

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 396 | DICIEMBRE 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente

ECONOMÍA INTERNACIONAL
El impacto de China en las materias primas

UNIÓN EUROPEA
QE: el BCE se va de compras

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Radiografía de la empleabilidad de la fuerza laboral en España

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2016

Retos políticos en el horizonte para los países avanzados

Perspectivas y dudas emergentes

2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente

La recuperación en España: un salto cualitativo

INFORME MENSUAL

Diciembre 2015

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabank.com/researchresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

30 de noviembre de 2015

Jordi GualDirector 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 *¿Está cambiando la marea en la bolsa estadounidense?*10 *Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *¿Es Turquía todavía un emergente frágil?*16 *El impacto de China en las materias primas***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Por qué la eurozona crece menos que EE. UU.?*22 *QE: el BCE se va de compras***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Perspectivas de inflación para 2016: al alza*28 *Radiografía de la empleabilidad de la fuerza laboral en España*29 *Vulnerabilidad exterior y efectos de valoración***32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2016**32 *Retos políticos en el horizonte para los países avanzados*
Josep Mestres Domènech34 *Perspectivas y dudas emergentes*
Clàudia Canals36 *2016: retos y oportunidades en un entorno financiero*
global exigente
Carlos Martínez Sarnago38 *La recuperación en España: un salto cualitativo*
Judith Montoriol-Garriga

La economía española en 2016

Dedicamos habitualmente el Dossier del *Informe Mensual* de diciembre al análisis de perspectivas del ejercicio que empieza en pocas semanas. Para el caso de la economía española, el examen es especialmente difícil este año, puesto que, al escribir estas líneas, aún no conocemos la orientación política del nuevo Gobierno que se formará tras las elecciones del 20 de diciembre. Además del ejercicio de previsiones, por tanto, es oportuno hacer algunas consideraciones sobre el marco económico y financiero al que se van a tener que enfrentar quienes tengan la responsabilidad de gobernar, así como un esbozo sintético de cuáles podrían ser las prioridades de la política económica para 2016.

El entorno general se caracterizará por unas condiciones monetarias muy laxas en la eurozona, con liquidez abundante, tipos de interés bajos y un euro débil. El contexto económico internacional, por su parte, debiera ser razonablemente favorable en términos de crecimiento de nuestros mercados, con bajos precios del petróleo y escaso impacto de los problemas que, a buen seguro, tendrán algunos países emergentes. Sin embargo, es un marco internacional que, en términos políticos, puede deparar inestabilidad, dado que los frentes geopolíticos con posibles repercusiones financieras son múltiples.

La economía española se enfrenta a este contexto internacional con algunas fortalezas y otras tantas debilidades. Para la autoestima sería bueno resaltar las fortalezas, pero me centraré en las debilidades, puesto que ahí es donde están los retos por superar.

La principal debilidad es, sin ningún género de dudas, la elevada tasa de paro que tiene el país. Es una tasa de paro, además, que se explica solo parcialmente por la dureza de la crisis económica, porque tiene un componente crónico que no desaparecerá con la recuperación. Ante un problema excepcional, se deben tomar medidas excepcionales. En los años de crisis se ha avanzado algo, pero la modernización de nuestro mercado laboral es el primer reto social y político al que se tiene que hacer frente en la nueva legislatura.

Un segundo reto son las finanzas públicas. Rebasar el 100% de deuda en porcentaje del PIB, como ya está sucediendo, acentúa la situación de vulnerabilidad ante cambios en la coyuntura financiera internacional. Hay dos motivos adicionales por los cuales la reforma de las finanzas públicas españolas no puede esperar más. Por un lado, es preciso corregir la excesiva inestabilidad cíclica de los ingresos tributarios, frente a unos gastos rígidos al alza; y, por otro, la reforma se debe abordar desde la perspectiva territorial, puesto que el actual sistema de financiación autonómica no promueve la eficiencia y es fuente de incertidumbre e inestabilidad política.

El tercer gran desafío es, finalmente, el sector exterior. Como miembros de la eurozona, es una obligación continuar mejorando el superávit exterior para reducir la deuda externa. Para ello es preciso controlar los costes laborales unitarios frente a los de nuestros competidores. Esta exigencia no es incompatible con un mercado interior robusto, puesto que la expansión de este último no debe venir del crecimiento del salario unitario, sino del conjunto de la masa salarial conforme más y más trabajadores dejen las listas del paro y se incorporen al mercado laboral.

Para 2016, es muy probable que el señor Draghi proporcione un entorno financiero favorable, que mueva a la baja la prima de riesgo y proporcione viento de cola a la economía española. El reto para los nuevos responsables de la política económica será no acomodarse a ese entorno confortable. Una economía como la española, que opera en el exigente entorno de la eurozona, debe continuar las reformas de tal modo que se consigan reducciones de la prima de riesgo por méritos propios. Estas mejoras son la única garantía para estar relativamente a resguardo de los mercados si en 2016 se produjeran episodios serios de inestabilidad.

Jordi Gual
Economista jefe
30 de noviembre de 2015

CRONOLOGÍA

NOVIEMBRE 2015

- 23 La Comisión Europea insta al Gobierno español a presentar una **actualización de los presupuestos para 2016**, en la que se tomen medidas para reducir el déficit público según la senda acordada.
- 30 **El FMI anuncia la inclusión del yuan chino** en la cesta de divisas que componen los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés), junto con el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina. La aprobación del yuan como divisa de reserva será efectiva a partir de octubre de 2016 y marca un hito importante en la internacionalización de la moneda china.

