva. De hecho, los datos de cierre de 2015 señalan un ligero repunte del déficit público en la eurozona en el 4T 2015, que, sin embargo, ha sido compatible con una disminución sostenida de la deuda pública en el último año, hasta el 90,8% del PIB. Por países, destacan las importantes reducciones de la deuda en Alemania, Holanda, Irlanda e Italia, aunque el nivel de estos dos últimos siga siendo elevado. Por el contrario, el endeudamiento respecto al PIB no se ha rebajado significativamente ni en Francia (aumentó en 0,4 p. p.) ni en España (disminuyó en 0.1 p. p.), que también mantienen un alto nivel de deuda. Así pues, las posiciones fiscales del 1T 2016 son muy distintas entre países, por lo que es importante que los más endeudados aprovechen el entorno favorable para continuar con el proceso de desendeudamiento y que los que presentan un mayor superávit aprovechen el margen para adoptar políticas fiscales más expansivas que impulsen el crecimiento.

Italia encara el problema del crédito dudoso con pequeños pasos. El Gobierno italiano anunció la creación de un fondo financiado por los principales bancos, aseguradoras y gestores de fondos para hacer frente al problema de los créditos dudosos. Estos se han disparado en los últimos años, llegando a superar el 20% del PIB italiano en 2014 y 2015, y son un lastre importante para la recuperación de la economía que se ha reflejado en las cotizaciones bursátiles de los principales bancos del país. Paralelamente a la creación del fondo, el Gobierno también ha anunciado que reformará las leyes de insolvencia para acelerar el proceso de reestructuración de los créditos dudosos. El tamaño del fondo, de 5.000 millones de euros, parece insuficiente, aunque su capacidad de compra total dependerá del nivel de apalancamiento y del factor de descuento aplicado a los activos.

Eurozona: déficit y deuda pública

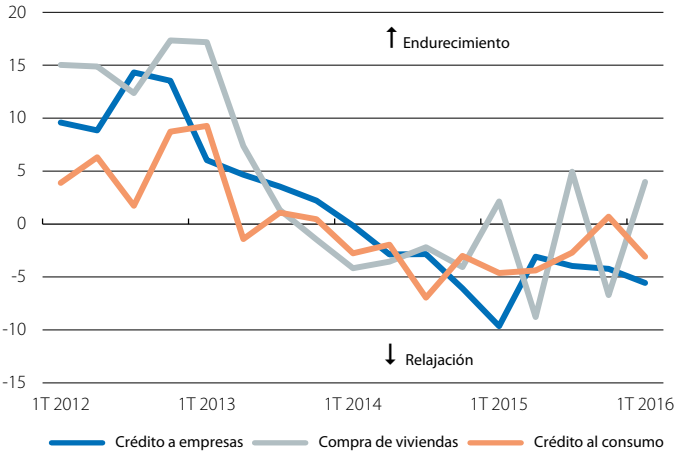
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

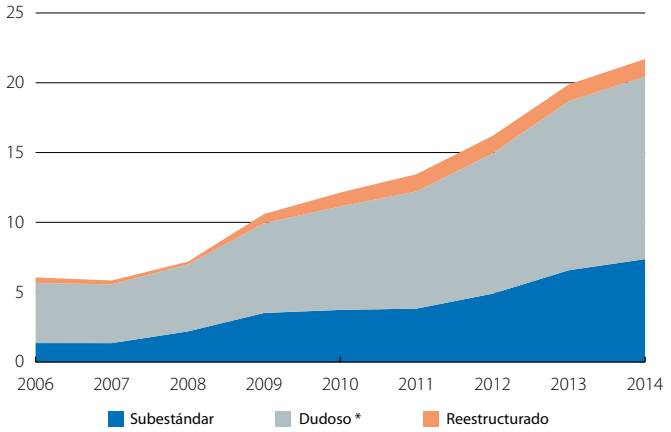
Entidades que endurecen (+) o relajan (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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

Crédito problemático de la banca italiana

(% PIB)



Nota: ** Incluye la exposición a cualquier prestatario en una situación de insolvencia y a cualquier prestatario cuyos préstamos no estén incluidos en otra categoría y que tengan posiciones en descubierto de más de 90 días.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Italia.*

FOCUS · *Brexit*: una apuesta con más costes que beneficios

El Reino Unido someterá a referéndum su permanencia en la UE el 23 de junio. Las encuestas y las casas de apuestas inglesas apenas dan una ligera ventaja a la permanencia, por lo que la probabilidad de una salida (el llamado *brexit*) no es baja.[1] En este Focus analizamos qué consecuencias económicas tendría para el Reino Unido la salida de la UE y a través de qué canales se materializarían.

El primer escollo para valorar los potenciales costes económicos del *brexit* es la falta de concreción sobre cómo se articularía la nueva relación entre el Reino Unido y la UE. La opción más favorable del abanico de escenarios posibles sería establecer una relación similar a la existente, cercana al modelo noruego o al suizo, mediante un acuerdo de libre comercio de bienes y de algunos servicios con la UE, la libre circulación de personas y la contribución al presupuesto europeo. La menos favorable implicaría que no se alcanzara un acuerdo comercial con la UE, que las relaciones comerciales se rigieran por la OMC, que no se permitiera la libre circulación de personas y que el Reino Unido no contribuyera al presupuesto europeo. El acuerdo al que se llegara en caso de una hipotética salida seguramente se situaría en un punto intermedio. El resto de la UE no tiene incentivos para ser muy generoso con el Reino Unido e intentaría utilizarlo como un ejemplo disciplinario para el resto de países. Pero el interés en que la economía británica siga prosperando es mutuo, por lo que el «castigo» tampoco podría ser muy severo. En cualquier caso, esta reflexión pone en evidencia el principal efecto del *brexit* sobre la economía británica a corto plazo: la incertidumbre que generaría el proceso de negociación. El tono y la duración de las negociaciones determinarían la confianza de los inversores y de los hogares.

En este sentido, el impacto sobre el sector financiero sería especialmente relevante, al ser más vulnerable a escenarios de repunte de la incertidumbre. Los canales a través de los cuales se manifestaría son múltiples (aumento de la prima de riesgo y de los costes de financiación, problemas de liquidez y depreciación de la libra) y la actuación del Banco de Inglaterra podría resultar decisiva para contener el contagio al resto de la economía. De hecho, la institución ya ha anunciado medidas preventivas para dar liquidez extra a las entidades financieras británicas.

Una vez alcanzado el acuerdo, el nuevo estatus del Reino Unido influiría en la economía a través del comercio, las finanzas, la inversión extranjera directa (IED), la regulación y los presupuestos públicos, entre otros. El canal comercial ha sido el más analizado: el incremento de los aranceles y de las barreras no arancelarias que podría conllevar el *brexit* reduciría sustancialmente los flujos comerciales. Además, el Reino Unido debería establecer acuerdos comerciales con terceros países y dejaría de participar en los que la UE cerrara en el futuro.

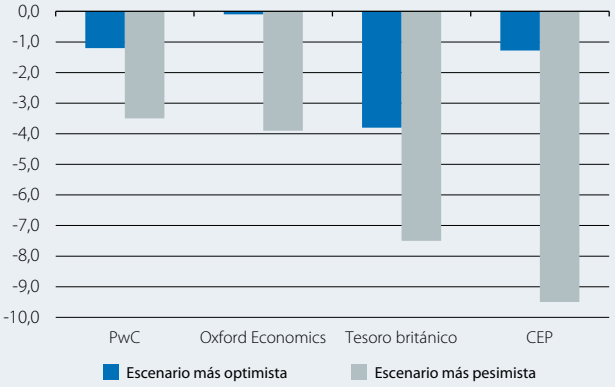
El sector financiero británico podría sufrir perjuicios importantes al perder el «pasaporte de servicios financieros» que permite operar con una sola licencia en toda la UE. Asimismo, el BCE podría restringir ciertas actividades financieras al interior de la eurozona, de manera que otros centros financieros europeos podrían ganar cuota de mercado y erosionar el liderazgo de la City. Los flujos de IED también podrían reducirse a medio plazo, porque una menor apertura restaría productividad a la economía británica, que, además, perdería atractivo como puerta de acceso al mercado único.

Dos canales con un impacto económico positivo para el Reino Unido serían una mejor adaptación de la regulación a las preferencias y necesidades de los británicos (se supone que la salida de la UE permitiría una mayor flexibilidad económica y legislativa) y la reducción de parte de la contribución británica al presupuesto de la UE (equivalente en los últimos años al 0,5% del PIB). Aun así, su envergadura es menor.

En conclusión, la mayoría de estudios que han analizado el impacto de la salida para el Reino Unido usando distintos modelos, hipótesis y canales coinciden en que los costes económicos del *brexit* podrían ser considerables. Por ejemplo, el Centre for Economic Performance (CEP) estima un impacto negativo a largo plazo, teniendo en cuenta el canal comercial y de las finanzas públicas, de entre el 1,3% y el 9,5% del PIB. Sin embargo, aunque el *brexit* difícilmente sea beneficioso para el Reino Unido desde un punto de vista económico, otros factores más emocionales, como el sentimiento antieuropeísta, pueden acabar determinando el resultado del referéndum.

Impacto económico del brexit *en el Reino Unido* *

Variación del nivel del PIB (%)



Nota: ** Los informes utilizan diferentes hipótesis y canales de transmisión. Aquí se reproducen sus escenarios más optimistas y más pesimistas a largo plazo (2030).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de PwC, CEP, Oxford Economics y HM Treasury.*

1. La probabilidad implícita de salida calculada a partir de los puntos de ventaja de las apuestas de William Hill estaría alrededor del 32% (7 de abril).

FOCUS ·¿Perdurará el superávit por cuenta corriente de la eurozona?

Después de la puesta en marcha del euro, el saldo por cuenta corriente de la eurozona se mantuvo equilibrado. Sin embargo, en 2011 inició una tendencia alcista que lo llevó a situarse en el 3% del PIB en 2015. En este Focus analizamos los principales elementos que están impulsando este cambio de tendencia, con el fin de determinar hasta qué punto son coyunturales.

La evolución del saldo corriente por países ofrece la primera pista de qué factores están empujando al alza el saldo corriente del conjunto de la eurozona. Así, se observa que los países de la periferia experimentaron importantes déficits antes de la crisis, que corrigieron de manera pronunciada entre 2008 y 2015 hasta alcanzar un superávit del 1,8%. Ello contrasta con lo ocurrido en los países del centro, los cuales, desde la puesta en marcha del euro, han mantenido un importante superávit corriente que se ha mantenido relativamente estable y que solo en el último año ha aumentado ligeramente. Por tanto, el cambio del saldo corriente de la eurozona se debe, sobre todo, a la corrección que ha tenido lugar en la periferia.

Los factores que explican esta corrección en los periféricos son múltiples. En primer lugar, la moderación de la demanda interna entre 2008 y 2012 contribuyó a la mejora del saldo por cuenta corriente, al reducir las importaciones. Parte de esta moderación fue temporal y, desde 2013, se está revirtiendo. Sin embargo, otra parte importante fue estructural, puesto que se espera que el crecimiento de la demanda interna sea inferior al experimentado antes de la crisis.[1] Este hecho ha supuesto una disminución de los desequilibrios por cuenta corriente.

Las mejoras de competitividad-precio de las exportaciones también han contribuido a impulsar el superávit de la cuenta corriente. El ascenso de la competitividad periférica se debe, en gran medida, a la reducción de los costes laborales unitarios frente a sus competidores.[2] Esta corrección es sobre todo estructural. Así, en parte es resultado de las reformas laborales que se han llevado a cabo y que han aumentado la flexibilidad de sus economías. Por otro lado, la depreciación del euro fue un factor cíclico que también favoreció la mejora de la competitividad-precio de las exportaciones dirigidas fuera de la eurozona. Aunque este es un factor común para los distintos países de la eurozona, es especialmente beneficioso para los de la periferia, pues sus exportaciones son más sensibles a las variaciones del tipo de cambio, al competir más en precio y menos en calidad.[3]

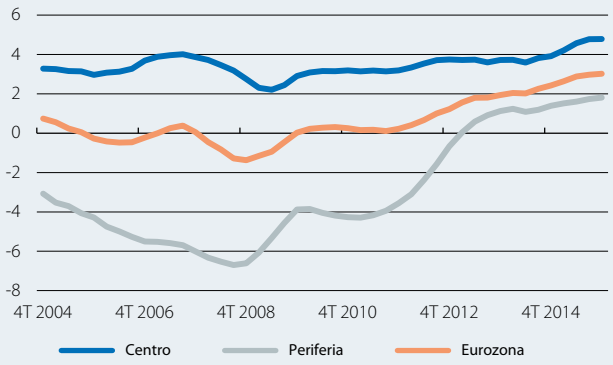
1. Comisión Europea, «European Economic Forecast, Spring 2015».
2. Por ejemplo, en España los CLU fueron en 2015 un 3,8% inferiores a los de 2008, mientras que en Alemania fueron un 19,3% superiores.

Finalmente, el descenso del precio del petróleo también ha contribuido a mejorar la balanza por cuenta corriente energética de la eurozona (en 2015, supuso una mejora de la balanza comercial del 0,7% del PIB).[4] En la medida en que una parte de la reducción del precio del crudo tiene carácter permanente, al estar ligada al aumento de la oferta como resultado de la explotación de depósitos petrolíferos no convencionales como el *shale oil*, la mejora de la balanza energética también se puede entender como tal. Otra parte es, sin embargo, temporal y la recuperación del precio del petróleo revertirá parte de la mejora del saldo corriente.

Los factores analizados indican, por tanto, que un parte importante de la mejora de la balanza por cuenta corriente responde a factores estructurales. Así lo corrobora un estudio llevado a cabo por la Comisión Europea, que precisamente sugiere que la mejora del superávit por cuenta corriente que tuvo lugar en el conjunto de la eurozona entre 2007 y 2015 (3,1 p. p. de PIB) se debe totalmente a factores estructurales.[5] También concluye que en los países de la periferia la mejora estructural es especialmente intensa, un fenómeno digno de aplauso y cuya consolidación debe custodiarse, dado que estas economías acumulan una elevada deuda externa neta. En cambio, los países del centro, que en general presentan una tasa de crecimiento limitada, pueden impulsar reformas que mejoren el crecimiento de la demanda interna, aunque ello suponga una reducción de su superávit por cuenta corriente.

Saldo por cuenta corriente

Acumulado de cuatro trimestres (% del PIB)



Nota: *Centro: Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Luxembugo, Países Bajos y Bélgica.* ***Periferia:*** *Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.* ***Eurozona:*** *saldo corriente fuera de la eurozona.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

3. Entre marzo de 2014 y abril de 2015, el tipo de cambio nominal efectivo se depreció un 13%. La apreciación de un 5% que registró entre abril de 2015 y marzo de 2016 ha revertido parcialmente esta evolución, lo que denota la importancia de las ganancias de competitividad estructurales.
4. FMI, «2015 External Sector Report - Individual Economy Assessments».
5. Comisión Europea, «European Economic Forecast, Spring 2015».

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	04/16
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,4	2,8	2,6	3,4	2,4	2,0	2,4	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	0,9	1,6	1,5	2,0	1,3	2,9	0,8	...	...
Confianza del consumidor	–10,2	–6,2	–5,2	–7,0	–6,4	–6,3	–8,8	–9,7	–9,3
Sentimiento económico	101,5	104,2	103,6	104,4	106,2	105,0	103,9	103,0	103,9
PMI manufacturas	51,8	52,2	52,2	52,2	52,8	52,3	51,2	51,6	51,5
PMI servicios	52,5	54,0	54,1	54,0	54,2	53,6	53,3	53,1	53,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	0,6	1,0	0,9	1,0	1,2	–	...	–	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	11,6	10,9	11,0	10,7	10,5	10,4	10,4	10,2	...
Alemania *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,7	4,6	4,4	4,3	4,3	4,2	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,4	10,5	10,2	10,1	10,2	10,0	...
Italia *(% pobl. activa)*	12,7	11,9	12,2	11,6	11,6	11,6	11,6	11,4	...
España *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	22,6	21,6	20,9	20,5	20,5	20,4	...

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	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Saldo corriente: eurozona	**2,6**	**3,4**	**3,1**	**3,3**	**3,4**	**3,3**	**3,3**	**...**
Alemania	7,3	8,5	8,0	8,3	8,5	8,5	8,6	...
Francia	–0,9	–0,1	0,1	0,2	–0,1	–0,2	–0,5	...
Italia	1,8	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	...
España	1,0	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**91,1**	**92,7**	**92,4**	**93,5**	**94,7**	**94,0**

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras [1]	–2,6	–0,1	–0,4	0,2	0,5	0,7	1,0	1,1
Crédito a hogares [1, 2]	–0,1	0,8	0,5	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	2,6	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,5	11,8	12,4	11,9	11,3	11,1	11,0
Otros depósitos a corto plazo	–2,0	–3,9	–4,0	–4,7	–3,9	–2,7	–2,6	–2,5
Instrumentos negociables	–7,2	3,0	5,7	2,0	0,6	–1,6	–1,9	–1,0
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	1,3	0,8	0,9	0,7	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.*

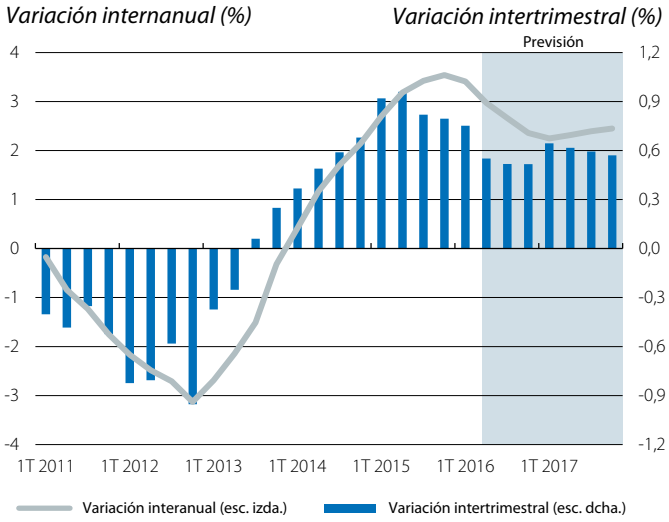
COYUNTURA · **Buen balance del inicio del año**

El PIB sorprendió al alza en el 1T y mantuvo el ritmo de crecimiento en el 0,8% intertrimestral, 1 décima por encima de lo previsto (3,4% interanual). A juzgar por la robustez de los indicadores de consumo, la demanda interna, favorecida por la tendencia continuada de creación de empleo, siguió siendo el principal impulsor del crecimiento. Por el contrario, lo más probable es que la demanda externa haya restado un poco al avance del PIB: el buen comportamiento de las exportaciones ha convivido con un intenso incremento de las importaciones, presionadas al alza por el dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, para este año se espera que el sector exterior vuelva a contribuir positivamente al crecimiento, aunque poco a poco y en cotas moderadas, gracias al fuerte aumento de las exportaciones y, en menor medida, a la leve desaceleración de las importaciones.

Perspectivas de crecimiento robusto para 2016. Según las estimaciones de CaixaBank Research, la economía española crecerá un 2,8% anual en 2016 (en comparación con el 3,2% de 2015). De acuerdo con este escenario, los indicadores siguen en niveles elevados, aunque algunos muestran una cierta desaceleración, como el índice PMI de servicios, que bajó ligeramente en el 1T (hasta los 54,7 puntos, respecto a los 55,9 del 4T), aunque se encuentra en una zona claramente expansiva. Otro indicador de actividad, la producción industrial, también experimentó un notable crecimiento, pero menor (del 2,6% interanual en enero y febrero, en promedio, respecto al 4,2% en el 4T). El mismo mensaje de solidez se desprende de la tendencia ascendente de la utilización de la capacidad productiva de la industria, que se sitúa en torno a su nivel histórico a pesar de haber registrado una cierta ralentización en el 1T. En cuanto a los indicadores de demanda, mientras que el ritmo de avance de las ventas minoristas del 1T siguió siendo sólido e incluso se aceleró respecto al del 4T, la confianza del consumidor empeoró un poco en los primeros compases del año, en parte por el reciente episodio de turbulencias financieras. Si bien la información disponible para el 2T es todavía muy incompleta, el índice de confianza empresarial muestra que la tendencia positiva se mantiene en el trimestre que empieza. En conjunto, por tanto, la evolución de todos los indicadores refuerza la visión de crecimiento sólido, aunque más moderado, para este año.

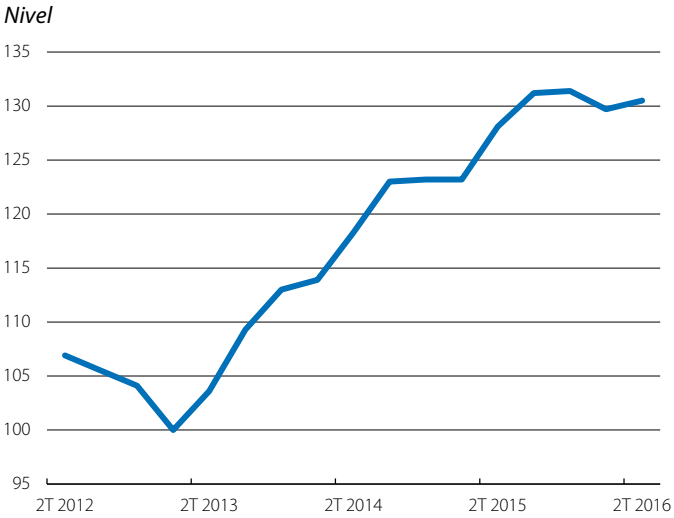
Cambios en la senda de ajuste del déficit público. El Programa de Estabilidad 2016-2019 presentado por el Gobierno, y todavía pendiente de la aprobación de Bruselas, contempla una relajación de la senda de consolidación fiscal. En concreto, el déficit previsto para 2016 se ha elevado 8 décimas, hasta el 3,6% (desde el 2,8%), y se ha pospuesto hasta 2017 la rebaja del déficit por debajo del 3% marcado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La nueva meta de déficit para 2016 se sitúa ligeramente por debajo del 3,9% previsto por CaixaBank Research. En cambio, a falta de conocer el detalle de las medidas concre-

PIB



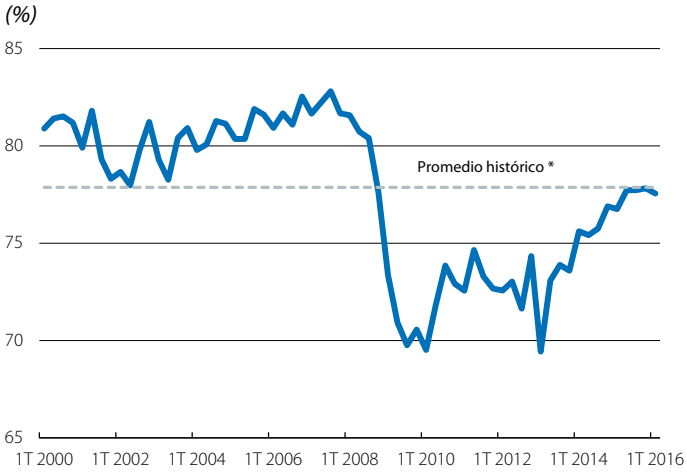
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Confianza empresarial



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

Grado de utilización de la capacidad productiva en la industria



Nota: ** Promedio histórico desde 1980.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía y Competitividad.*

tas recogidas en el nuevo Plan de Estabilidad, revisamos al alza la previsión de déficit para 2017 hasta el 3,1% en lugar del 2,1% anterior (véase el Focus «Déficit público: *¿eppur si muove?*» en este *Informe Mensual*). La revisión al alza del déficit público conllevará un mayor crecimiento de la economía, por lo que situamos el crecimiento previsto para 2017 en el 2,4%, una cifra acorde con el nuevo cuadro macroeconómico presentado por el Gobierno.

La recuperación del empleo sigue bien encarrilada. En el 1T, según datos de la EPA, el ritmo de avance de la ocupación fue notable y registró una variación trimestral del 0,9% en términos desestacionalizados (respecto al 0,8% del 4T). Este buen comportamiento del empleo era previsible dados los avances mensuales de afiliados a la Seguridad Social de enero a marzo, de 116.260 personas en total (datos desestacionalizados). Por sectores, los servicios experimentaron un fuerte empuje, aunque influyó el hecho de que este año la Semana Santa cayera íntegramente en marzo, a diferencia del año pasado. El aumento del empleo en la industria y la construcción fue ligeramente más contenido que en los trimestres anteriores, pero siguió en cotas elevadas. El hecho de que el sector privado haya mantenido el dinamismo durante los últimos meses, con una tasa de crecimiento interanual elevada, del 3,5% en el 1T (respecto al 2,1% del sector público) da solidez a la recuperación. Los datos, por tanto, van confirmando un escenario de mejora intensa del empleo que, sin embargo, debería desacelerarse poco a poco en los próximos meses.

La tasa de paro repunta ligeramente en el 1T, pero por motivos estacionales. El descenso habitual del empleo a principios de año, que en esta ocasión fue de 64.600 personas (datos sin desestacionalizar), causó un leve aumento de la tasa de paro, de 1 décima, hasta el 21,0%. El incremento habría sido todavía mayor si la población activa no hubiera retrocedido (en 52.700 personas). Cabe señalar, no obstante, que este movimiento transitorio al alza no implica una ruptura de la tendencia decreciente de la tasa de paro, que esperamos que prosiga y que cierre el año por debajo del 20%.

La mejora del mercado laboral contribuye a que el proceso de desapalancamiento del sector privado siga su curso. En el 4T 2015, se mantuvo la tendencia descendente de la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras, que se situó en el 67,5% y el 104,6% del PIB, respectivamente. La ratio entre el *stock* de deuda privada y el PIB continuará reduciéndose en los próximos trimestres, un proceso que seguirá siendo compatible con un incremento de los flujos de crédito hacia las familias y las empresas, gracias al aumento de la renta bruta disponible de los hogares y de los beneficios empresariales.

La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda el crédito. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en España, en el 1T los criterios de aprobación de los créditos a los hogares para el consumo y para la compra de vivienda se relajaron y los criterios para las pymes y las grandes empresas no registraron cambios. Asimismo, en febrero, la tasa de morosidad descendió hasta el 10,1% del crédito, gracias a que el crédito dudoso siguió contrayéndose a mayor velocidad que

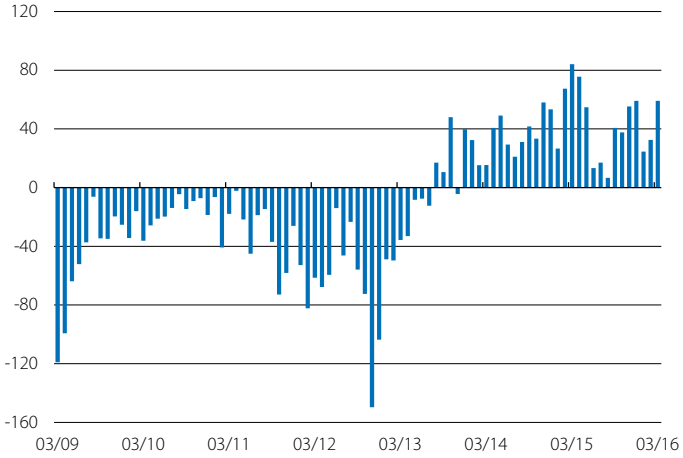
Cuadro macroeconómico previsto en el Programa de Estabilidad 2016-2019

	2015	Escenario nuevo		Escenario anterior *	
		2016	2017	2016	2017
PIB (variación interanual, %)	3,2	2,7	2,4	3,0	2,9
Empleo (variación interanual, %)	3,0	2,5	2,2	3,0	2,9
Tasa de paro (%)	22,1	19,9	17,9	19,7	17,6
Déficit público (% del PIB)	5,0	3,6	2,9	2,8	1,4
Deuda pública (% del PIB)	99,2	99,1	99,0	98,2	96,1

Nota: ** El escenario anterior corresponde a la actualización del cuadro macroeconómico presentado en julio de 2015.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad 2016-2019.*

*Afiliados a la Seguridad Social **

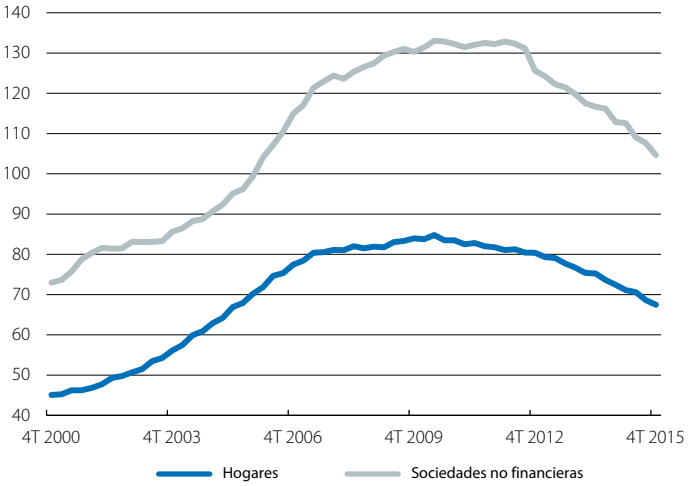
Variación intermensual (miles)



Nota: ** Serie desestacionalizada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MEySS.*

Deuda del sector privado

(% del PIB)



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

el saldo total de crédito. Esto último contribuye a que los balances bancarios estén cada vez más saneados, un ingrediente necesario para que aumente la oferta de crédito. Todo ello, por tanto, hace prever que en los próximos meses crezca el flujo de crédito hacia las familias y las empresas.

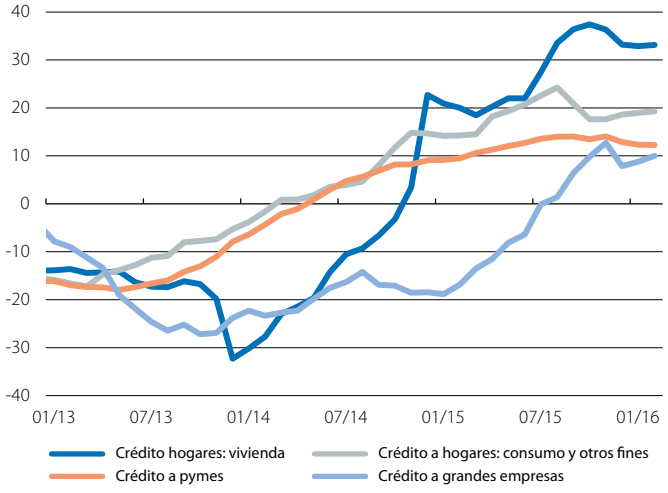
La mejora de la calidad de los balances bancarios también se refleja en la buena evolución del mercado inmobiliario. Tanto la notable creación de empleo, que ha sido clave para aumentar el poder adquisitivo de las familias, como la relajación de los criterios de aprobación de los créditos por parte de los bancos han impulsado las compraventas de viviendas. En concreto, estas últimas crecieron un 9,9% interanual en febrero (en el acumulado de 12 meses) y se situaron a niveles similares a los del inicio de 2012. Cabe señalar que la presión sobre los precios es muy distinta entre regiones, puesto que también lo son el *stock* de vivienda nueva por vender y el crecimiento de las compraventas.

La inflación retrocede 3 décimas en abril, hasta el –1,1%, mientras que la previsión de CaixaBank Research contemplaba una leve recuperación (de 1 décima). A falta del detalle por componentes, el descenso se explica principalmente por la bajada del precio de la electricidad y de los viajes organizados, en este último caso, motivada por el hecho de que este año la Semana Santa cayera íntegramente en el mes de marzo. Este retroceso de la inflación responde a factores puntuales y, por tanto, no modifica el escenario esperado de recuperación paulatina de los precios.

El bajo precio del petróleo favorece el saldo comercial a través del ahorro en la factura energética. Así, las exportaciones nominales de bienes avanzaron un 3,0% interanual en febrero (en el acumulado de tres meses), por encima de las importaciones, que crecieron un 1,9%. Sin embargo, excluyendo los bienes energéticos, el crecimiento de las importaciones siguió siendo elevado y superior al de las exportaciones, lo que redujo el saldo no energético. Dado que las perspectivas para los próximos meses contemplan que el consumo duradero siga avanzando a buen ritmo (y dado que España importa alrededor de dos tercios de los bienes duraderos consumidos), es previsible que el vigor de las importaciones no energéticas se mantenga (véase el Focus «El recorrido de las importaciones durante la recuperación» en este *Informe Mensual*). Con todo, en 2016 el saldo energético y el saldo de rentas seguirán mejorando gracias al descenso del precio del petróleo y de los tipos de interés. También lo hará el saldo de servicios según auguran la pujanza de las exportaciones de servicios no turísticos y los buenos datos del sector turístico. En este sentido, destaca el fuerte aumento del gasto total de los turistas internacionales que visitan España, del 8,0% interanual en febrero. En cuanto al saldo de bienes, la entrada de pedidos en la industria española recibió el impulso en febrero del mercado exterior, tanto de la eurozona como del resto del mundo, lo que sugiere que en los próximos meses podría mejorar el comportamiento de las exportaciones de bienes, respaldadas por una menor incertidumbre sobre la evolución de la economía global.

Nueva concesión de crédito

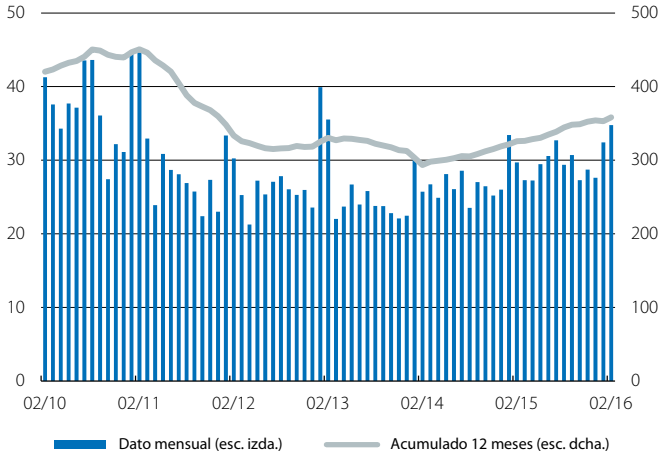
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



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

Compraventa de viviendas

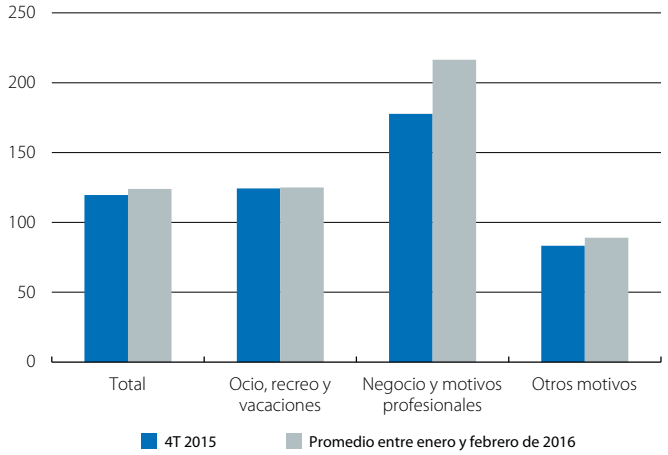
(Miles de viviendas) *Datos acumulados de 12 meses (Miles de viviendas)*



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

Gasto de los turistas internacionales según el motivo principal del viaje

(Euros por persona y día)



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

FOCUS · Las exportaciones españolas se consolidan

La debilidad de la demanda interna durante la recesión impulsó a muchas empresas a salir al exterior, de modo que el número de exportadores aumentó de 100.000 a 150.000 entre 2010 y 2013. Este incremento de la base exportadora es muy significativo porque, con los años, parte de estas empresas se convierten en exportadores regulares,[1] que son, como veremos a continuación, los que verdaderamente impulsan el crecimiento de las exportaciones.

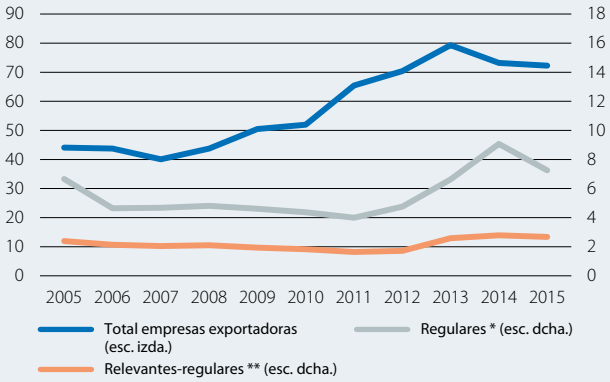
Comenzar a exportar es una decisión muy arriesgada para las empresas, ya que durante los primeros años la probabilidad de supervivencia en el mercado exterior es muy reducida: más de la mitad de las empresas que empiezan a exportar cesan su actividad en el exterior durante los dos primeros años y la mayoría de los fracasos ocurren en los cuatro o cinco años iniciales.[2] En España, según nuestras estimaciones, la tasa de supervivencia en el mercado exterior se ha mantenido relativamente estable durante la última década, alrededor del 12%,[3] lo cual, unido al fuerte aumento del número de empresas que comenzaron a exportar tras la crisis, ha propiciado que tanto el flujo de nuevos exportadores regulares como el de nuevos exportadores relevantes-regulares[4] haya crecido notablemente en los últimos tres años (véase el primer gráfico).

El aumento del *stock* de exportadores regulares, que pasó de 38.000 en 2012 a 48.000 en 2015, es especialmente importante, puesto que, una vez que las empresas superan el umbral de los cuatro años y se consolidan en el mercado externo, es más probable que aprovechen las economías de escala para incrementar el número de destinos a los que exportan y para intensificar las ventas en los mercados donde ya trabajan. Esto es, que hagan crecer tanto su margen extensivo como el intensivo. En cuanto al margen extensivo, no sorprende el hecho de que las empresas de mayor tamaño exporten a un mayor número de países, pero cabe destacar que, entre 2010 y 2015, ampliaran sus destinos en cinco países en promedio, mientras que las más pequeñas se mantenían estables, en 1,5 destinos por empresa. En cuanto al margen intensivo, puesto que el tamaño de un porcentaje considerable de las empresas que comenzaron a exportar era menor, el valor medio exportado por el total de empresas no ha crecido desde 2006. Sin embargo, sí que lo ha hecho el de los exportadores relevantes, un 35%, y especialmente el de los relevantes-regulares, un 44% (véase el segundo gráfico). Entre estos últimos, si bien es cierto que parte del incremento responde a que las grandes multinacionales españolas han intensificado sus ventas, también se explica por las nuevas empresas que se han convertido en relevantes-regulares.[5]

Finalmente, el flujo de nuevos exportadores de 2013-2015, un 20% superior al de 2010-2015, presagia que, con una tasa de supervivencia constante, el número de exportadores regulares crezca en los próximos años. Al experimentar crecimientos en sus márgenes intensivo y extensivo superiores al resto, serán capaces de impulsar las exportaciones españolas en el futuro a un ritmo elevado como el actual, superior al promedio de la década anterior a la crisis.

Flujos de nuevas empresas exportadoras

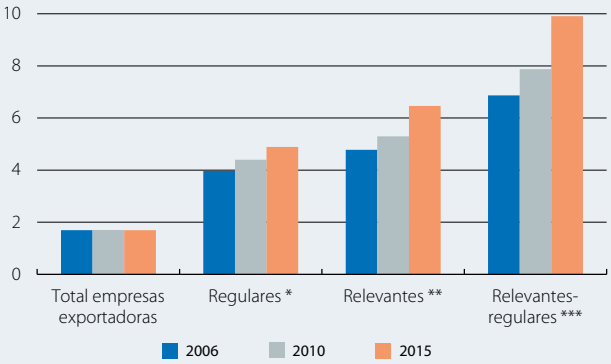
(Miles de empresas) *(Miles de empresas)*



Notas: ** Regulares: empresas que han exportado en los últimos cuatro años.*
*** Relevantes-regulares: empresas que han exportado > 50.000 € en los últimos cuatro años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del ICEX.*

Valor medio exportado por empresa

(Millones de euros)



Notas: ** Regulares: empresas que han exportado en los últimos cuatro años.*
*** Relevantes: empresas que exportan más de 50.000 €.*
**** Relevantes-regulares: empresas que han exportado > 50.000 € en los últimos cuatro años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del ICEX.*

1. Empresas que han exportado en el año de referencia y en los tres anteriores.
2. Véase Besedes, T. y T. Prusa (2011), «The role of extensive and intensive margins and export growth», Journal of Development Economics.
3. Definimos la tasa de supervivencia como el número de empresas que se convierten en regulares en el periodo t divido por el número de empresas que comienza a exportar en *t-3*. Nuestra estimación es coherente con la de otras economías desarrolladas como EE. UU. o la eurozona, según Besedes y Prusa.
4. Los exportadores relevantes-regulares son los que han exportado más de 50.000 euros en los últimos cuatro años.
5. Prueba de ello es que el valor medio exportado por empresa de las nuevas relevantes-regulares triplica el de las relevantes-regulares que cesan su actividad exportadora.

FOCUS · El recorrido de las importaciones durante la recuperación

Un fenómeno habitual de las etapas de recuperación, y esta no es ninguna excepción, es que los hogares y las empresas tomen las decisiones de consumo e inversión que habían pospuesto durante la crisis. Los principales afectados por estas decisiones suelen ser el consumo duradero y la inversión en bienes de equipo, sobre todo de transporte. Dado que son epígrafes con un contenido importador más elevado, no es de extrañar que expliquen gran parte de la pujanza actual de las importaciones en la economía española.[1] Como veremos, las perspectivas de crecimiento de ambas variables sugieren que las importaciones seguirán avanzando por encima de lo habitual.[2]

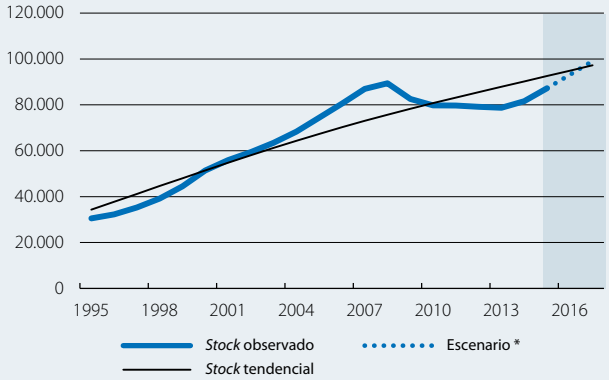
La inversión en bienes de equipo creció un 23,2% entre los años 2013 y 2015, después de retroceder el 38,2% entre 2007 y 2012. A pesar del fuerte crecimiento experimentado recientemente, todavía se mantiene por debajo del nivel anterior a la recesión, por lo que el recorrido al alza aún parece amplio. Se puede obtener una estimación un poco más precisa del margen de crecimiento a partir de la diferencia entre el *stock* de capital tendencial de los principales componentes de los bienes de equipo y el *stock* de capital estimado para 2015. Con este fin, descomponemos el *stock* de capital de bienes de equipo entre los bienes de transporte y el resto (maquinaria y otros bienes de equipo). Por lo que se refiere a los bienes de transporte,[3] el *stock* de capital estimado para 2015 era un 5,8% inferior al *stock* tendencial. Por tanto, si la inversión en bienes de equipo de transporte crece un 7% anual los próximos dos años, una cifra que parece razonable, el *stock* de capital alcanzará su nivel tendencial en 2017. En el resto de bienes de equipo, la diferencia entre el *stock* tendencial y el *stock* estimado en 2015 es similar, del 5,5%.[4] De todas formas, la velocidad a la que se está recuperando es inferior, por lo que probablemente tardará más de dos años en cerrar la brecha.

Tampoco parece que se haya agotado el margen para que el crecimiento del consumo de bienes duraderos se mantenga. Concretamente, después de retroceder un 38,2% entre 2007 y 2012, el consumo de bienes duraderos creció de manera notable entre 2014 y 2015 (un 27,7%). Sirva de referencia que, si se mantuviera el ritmo de crecimiento de los dos últimos años (12,6%), el nivel de 2007 se alcanzaría en 2017.[5] La encuesta mensual de la Comisión Europea a partir de la cual elabora el índice de confianza del consumidor también sugiere que en los próximos trimestres el consumo de bienes duraderos seguirá creciendo a buen ritmo. Así, el porcentaje de familias con una mayor expectativa de comprar bienes duraderos en los próximos 12 meses ha aumentado de forma significativa y ya supera el promedio histórico, tal y como recoge el segundo gráfico.

La implicación de este análisis para la evolución de las importaciones no energéticas es clara: no debería sorprender que en los próximos años sigan creciendo a un ritmo más elevado de lo habitual. En concreto, podrían aumentar alrededor de un 10%, comparado con un promedio histórico del 7%.

Stock de capital en equipo de transporte

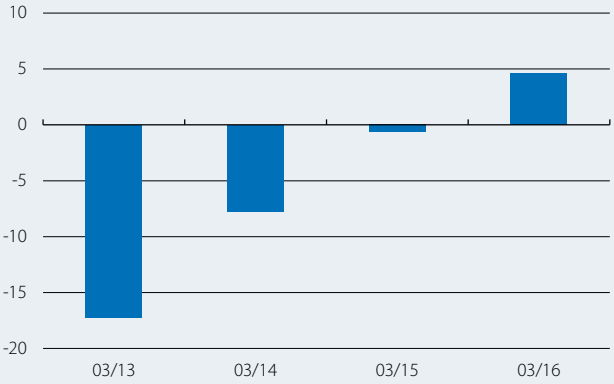
(Millones de euros)



Nota: ** El escenario asume un crecimiento de la inversión en equipo de transporte del 7% en 2016 y 2017.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de la base de datos de* stock *de capital de la Fundación BBVA e IVIE.*

Intención de compra de bienes duraderos

Diferencia respecto al promedio histórico (%)



Nota: *Respuesta a la pregunta sobre si espera hacer compras importantes (p. ej., muebles, electrodomésticos o equipos electrónicos) en los próximos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

1. España importa alrededor de dos tercios de los bienes duraderos consumidos y un tercio de los bienes de capital adquiridos. Las importaciones de bienes duraderos y de bienes de capital representan un 12,1% y un 9,5% del total de importaciones no energéticas, respectivamente.
2. En 2015, las importaciones de bienes en términos reales crecieron un 7,5%.
3. El último dato disponible es de 2013. Estimamos el *stock* de 2014 y 2015 a partir de las tasa de depreciación de cada tipo de bien y los flujos de inversión.
4. Estos representan el 78% del total del *stock* de capital en bienes de equipo.
5. El recorrido es superior si tenemos en cuenta que parte del *stock* de bienes de consumo duradero se ha depreciado durante los últimos años.

FOCUS · **Déficit público: *¿eppur si muove?***

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 5,0% del PIB al cierre de 2015 (en el 5,16% si se tienen en cuenta las ayudas a las instituciones financieras), lo cual supuso una reducción de 0,8 p. p. respecto al 5,8% registrado en 2014. Sin embargo, también sobrepasó en 0,8 p. p. el objetivo comprometido con Bruselas, una desviación significativa y difícil de justificar en un contexto en el que la buena evolución de la economía y los bajos tipos de interés han jugado a favor de la consolidación fiscal. De hecho, la política fiscal fue claramente expansiva en 2015.

Este año, se espera que la mejora económica y la evolución de los tipos de interés contribuyan de nuevo a la reducción del déficit público. Por el lado de los ingresos, el aumento del empleo, de la actividad económica y del consumo de los hogares permitirá que la recaudación siga creciendo. En particular, el incremento de la renta disponible de los hogares, que alcanzará el 3,0% en 2016, y la mejora de los beneficios empresariales seguirán aumentando la recaudación por IRPF, impuesto de sociedades e IVA. Por otro lado, los ingresos por cotizaciones sociales también aumentarán gracias al incremento de la ocupación, que se situará en el 2,5% según nuestras previsiones.

Por el lado del gasto, la marcada disminución del número de personas desempleadas, que se acercará al 10%, reducirá el gasto en prestaciones por desempleo. Asimismo, el pago de los intereses de la deuda pública seguirá decreciendo gracias al mantenimiento de un entorno de tipos muy bajos por parte del BCE.

Si, además de los factores cíclicos que afectan a las principales líneas de ingresos y de gastos, consideramos también el efecto que tiene el crecimiento del PIB nominal en la ratio del déficit público sobre el PIB, concluimos que la mejora del ciclo económico contribuirá a reducir el déficit público en 1,4 p. p., aproximadamente. De todas formas, alcanzar el nuevo objetivo propuesto por el Gobierno, del 3,6% del PIB, no se prevé fácil.[1] El acuerdo de no disponibilidad de crédito aprobado por el Gobierno, que implica una disminución del gasto de 0,2 p. p. del PIB, se sumará al efecto positivo que ejerce el ciclo económico sobre la reducción del déficit público.[2] Sin embargo, la menor presión fiscal propiciada por la reforma tributaria y el aumento del gasto en pensiones actuarán en sentido contrario, por lo que es probable que el déficit acabe situándose cerca del 4% del PIB.

En definitiva, todo apunta a que este año el proceso de consolidación fiscal continuará a un ritmo similar al de 2015. Pero es preciso recordar que el margen del que dispone la economía española es limitado. La deuda pública cerró 2015 en el 99,2% del PIB y la prima de riesgo se encuentra en niveles relativamente contenidos, gracias, en parte, a la contundente actuación del BCE. Ahora que el contexto económico es favorable, es el mejor momento para eliminar cualquier duda que ensombrezca el compromiso de situar las finanzas públicas en una posición saludable y capaz de ser un instrumento de política económica si el viento vuelve a soplar de cara.

1. En el Programa de Estabilidad 2016-2019, el Gobierno ha relajado la senda de consolidación fiscal. Sitúa el objetivo de déficit para 2016 en el 3,6%, respecto al 2,8% fijado en los Presupuestos Generales del Estado de 2016.
2. La actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019 recoge medidas de gasto adicionales pendientes de concretar por parte de las CC. AA., mediante acuerdos de no disponibilidad que supondrían una disminución del gasto equivalente a 0,2 p. p. del PIB.

Déficit público por Administraciones

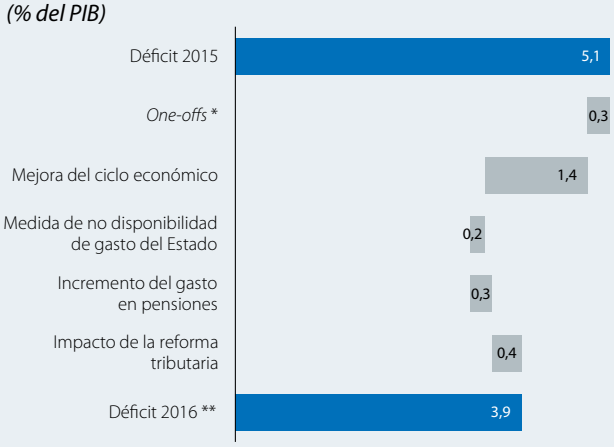
(% del PIB)

	2015			2016
	Objetivo [1]	Cierre [2]	Desviación [3] = [2]-[1]	Nuevo objetivo propuesto por el Gobierno *
Administración central	–2,9	–2,5	0,4	–1,8
Comunidades autónomas	–0,7	–1,7	–1,0	–0,7
Corporaciones locales	0,0	0,4	0,4	0,0
Seguridad Social	–0,6	–1,3	–0,7	–1,1
Total AA. PP.	**–4,2**	**–5,0**	**–0,8**	**–3,6**
Ayudas a instituciones financieras		0,1		
Total AA. PP. (con ayuda a instituciones financieras)		**–5,1**		

Nota: ** Objetivo pendiente de aprobación por la Comisión Europea.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de los datos de los PGE 2015, PGE 2016 e IGAE.*

Déficit público

(% del PIB)



Nota: ** Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras y gastos no recurrentes como la financiación del tratamiento de la hepatitis C y el incremento de la inversión pública motivado por la reclasificación de determinados contratos de colaboración público-privada.*
*** El gráfico recoge el impacto de las principales líneas de ingresos y gastos en el déficit de 2016.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de los datos de los PGE 2016, AiREF, Agencia Tributaria, Ministerio de Empleo y Seguridad Social e IGAE.*

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	04/16
Industria									
Consumo de electricidad	–0,1	1,6	–0,1	2,5	2,5	–3,1	–0,9	2,1	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	3,5	4,0	4,2	3,2	1,9	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–7,1	–0,3	0,9	0,7	0,3	–1,3	–2,7	–1,6	–2,2
PMI de manufacturas *(valor)*	53,2	53,6	54,8	52,8	52,5	55,4	54,1	53,4	...
Construcción									
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	–7,7	20,0	17,0	19,7	31,1	43,1	41,1	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	–5,6	10,8	10,2	12,3	11,6	9,9	9,9	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	7,2	5,6	5,9	5,0	4,8	5,4	5,8	6,4	...
PMI de servicios *(valor)*	55,2	57,3	58,3	58,1	55,9	54,6	54,1	55,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	2,8	3,3	3,4	3,7	3,9	3,9	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	13,6	23,1	17,1	12,2	12,6	–0,7	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	–8,9	0,3	1,6	–1,3	1,6	–0,9	–1,4	–5,1	–4,3

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

Indicadores de empleo

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Afiliados a la Seguridad Social [1]								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	2,2	2,4	2,7	3,0	2,9	2,6
Construcción	–1,6	4,7	5,6	4,6	4,1	3,3	2,7	1,8
Servicios	2,2	3,5	3,7	3,5	3,4	3,2	3,1	3,1
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,8	3,6	3,6	3,7	3,4	3,2
No asalariados	2,2	1,9	2,2	1,7	1,4	1,1	1,3	1,3
TOTAL	**1,6**	**3,2**	**3,5**	**3,3**	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**2,8**
Población ocupada [2]	**1,2**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**3,0**	**–**	**3,3**	**–**
Contratos registrados [3]								
Indefinidos	18,8	12,3	7,7	9,7	7,6	4,5	15,9	4,5
Temporales	13,1	11,2	11,2	9,7	11,8	1,9	11,9	4,7
TOTAL	**13,4**	**11,3**	**10,9**	**9,7**	**11,5**	**2,1**	**12,3**	**4,7**
Paro registrado [3]								
Menores de 25 años	–8,2	–11,0	–9,3	–13,4	–11,7	–12,1	–9,5	–11,1
Resto de edades	–5,3	–7,2	–7,4	–7,7	–7,5	–7,9	–7,8	–7,7
TOTAL	**–5,6**	**–7,5**	**–7,6**	**–8,2**	**–7,9**	**–8,3**	**–8,0**	**–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	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	04/16
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,3**	**–0,4**	**–0,3**	**–0,3**	**–0,8**	**–0,8**	**–1,1**
Subyacente	0,0	0,6	0,5	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	...
Alimentos sin elaboración	–1,2	1,8	1,9	2,3	2,5	3,3	0,8	2,2	...
Productos energéticos	–0,8	–9,0	–6,4	–9,7	–10,2	–10,3	–14,1	–14,8	...

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

Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Comercio de bienes								
Exportaciones *(variación interanual)*	2,5	4,3	4,4	5,4	3,4	3,8	2,1	2,7
Importaciones *(variación interanual)*	5,7	3,7	2,5	5,8	3,3	3,3	0,8	1,2
Saldo corriente	**10,2**	**15,1**	**11,9**	**14,3**	**15,1**	**15,1**	**14,9**	**15,5**
Bienes y servicios	26,0	25,7	27,3	27,1	26,5	25,7	25,4	25,4
Rentas primarias y secundarias	–15,7	–10,5	–15,4	–12,8	–11,4	–10,5	–10,4	–9,9
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**14,7**	**21,1**	**15,6**	**18,4**	**20,8**	**21,1**	**20,2**	**21,5**

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

Sector público

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

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

Nota: *1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	Saldo 02/16 [1]
Financiación a los sectores no financieros [2]									
Sector privado	–6,2	–3,9	–4,5	–3,9	–4,0	–3,1	–3,3	–3,6	1.629,4
Empresas no financieras	–7,1	–4,0	–4,7	–4,0	–4,3	–2,9	–3,4	–3,9	910,8
Hogares [3]	–5,1	–3,7	–4,2	–3,7	–3,6	–3,3	–3,2	–3,2	718,6
Administraciones públicas [4]	6,9	4,2	4,9	4,0	3,8	4,0	2,9	3,4	1.081,3
TOTAL	**–1,8**	**–0,9**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,1**	**–0,4**	**–0,9**	**–0,9**	**2.710,7**
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	–0,4	1.161,0
A la vista	10,8	18,5	17,9	19,5	18,8	17,7	17,9	15,1	388,6
De ahorro	5,8	12,9	10,5	12,3	13,7	15,2	14,1	13,0	254,5
A plazo	–7,6	–15,3	–13,5	–15,5	–16,3	–15,8	–15,1	–14,6	496,3
En moneda extranjera	1,1	5,6	8,9	10,5	5,1	–2,3	–4,2	0,1	21,7
Resto del pasivo [5]	–8,2	–13,0	–11,4	–11,5	–14,0	–15,1	–11,8	–19,0	91,3
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–2,3**	**–2,2**	**–2,3**	**–1,9**	**–0,9**	**–2,0**	**1.252,3**
Tasa de morosidad *(%)* [6]	**12,5**	**10,1**	**12,1**	**11,0**	**10,7**	**10,1**	**10,1**	**10,1**	**–**
Tasa de cobertura *(%)* [6]	**58,1**	**59,2**	**58,5**	**60,0**	**60,6**	**59,2**	**59,6**	**59,7**	**–**

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.*

DESCIFRANDO EL ENIGMA DE LA BAJA INFLACIÓN

¿Cómo se mide la inflación?

De todas las estadísticas oficiales, pocas tienen un impacto tan directo sobre la vida de los ciudadanos como el índice de precios al consumo (IPC). Los salarios, las pensiones de jubilación públicas, las tasas e impuestos específicos o los contratos de alquiler, por citar los ejemplos más relevantes, se suelen modificar, en parte, en función de la variación del IPC. En el ámbito de la política económica, su importancia tampoco es nada desdeñable. Sin ir más lejos, el objetivo que persiguen los bancos centrales es mantener la estabilidad de precios y, por lo tanto, medir la evolución de la inflación de forma precisa y puntual es fundamental para la formulación de la política monetaria. Sin embargo, los economistas han alertado en numerosas ocasiones de los errores de medida que se producen en el cálculo de los índices de precios. En este Dossier describimos cómo se calcula la inflación y señalamos los principales problemas de medida. Como veremos, unas cuestiones que *a priori* parecen meras curiosidades metodológicas pueden tener un impacto relevante sobre las decisiones de política económica.

La teoría microeconómica de la toma de decisiones del consumidor proporciona las propiedades que debería tener el índice de precios para reflejar con fidelidad la evolución del coste de la vida. Concretamente, debería medir el gasto mínimo necesario que debe realizar un hogar para obtener el mismo nivel de bienestar (o utilidad, en la jerga económica) a lo largo del tiempo.[1] Por tanto, debería tener en cuenta que los consumidores pueden sustituir los bienes consumidos en respuesta a un cambio en los precios relativos de los bienes. Asimismo, también debería considerar los nuevos bienes en el momento en que se empiezan a consumir y recoger los cambios en los hábitos de compra, como el aumento de las compras por internet, por citar un ejemplo.

Sin embargo, calcular un índice de precios de esta índole topa con importantes limitaciones, tanto por la disponibilidad de datos como por los retos metodológicos que plantea medir el bienestar de los consumidores. A modo ilustrativo, un índice del coste de la vida (ICV) debería reflejar la mejora de la calidad de vida por la aparición de nuevos tratamientos médicos o por cambios en la calidad de los bienes públicos, como el aire que respiramos. Estos bienes quedan totalmente excluidos del cálculo del IPC, ya que solamente incluye los bienes que suponen un pago monetario por parte del hogar. Así pues, aunque frecuentemente se hace referencia al IPC como un ICV, es importante señalar que dista mucho de serlo.[2]

En la práctica, el IPC, el índice de precios más utilizado para medir la inflación,[3] se calcula a partir de dos *inputs* básicos: una cesta de la compra que contiene los bienes y servicios que consume un hogar representativo y sus precios. Con estos datos se calcula el gasto necesario para adquirir la cesta con una frecuencia determinada, generalmente cada mes. La sencillez del cálculo contrasta con las dificultades metodológicas que supone su implementación en la práctica: ¿qué bienes deben incluirse en la cesta?, ¿con qué frecuencia deben actualizarse los bienes incluidos?, ¿en qué establecimientos deben recogerse los precios? y, la pregunta que quizá ha provocado más quebraderos de cabeza, ¿cómo distinguir qué parte del cambio en el precio se debe a un cambio en la calidad del bien?

Establecer una metodología del cálculo del IPC que responda de forma adecuada a estas preguntas es de suma importancia para que refleje lo mejor posible la evolución del coste de la vida. La literatura académica ha identificado tres sesgos relevantes. En primer lugar, los bienes que componen la cesta de la compra no se actualizan de forma inmediata cuando se producen cambios en los precios relativos de los bienes.[4] En este sentido, cuando aumenta el precio relativo de un bien, el gasto efectuado para comprar la cesta de bienes que conforma el IPC está sobreestimando el gasto que un hogar debe afrontar para adquirir una cesta que le proporcione la misma utilidad. Por ejemplo, cuando sube el precio de las manzanas, el consumidor las puede sustituir por peras y obtener un bienestar similar. Este sesgo se denomina de sustitución.

En segundo lugar, dado que la calidad de los bienes suele mejorar con el paso del tiempo, es necesario separar la parte de la variación del precio que es atribuible al cambio de la calidad del bien del cambio *puro* del precio. No hacerlo, o hacerlo de forma parcial, tenderá a sesgar el IPC al alza respecto al ICV. Finalmente, los nuevos bienes no se incorporan en la cesta del IPC hasta pasado un tiempo, generalmente unos años, desde su aparición en el mercado. Puesto que la caída del precio de un bien suele estar concentrada en los primeros años (considérese por ejemplo el caso de los productos electrónicos), la incorporación tardía en la cesta del IPC implica que la caída inicial de precios no se recoge en las estadísticas oficiales.

1. Desde un punto de vista teórico, el índice que recoge estas propiedades se conoce como índice del coste de vida (ICV).
2. En EE. UU., la incorporación del concepto del coste de la vida en el cálculo del IPC fue una de las principales recomendaciones de la comisión Boskin en 1996.
3. Además del IPC, la inflación puede medirse a partir de otros índices de precios que habitualmente publican los institutos nacionales de estadística, como son los precios de producción, precios de exportación e importación, etc. Otra medida comúnmente utilizada para medir la inflación es el deflactor del PIB. En EE. UU., la Fed no utiliza el IPC como principal índice de referencia sino el índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés).
4. Específicamente, se usa un índice de Laspeyres que fija las cantidades en el periodo base.

Ante la sospecha de que estos sesgos podían ser de una magnitud considerable, en 1996 se encargó a la comisión Boskin, formada por cinco prominentes académicos,[5] que cuantificara el error de medida del IPC de EE. UU. Los resultados de su informe generaron un gran revuelo: si bien se sabía que sobrevaloraba el aumento del coste de la vida, sus estimaciones establecieron que el sesgo era nada más y nada menos que de 1,1 p. p. anuales en 1995 y 1996. Aproximadamente la mitad del sesgo, 0,6 p. p., se atribuyó al sesgo de calidad.

Después de la publicación de este informe, cabe señalar que se han introducido importantes cambios metodológicos en el cálculo del IPC que muy probablemente han reducido estos sesgos. En concreto, se permite la sustitución entre bienes dentro de una categoría (manzanas golden por fuji, por ejemplo), pero no la sustitución entre categorías (cine por una película por internet). Los nuevos bienes se incorporan más rápidamente a la cesta, y se han hecho importantes avances metodológicos para ajustar las mejoras de calidad mediante el uso, por ejemplo, de métodos de regresión hedónica.[6]

A los problemas tradicionales para medir la inflación, hay que añadir los nuevos retos que suponen las nuevas tecnologías y la digitalización. Al aumentar la velocidad a la que se innova, el sesgo por la entrada de nuevos productos en el mercado y el sesgo de calidad posiblemente hayan aumentado también. Otra cuestión adicional es el tratamiento que debe darse a los bienes gratuitos, tan comunes en la nueva era digital, que quedan totalmente excluidos de las estadísticas oficiales. Ello puede generar un sesgo al alza en el cálculo del IPC, por ejemplo si los bienes gratuitos sustituyen bienes que antes suponían un gasto (como una llamada gratis a través de Skype en lugar de una llamada de teléfono).

Si bien la digitalización supone un importante desafío para las estadísticas oficiales, posiblemente la aplicación de estas nuevas tecnologías en su cálculo sea la solución. Por ejemplo, el uso cada vez más extensivo del escáner del código de barras en las tiendas permite recolectar una cantidad ingente de datos. En este sentido, están surgiendo nuevas iniciativas en el ámbito académico y empresarial relacionadas con el *big data* para explotar esta información, como es el caso del índice de precios digital desarrollado por Adobe junto con los economistas Peter Klenow y Austan Goolsbee. A partir de transacciones *on-line*, se registra la evolución de los hábitos de compra de los consumidores en función de los cambios en los precios de más de 1,4 millones de bienes (comparados con los 80.000 incluidos en el IPC). Lógicamente, este índice excluye todas las compras *off-line*, por lo que dista de ser representativo y no puede remplazar el IPC, pero, en cambio, puede ser más fiable para analizar la evolución del precio de determinados bienes electrónicos.[7]

Todas estas cuestiones metodológicas sobre el potencial sesgo en el cálculo de la inflación no serían muy relevantes si no fuera porque tienen implicaciones de política económica de primer nivel. El índice de precios se usa para deflactar los agregados macroeconómicos. En consecuencia, el crecimiento del PIB real podría ser superior al estimado por las estadísticas oficiales si la inflación está sobreestimada, tal y como apuntan economistas de la talla de Martin Feldstein.[8] Las diferencias en el cálculo de la inflación entre los distintos países también dificultan las comparaciones internacionales: si un país tiende a sobreestimar la inflación, en la comparativa internacional parecerá que tiene un peor desempeño en términos reales. A modo ilustrativo, si se excluye el componente de rentas imputadas del IPC estadounidense, tal y como hace el IPC armonizado europeo, se concluiría que el desempeño económico en términos reales de EE. UU. sería aún mayor que el de la eurozona.[9]

Los errores de medida de la inflación también pueden tener un impacto importante para la política monetaria: si la verdadera inflación es más baja que la publicada, el margen para aumentar los estímulos monetarios sería más amplio. Y también para las cuentas públicas, dado que las pensiones públicas o las deducciones fiscales en muchos países se indexan al IPC. A este respecto, un estudio del servicio de investigación del Congreso de EE. UU. estima que la adopción de un IPC encadenado[10] en lugar del IPC tradicional reduciría el déficit público en 69,3 billones de dólares en 2023.

En definitiva, medir bien la inflación no es una tarea sencilla pero su importancia obliga a no escatimar esfuerzos. En este sentido, las nuevas tecnologías ofrecen una oportunidad única para mejorar la fiabilidad de las estadísticas oficiales que no debería desaprovecharse.

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

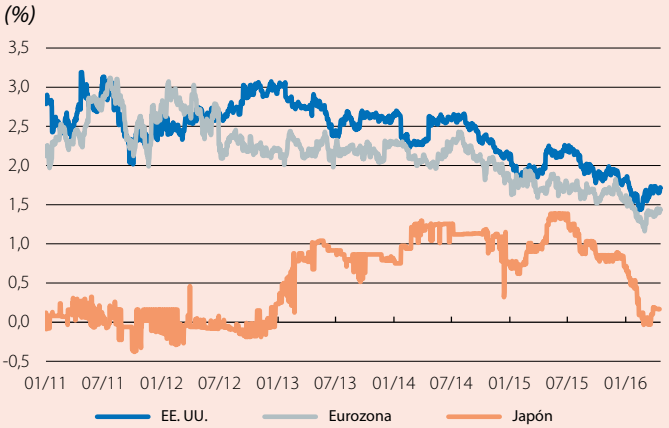
5. Los cinco miembros de la comisión fueron Michael Boskin, Ellen Dulberger, Robert Gordon, Zvi Griliches y Dale Jorgenson.
6. Este método parte de la hipótesis de que el precio de un artículo se puede expresar en función de un conjunto de características mediante un modelo de regresión, que aproxima el valor de cada una de las características que componen el bien. Sin embargo, para llevar a cabo el ajuste del modelo de regresión, es necesario un gran número de observaciones y un conocimiento muy especializado del producto, por lo que, en la práctica, se usa para un número reducido de bienes. En España, por ejemplo, el INE emplea modelos de regresión hedónica para hacer ajustes de calidad en dos artículos: lavadoras y televisores.
7. Según el índice de precios digital, el precio de los ordenadores cayó un 13,1% interanual en enero de 2016, comparado con el retroceso del 7,1% según el IPC.
8. «The U.S. Underestimates Growth», Wall Street Journal, 18 de mayo de 2015.
9. La principal diferencia en el cálculo del IPC entre EE. UU. y Europa radica en el tratamiento de los servicios que los hogares reciben por una vivienda en propiedad. Mientras que EE. UU. imputa un alquiler equivalente, en Europa se excluye del IPC armonizado.
10. El IPC encadenado permite la sustitución entre bienes ante cambios en los precios relativos o cambios en los hábitos de consumo.

Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación de los mercados financieros

A lo largo del último año y medio, las expectativas de inflación de los países desarrollados han mostrado una evolución que puede parecer inquietante, al menos a primera vista. El descenso ha sido particularmente acusado en las expectativas reflejadas en los precios de los activos financieros de EE. UU., la eurozona y Japón. Ante esta circunstancia, inversores, analistas y miembros de bancos centrales han alertado del riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación (EI) a largo plazo. Sin embargo, la lectura «en bruto» de estos indicadores puede conducir a conclusiones sesgadas o erróneas. Para valorar si la preocupación está justificada deben analizarse dos cuestiones: a qué responde la flexión a la baja de las EI y hasta qué punto las EI contenidas en instrumentos financieros reflejan de forma precisa las verdaderas, e inobservables, expectativas de inflación (VEI).

Una de las medidas más utilizadas para aproximar las expectativas de inflación se basa en la diferencia entre las rentabilidades de un bono nominal y uno indiciado a la inflación. Esta diferencia es la denominada *breakeven inflation rate* (BEIR).[1] La BEIR a 10 años ha pasado en EE. UU. del 2,2% a finales de 2014 al 1,5% en la actualidad, en Europa el descenso ha sido menos acusado, del 1,1% al 0,9%, y en Japón se ha reducido del 1,1% al 0,3%. Las BEIR a cinco años dentro de cinco años (*five year, five year forward BEIR*), menos sujetas a las distorsiones causadas por *shocks* temporales a la tasa de inflación como los derivados de las fluctuaciones del precio del petróleo y que aproximan las expectativas de inflación a medio y largo plazo, han mostrado una dinámica muy similar: han descendido 6 décimas en EE. UU. desde finales de 2014, hasta el 1,7% actual, 6 décimas también en la eurozona, hasta el 1,4%, y cerca de 1 p. p. en Japón, hasta el 0,1%. Por su parte, los *swaps* ligados a la inflación (*inflation linked swaps*) muestran caídas acordes con las observadas en las BEIR, tanto en el caso de las EI a 10 años como en su versión *forward*. En cuanto a los mercados de opciones sobre la inflación, destaca el reciente aumento de primas para cubrirse de escenarios desinflacionistas a medio plazo.[2]

Expectativas de inflación a cinco años, a cinco años vista *



Nota: ** Obtenidas a partir de bonos indiciados a la inflación. En el caso de Japón, a partir del mercado de* swaps.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Las BEIR, sin embargo, no solo reflejan las VEI de los agentes que participan en los mercados de bonos o *swaps*, sino que contienen otros componentes no directamente observables; en concreto, una prima de riesgo por inflación (PRI) y una prima de riesgo de liquidez (PRL). La primera está asociada a la incertidumbre que los agentes otorgan a que la VEI no coincida con la inflación que acabará materializándose, mientras que la segunda recoge la compensación que reciben los inversores a causa de la menor liquidez de los bonos indiciados respecto a sus parientes, los bonos nominales. La PRI aumenta con el grado de incertidumbre (mayor dispersión de las expectativas), lo que se traduce, *ceteris paribus*, en aumentos de la BEIR (el tenedor de un bono nominal exige una mayor rentabilidad porque está sujeto a este riesgo). Por el contrario, eventuales aumentos de la PRL reducen, *ceteris paribus*, las BEIR.[3]

En el plano empírico, diversos estudios de la Reserva Federal (Fed) se han centrado en el caso estadounidense para tratar de determinar qué factores, y en qué proporción, han provocado el descenso de los indicadores de compensación por inflación. Aunque los resultados no siempre son coincidentes, fruto, en la mayoría de las ocasiones, de la metodología de estimación empleada, indican que la VEI permanece bien anclada, en niveles entre el 2% y el 2,5%, y atribuyen el grueso del descenso de las BEIR a la PRL y, en menor medida, a la PRI. En relación con esta última, diversos autores han hallado que el grado de dispersión de las EI basadas en encuestas realizadas a diferentes colectivos ha descendido significativamente en los últimos años, en concor-

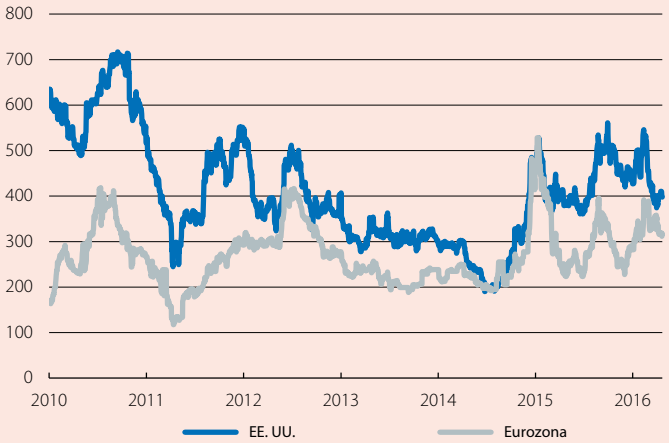
1. En caso de que el lector desee una descripción detallada sobre cada uno de los instrumentos financieros que se mencionan en este artículo, véanse el Focus «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso» y el Dossier «Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles» del IM04/2014 y del IM02/2015, respectivamente.
2. En particular, han repuntado las probabilidades asignadas a un escenario de inflación por debajo del 2% en EE. UU. y del 1% en la zona euro en los próximos cinco años.
3. En particular, $VEIt,T = BEIRt,T - PRIt,T + PRLt,T$. Para más detalles, véase D'Amico, S., Kim, D. y Wei, M. (2014); «Tips from TIPS: the informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices». Finance and Economics Discussion Series 2014-24, Board of Governors of the Federal Reserve System.

dancia con la tendencia bajista que han mostrado diferentes estimaciones de la PRI, pero ello puede explicar una pequeña parte del descenso reciente de las BEIR (menos de 10 p. b.).[4] Por su parte, se estima que la PRL ha aumentado alrededor de 70 p. b. Dicho aumento obedecería, en buena parte, a los efectos derivados del desplome de los precios del crudo y a los episodios de volatilidad que se han sucedido en la escena financiera internacional en 2015 y a inicios de 2016.[5] Si bien es cierto que las PRL han mostrado una tendencia decreciente a largo plazo, como consecuencia del tamaño y la profundidad crecientes del mercado de bonos indiciados, los episodios de turbulencias financieras siempre han estado acompañados de repuntes significativos de las primas de liquidez. Este fenómeno ha sido una realidad en la segunda mitad de 2015 y comienzos de este año, cuando el *shock* del mercado petrolero y los temores a una desaceleración aguda del crecimiento mundial propiciaron fuertes alzas de la aversión global al riesgo y una huida hacia activos considerados seguros *(flight to quality)*, principalmente bonos del Tesoro (nominales) estadounidenses, alemanes y japoneses.

El corolario de lo expuesto hasta ahora es triple. En primer lugar, pese al descenso pronunciado de diversas medidas de compensación por inflación, la VEI permanece, en líneas generales, anclada en torno al objetivo de inflación de la Fed. En segundo lugar, la PRL constituye la principal explicación de estos descensos desde finales de 2014. Por último, la magnitud de este componente es susceptible de aumentar de forma súbita y abrupta en periodos de agitación financiera, lo que confiere un poder informativo menor a variables como las BEIR y las tasas de los *inflation linked swaps* en este tipo de circunstancias. Aun así, dada la incertidumbre existente en torno a las estimaciones sobre las primas de riesgo implícitas en las BEIR, no se puede descartar que las VEI hayan podido flexionar levemente a la baja en los últimos meses, tal y como sugieren algunas encuestas a profesionales en EE. UU. Una posible explicación de este descenso procedería del proceso de formación de las expectativas de inflación de los agentes, que adolecería de sesgos como el de la miopía, consistente en extrapolar la dinámica actual de la inflación al futuro.[6]

Primas de las opciones de inflación a cinco años *

(p. b.)



Nota: ** Para EE. UU., floor del 2% y para la eurozona, floor del 1%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

En suma, las oscilaciones de las primas de riesgo contenidas en los precios de los activos financieros dificultan la observación de la verdadera expectativa de inflación. En periodos de elevada incertidumbre y volatilidad financiera, la PRL representa el principal escollo para computar dicha expectativa, por lo que la identificación de esta prima de riesgo es indispensable. Una vez detraídos ambos componentes, diversas estimaciones de la VEI muestran que esta permanece alineada con el objetivo del 2% de la Fed, lo que sugiere que las expectativas de inflación en EE. UU. están bien ancladas.

Carlos Martínez Sarnago
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

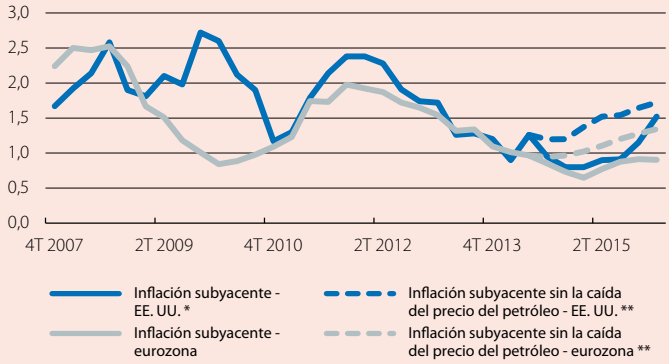
4. Véase Nechio, F. (2015), «Have Long-Term Inflation Expectations Declined?». Economic Letter 11/2015, Federal Reserve Bank of San Francisco.
5. Véase Gospodinov, N. *et al.*, (2016). «Are Long-Term Inflation Expectations Declining? Not so Fast, Says Atlanta Fed» Macroblog, Federal Reserve Bank of Atlanta.
6. Sobre esta cuestión, véase Faust, J. y Wright, J. (2013). «Forecasting Inflation», Handbook of Economic Forecasting, vol. 2A.

En busca de la inflación perdida

En 2016, EE. UU. habrá encadenado seis años de crecimiento económico positivo y la eurozona, algo más rezagada en su recuperación, anotará ya su tercer año de ascensos desde la gran crisis económico-financiera global. Sin embargo, pese a que ambas economías se encuentran en una fase avanzada del ciclo y pese a años de política monetaria ultraexpansiva, sus respectivas tasas de inflación todavía marcan registros anémicos.[1] En concreto, en marzo la inflación estadounidense se situó en el 0,9% y la de la eurozona, en el –0,1%. ¿A qué se debe esta falta de vitalidad inflacionista?

Inflación subyacente eliminando los efectos depresivos de la caída del precio del petróleo

Variación interanual (%)



Notas: ** Inflación subyacente sin alquileres para EE. UU. ** Se asume que la inflación subyacente avanza igual que el componente energético a partir de julio de 2014. En el modelo estimado usamos datos para la eurozona (UE-15) y Estados Unidos del 1T 2002 al 1T 2016.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y Bureau of Labor Statistics.*

La fuerte caída del precio del petróleo (un 76% entre mediados de 2014 y principios de 2016) y de la cotización de otras materias primas explica buena parte del escaso vigor de la inflación. Por este motivo, es aconsejable analizar la inflación subyacente, libre de la volatilidad del componente energético y de los alimentos. Así, en EE. UU., la inflación subyacente[2] se situó en un considerable 1,5% en marzo, pero se mantuvo por debajo del 1% en promedio durante 2014 y 2015, un nivel significativamente inferior al objetivo de la Reserva Federal estadounidense, del 2%. En la misma línea, en la eurozona la tasa de inflación subyacente también se ha situado en cotas por debajo del 1%, en promedio, desde principios de 2013.

Sin embargo, antes de adentrarnos en el estudio de la falta de vigor inflacionista, es relevante matizar otra particularidad sobre los precios: la caída del precio del crudo también ha tenido efectos depresivos en las tasas subyacentes. En particular, ha rebajado los costes de producción y de transporte, presionando a la baja el precio de otros productos (efecto indirecto). Asimismo, también podría haber rebajado las expectativas de inflación de los agentes, lo que a su vez se suele traducir en menores presiones inflacionistas (efecto de segunda ronda).[3] A modo ilustrativo, un cambio en las expectativas de inflación influye en la negociación de los salarios entre empresarios y trabajadores, de tal manera que caídas en las expectativas de inflación promueven menores incrementos salariales y, en consecuencia, menores presiones al alza sobre la inflación. Según nuestras estimaciones, estos efectos no están siendo despreciables. Por ejemplo, sin los efectos indirectos y de segunda ronda, la inflación subyacente estadounidense y la de la eurozona se habrían situado 4 y 3 décimas, respectivamente, por encima de los registros alcanzados en 2014 y 2015 (véase el primer gráfico).[4]

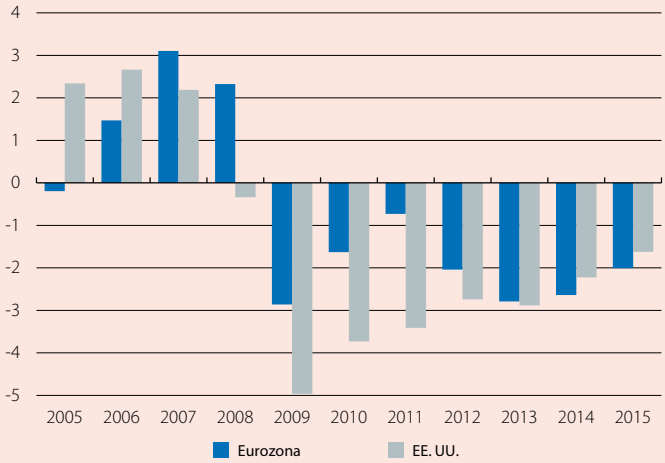
Llegados a este punto, tal vez lo que más sorprenda no sean tanto las moderadas tasas de inflación como la lentitud con la que se está llegando a las cotas del 2%. La curva de Phillips es el marco teórico habitual para analizar la dinámica de la inflación y pone el énfasis en la relación negativa que se observa entre la inflación y la brecha de producción, u *output gap* (PIB registrado menos PIB potencial),[5] a lo largo del ciclo económico: *output gaps* negativos tienden a presionar la inflación a la baja, mientras que *output gaps* positivos la presionan al alza. Pues bien, el *output gap* del conjunto de las economías avanzadas se emplazó en territorio negativo en 2009 después de años de *gaps* positivos y, aunque la brecha se ha ido cerrando desde entonces de forma más o menos constante, todavía se sitúa en cotas negativas. Concretamente, la eurozona está más lejos de cerrar su brecha de producción que EE. UU. Sin duda, esta lenta recuperación de la actividad económica, especialmente en la eurozona, explica buena parte de la atonía inflacionista. En otras palabras, las economías avanzadas no han llegado a su pleno potencial productivo, por lo que no debe extrañarnos que no muestren presiones inflacionistas todavía (véase el segundo gráfico).

1. En este mismo Dossier, véase el artículo «Breve historia de la inflación como fenómeno monetario» que analiza el crecimiento de la oferta monetaria como factor clave en la determinación de la inflación en el largo plazo.
2. Para EE. UU. usamos la inflación subyacente y sin alquileres imputados, pues su cálculo es más parecido al de la inflación subyacente de la eurozona.
3. Véase el Focus «Baja inflación: ¿petróleo y nada más? del IM03/2016.
4. Probablemente, el efecto indirecto ha sido el más importante, ya que, como se comenta más adelante, las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables durante los últimos años.
5. Un *output gap* negativo implica que existe un exceso de capacidad productiva en la economía no utilizado (véase el artículo «PIB potencial, un concepto clave pero difuso» del Dossier del IM05/2013).

Con todo, en este punto es importante mencionar la dificultad en la medición del PIB potencial, y, por ende, del *output gap*. De hecho, el margen de error en la estimación de esta variable teórica ha aumentado de manera considerable en los últimos años, dado que, a raíz de la fuerte y prolongada crisis, parte de la capacidad productiva ha quedado obsoleta después de años de inactividad. Así, indicadores más directamente medibles de la capacidad productiva, como los referentes al mercado laboral, muestran que la brecha de producción posiblemente es menor que la que muestra el *output gap*, lo cual debería haber comportado mayores presiones inflacionistas.

Output gap

Desviación respecto al PIB potencial (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2016).*

Por otro lado, según numerosos estudios, la sensibilidad de la inflación a movimientos de la brecha de producción ha ido disminuyendo durante los últimos años: para un mismo *output gap* se observa una menor tasa de inflación. Esta menor sensibilidad, conocida como «aplanamiento de la curva de Phillips», fue uno de los argumentos presentados en numerosos estudios para explicar por qué no hubo desinflación durante la crisis financiera de 2008 cuando los *output gaps* en los avanzados cayeron bruscamente hasta cotas muy negativas (la «desinflación perdida»).

Además de los problemas de medida de la brecha de producción, el fuerte aumento de las relaciones comerciales y financieras entre países, la globalización, se esgrime como una de las causas del aplanamiento de la curva de Phillips. Dicho fenómeno ha favorecido que las economías avanzadas importen cada vez más bienes y servicios procedentes de países con costes de producción más bajos, lo que presiona a la baja el precio final para el consumidor local. O, recuperando el marco conceptual propuesto por la curva de Phillips, la inflación de un país cada vez está más determinada por la brecha de producción a nivel global, en vez de la del propio país. Sin embargo, esta explicación, aunque muy intuitiva, no ha sido validada empíricamente con rotundidad: hay estudios que la corroboran, entre los que destaca el de Borio y Filardo (2007), y otros que no encuentran un impacto claro, como los del FMI o White (2008).[6]

Finalmente, un segundo factor que parece que está favoreciendo el aplanamiento de la curva de Philips es la mayor estabilidad de las expectativas de inflación. Concretamente, la capacidad que han demostrado los bancos centrales de mantener la inflación baja y estable ha conllevado que las expectativas de inflación sean también más estables. Como se ha comentado anteriormente, el anclaje de las expectativas de inflación acaba favoreciendo, precisamente, que la inflación también sea más estable. En particular, las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores estadounidenses se han mantenido constantes durante los últimos seis años, en torno al 2,8%, a pesar de que la economía ha pasado de una profunda recesión a una notable recuperación.[7]

En definitiva, distintos elementos han contribuido a la falta de dinamismo de la inflación. Entre ellos, destacan el fuerte descenso del precio del petróleo, una recuperación económica más lenta de lo habitual, una menor sensibilidad de la inflación a la actividad económica y unas expectativas de inflación más ancladas gracias al aumento de la credibilidad de los bancos centrales. Sin embargo, a lo largo de 2017, esperamos un notable repunte de las tasas de inflación, tanto en EE. UU. como en la eurozona, por la recuperación del precio del crudo y la continuidad en el cierre de los *output gaps*.

Clàudia Canals y Nadim Elayan Balagué
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

6. Véase, Borio, C. y Filardo, A. (2007) «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation»; White, W. (2008), «Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation», BIS Working Paper No. 250; y FMI, «World Economic Outlook October 2013» «The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping?», chapter 3.
7. Véase el artículo «Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación de los mercados financieros» en este mismo Dossier para un estudio más amplio de las medidas de expectativas de inflación de mercado. Véase también el artículo «Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles» en el Dossier del IM02/2015.

Breve historia de la inflación como fenómeno monetario

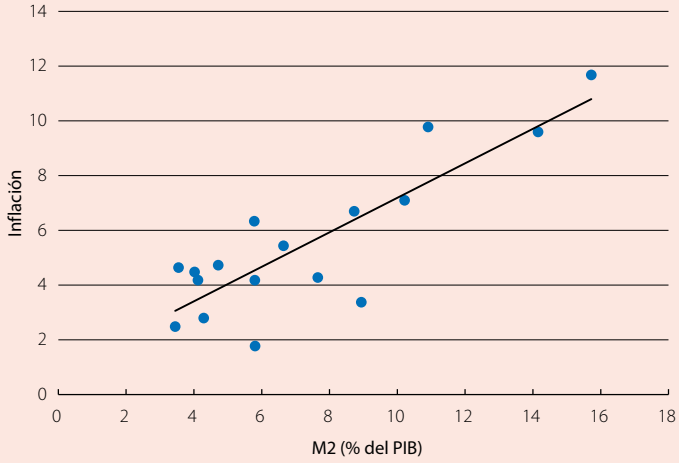
¿Qué niño no soñó con una máquina de imprimir dinero? ¡Todos los juguetes del mundo a nuestro alcance! Sin embargo, lo que nuestra imaginación no tenía en cuenta es que el dinero sirve principalmente como medio de intercambio, por lo que cuanto más dinero haya en la economía más costarán los bienes y servicios: de nada sirve que nos dupliquen el sueldo si también lo hace el coste de la vida. La actualidad económica, sin embargo, contradice este sencillo razonamiento, al menos en apariencia: los programas de estímulo monetario de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. y del Banco Central Europeo (BCE), entre otros, han provocado un fuerte aumento de la creación de dinero en los últimos cinco años, pero la inflación, lejos de dispararse, se mantiene persistentemente por debajo del objetivo de los bancos centrales. A continuación analizamos el porqué de esta aparente contradicción.

La idea de que a mayor oferta de dinero, mayor inflación es, de hecho, una de las leyes con más historia en la disciplina económica. Sus orígenes se han rastreado hasta los escritos de los filósofos Martín de Azpilcueta y Tomás de Mercado, miembros de la Escuela de Salamanca, Jean Bodin y David Hume, que se preocuparon por el impacto de la entrada masiva de metales preciosos procedentes de las colonias españolas en América.[1] Ya en el siglo XX, Irving Fisher, uno de los grandes economistas de su época, formalizó esta noción dotándola de un marco analítico, que se hizo popular gracias a la célebre frase del premio nobel en economía Milton Friedman:

«La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario en el sentido de que solo es y puede ser producida por un incremento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción.»[2]

Inflación y oferta monetaria a largo plazo

Variación interanual, promedio 1970-2015 (%)



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

Hoy en día esta proposición es plenamente aceptada por los economistas. Sin embargo, la relación entre oferta de dinero e inflación estuvo en el centro de la discusión entre las dos principales escuelas de las décadas de 1940 a 1970: los keynesianos y los monetaristas. Ambos bandos aceptaban la formalización de Fisher, que, de hecho, es una sencilla identidad: el valor de las transacciones en una economía debe ser equivalente a la cantidad de dinero que circula en ella.[3] Sin embargo, mientras que los keynesianos pensaban en el corto plazo, durante el cual los precios son relativamente rígidos, los monetaristas se centraban en el largo plazo, cuando los precios pierden su rigidez y se ajustan a la oferta de dinero. Debido a esta diferencia en el énfasis, los keynesianos argumentaban que la inflación está afectada principalmente por variables reales (como la tasa de paro), mientras que los monetaristas defendían que es un fenómeno preeminentemente monetario (es decir, causado por las variaciones en la oferta de dinero). La discusión, finalmente, contribuyó a enriquecer la teoría económica. En la actualidad, la distinción entre un corto plazo con rigideces de precios y un largo plazo con precios flexibles es una herramienta básica del análisis económico. Así, pese a que los factores reales son relevantes para las fluctuaciones a corto plazo de la inflación, sabemos que a largo plazo esta viene determinada por el crecimiento de la oferta monetaria.

Además, la diferente relación entre oferta monetaria e inflación a distintos horizontes temporales está bien documentada y respaldada por los estudios empíricos. Para ilustrar su relación a largo plazo, calculamos la tasa de inflación anual media y el crecimiento anual medio de la oferta monetaria entre 1970 y 2015 para un grupo de 17 economías avanzadas. Como muestra el primer gráfico, la correlación entre ambas es positiva y fuerte: las economías que experimentaron un mayor crecimiento de la oferta monetaria en promedio también experimentaron una mayor inflación en promedio.

Aunque este ejercicio es simple, se encuentran resultados muy parecidos en análisis más sofisticados. Por ejemplo, utilizando técnicas estadísticas avanzadas, Haug y Dewald (2004) y Assenmacher-Wesche y Gerlach (2007),[4] entre otros, extraen los componentes cíclicos y las tendencias a largo plazo de la inflación y la oferta monetaria en un grupo de países industrializados. Así,

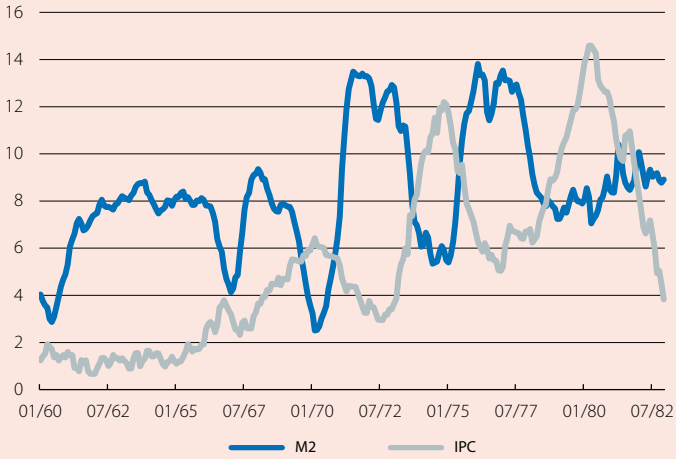
1. Recuérdese que, en el tiempo en el que vivieron estos autores (siglos XVI a XVIII), las acuñaciones de plata y oro eran ampliamente usadas como moneda de cambio.
2. Friedman, M. (1970), «The Counter-Revolution in Monetary Theory», Institute of Economic Affairs Occasional Paper, no. 33.
3. Es decir, $PY = vM$, donde Y es el volumen de producción, P es el nivel de precios de la economía, v es la velocidad de circulación del dinero y M es la oferta monetaria. Esta expresión es verdadera por definición, y puede interpretarse como un modo de definir v (no observable en el mundo real).
4. Haug, A. y Dewald, W. (2004), «Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001», ECB Working Paper Series, y de Assenmacher-Wesche, K. y Gerlach, S. (2007), «Interpreting euro area inflation at high and low frequencies», European Economic Review.

observan que existe una fuerte correlación entre las tendencias a largo plazo de la inflación y la oferta monetaria, mientras que sus componentes cíclicos no parecen estar correlacionados. Assenmacher-Wesche y Gerlach (2007) también muestran que el componente cíclico de la inflación está correlacionado con el grado de utilización de la capacidad productiva de la economía. Es decir, sus resultados son coherentes con el consenso que emergió entre keynesianos y monetaristas: a corto plazo, la actividad económica real es un determinante importante de la inflación, pero a largo plazo esta depende de la evolución de la oferta de dinero.

De hecho, es natural que los cambios en la oferta monetaria tarden en manifestarse en la inflación. Volviendo a nuestro sueño infantil de tener una máquina de imprimir dinero, sería razonable que los primeros billetes nos hicieran más ricos: inicialmente, los precios de los juguetes y las chucherías serían los mismos. Sin embargo, con el paso de las semanas, los tenderos acabarían subiéndolos: la inflación es un fenómeno monetario a largo plazo porque los precios son rígidos a corto plazo. O, al menos, este era el consenso entre monetaristas y keynesianos. No obstante, han pasado ya ocho años desde que los bancos centrales, como la Fed o el BCE, iniciaran una fuerte expansión monetaria para sostener la economía tras la Gran Recesión, pero esta expansión todavía no se ha trasladado a la inflación, lo que sugiere la existencia de otros mecanismos relevantes. Como se discute en el artículo «En busca de la inflación perdida», en este mismo Dossier, en los últimos años se han producido cambios en el funcionamiento de las economías avanzadas que pueden explicar por qué las rigideces de precios tardan más en desaparecer. Por un lado, el anclaje de las expectativas de inflación provoca que, a corto plazo, los agentes renegocien precios basándose en unas expectativas que coinciden con el objetivo del banco central. No obstante, a largo plazo, estas expectativas se mantendrán racionalmente ancladas solo si la tendencia de la oferta monetaria es coherente con el objetivo de inflación. Por otro lado, la globalización implica que parte del dinero creado por un país acabe fuera de las fronteras económicas del mismo y reduce la emisión efectiva de dinero en la economía en cuestión.

EE. UU.: inflación y oferta monetaria

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de St. Louis.*

Otra diferencia obvia respecto a otros episodios es que la recuperación de la demanda en las economías avanzadas es más lenta de lo esperado, lo que obstaculiza la evolución de la inflación. Por ejemplo, en una recesión, la debilidad del crédito frena la demanda y, así, reduce las presiones inflacionistas. De hecho, un estudio del BCE muestra que durante las recesiones se produce un desacople entre la creación de dinero por parte del banco central y el crecimiento del crédito.[5] Además, este desacople es especialmente agudo cuando la recesión va acompañada de una crisis financiera. El papel del crédito es fundamental, porque actúa de mecanismo de transmisión entre la emisión de dinero y la circulación del mismo (que es la que realmente incide sobre la inflación). Como se recoge en un *Informe Mensual* anterior,[6] actualmente tres factores clave actúan sobre esta transmisión: la debilidad de la demanda de crédito (por un elevado endeudamiento y un entorno incierto), una mayor prudencia por el lado de la oferta de crédito (por los cambios regulatorios de Basilea III) y una rentabilidad relativamente reducida en las economías avanzadas (que incentiva a invertir la liquidez en otras economías con retornos más atractivos). Sin embargo, a medida que la recuperación económica acelere, estos frenos desaparecerán. De hecho, los dos primeros factores se ven reflejados en un elevado exceso de reservas, especialmente en los países del núcleo europeo, por parte del sistema bancario. Si los bancos deciden convertir este exceso en crédito, el BCE deberá drenar la sobreabundancia de liquidez si quiere evitar la activación de la relación entre oferta monetaria e inflación. En este sentido, conviene no olvidar la experiencia de los EE. UU. en los años sesenta y setenta. Como muestra el segundo gráfico, aunque las políticas monetarias laxas de la Fed en los años sesenta y principios de los setenta no se tradujeran inmediatamente en una mayor inflación, finalmente esta llegó a alcanzar tasas del 14% a finales de los setenta y la Fed solo pudo controlarla después de convencer a los agentes de su compromiso con un crecimiento estable de la oferta monetaria.

En resumen, la noción de que la inflación está directamente relacionada con la evolución de la oferta de dinero es una de las más antiguas y resistentes de la disciplina económica. Sin embargo, esta relación se da con más fuerza a medio y largo plazo. Así, a pesar de que hoy no observemos una mayor inflación en respuesta a las fuertes inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, ello se debe a factores de corto plazo, por lo que las autoridades monetarias deben tener en cuenta que, eventualmente, la inflación dependerá de la evolución de la oferta monetaria.

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

5. BCE, «Money and credit growth after economic and financial crises – a historical global perspective», Monthly Bulletin, February de 2012.
6. Véase el Dossier «Inflación: ¿sólo un fenómeno monetario?» en el IM02/2015.

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