OCTUBRE 2015

- 2 **La agencia crediticia S&P eleva el rating de España** hasta BBB+ desde BBB y mantiene la perspectiva estable.
- 5 Se firma el **acuerdo de libre comercio entre EE. UU. y varios países del Pacífico**, entre ellos Japón, México, Australia y Canadá.
- 29 El Partido Comunista de China anuncia el **fin de la política del hijo único** y autoriza dos hijos por pareja con el fin de combatir el envejecimiento de la población.

SEPTIEMBRE 2015

- 20 **Syriza gana las elecciones en Grecia** y obtiene el apoyo necesario para implementar el programa acordado con las instituciones.

AGOSTO 2015

- 11 El Banco Popular de China anuncia un nuevo mecanismo para la determinación del tipo de cambio del yuan, y **este se deprecia un 3,0% respecto al dólar estadounidense en una semana**.
- 19 Se aprueba el **tercer programa de ayuda financiera para Grecia** por un importe de 86.000 millones de euros y sin la participación inicial del FMI. El primer ministro griego, Alexis Tsipras, anuncia la convocatoria de **elecciones anticipadas**.

JULIO 2015

- 5 **Grecia rechaza en referéndum** el plan de acuerdo propuesto por las instituciones europeas.
- 14 **Irán llega a un acuerdo** con los cinco miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania, en el que se compromete a reducir su programa nuclear a cambio de que se levanten las sanciones impuestas.
- 31 El Gobierno español presenta de forma anticipada los **Presupuestos Generales del Estado** para 2016.

JUNIO 2015

- 26 El **Gobierno griego convoca un referéndum** sobre la aceptación de la última oferta de acuerdo de las instituciones europeas para el día 5 de julio.
- 30 Grecia no paga el vencimiento de 1.600 millones de euros de **deuda al Fondo Monetario Internacional**.

AGENDA

DICIEMBRE 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4 PIB de la eurozona (3T).
Índice de producción industrial (octubre).
- 15 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 Encuesta trimestral del coste laboral (3T).
Consejo Europeo.
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
- 21 Comercio exterior (octubre).
- 22 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 29 Tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 30 Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).
Posición de inversión internacional neta (3T).

ENERO 2016

- 11 Índice de producción industrial (noviembre).
- 15 Cuentas financieras (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 21 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Índice de sentimiento económico de la eurozona (enero).
- 28 Encuesta de población activa (4T).
- 29 Avance PIB (4T).
Avance IPC (enero).
Balanza de pagos (noviembre).
PIB de Estados Unidos (4T).

Final de año en tono positivo

2015 va camino de cerrarse positivamente. A medida que el año se aproxima a su fin, se confirma que el tono macroeconómico tiende a ser más firme. Entre los emergentes, la atención sigue centrada en el más sistémico de todos ellos, China. Los datos que han registrado los indicadores del gigante asiático han sido mixtos, pero analistas e inversores perciben la situación más estabilizada que en meses anteriores, diagnóstico al que no es ajeno el hecho de que el banco central del país haya seguido tomando medidas de relajación monetaria. China no está sola en la tarea de apaciguar los temores sobre las economías emergentes. México y Chile han sorprendido con una aceleración mayor de lo esperado en el 3T, lo que demuestra su capacidad de crecer incluso en un entorno internacional de precios contenidos de las materias primas. Otro emergente de referencia, la India, también batió las previsiones al crecer un dinámico 7,4% interanual en el 3T. Ciertamente, existen casos en el sentido opuesto, y aquí se podría mencionar Brasil, cuya recesión se agrava, o Turquía, presionada por una combinación de menor actividad y mayores riesgos geopolíticos; pero los emergentes, como bloque, han conseguido apaciguar los temores más exacerbados que se habían gestado en los complicados meses de verano.

Entre las economías avanzadas, EE. UU. crece con holgura y Japón entra en recesión técnica. La situación de la primera y la cuarta economías mundiales vuelve a ser contrapuesta. Mientras EE. UU. crece a un ritmo confortable (un 2,2% interanual en el 3T), gracias a su robusta demanda interna, la economía nipona entra en su quinta recesión desde 2008. Este hecho es un recordatorio palmario de que el problema de crecimiento de Japón difícilmente se va a resolver apelando únicamente a políticas de estímulo de la demanda, y que es el turno de atacar con decisión lo que se conoce como el tercer pilar del *Abenomics*. Dicho pilar consiste en las reformas, repetidamente anunciadas pero no implementadas, que deben mejorar la productividad agraria, aliviar la carga impositiva de las empresas y mejorar la inserción femenina en el mercado laboral. Por el momento, no obstante, lo que se espera es una nueva ronda de estímulos fiscales y monetarios, cuya efectividad, a la vista de los precedentes, es incierta. Mientras que el Banco de Japón se prepara para ampliar su programa de compra de bonos, la Reserva Federal procederá en diciembre a subir el tipo de interés de referencia por primera vez desde 2004, un paso clave en el proceso de plena normalización de su política monetaria.

La eurozona acelera, pero el BCE prepara nuevos estímulos. La eurozona creció un 1,6% interanual en el 3T gracias a

la mejoría que están mostrando sus principales economías. Aunque el ritmo de crecimiento es relativamente moderado (sobre todo cuando se compara con las salidas de recesiones anteriores, no tanto cuando se tiene en cuenta que se mueve ya en posiciones incluso algo superiores a las del crecimiento potencial), también es cierto que es sostenido y con visos de continuidad, ya que todavía han de materializarse plenamente factores de apoyo como la depreciación del euro o la expansión cuantitativa del BCE. De hecho, una de las sorpresas de estos últimos meses, teniendo en cuenta el contexto de recuperación, se ha dado precisamente en el ámbito monetario al anunciar el BCE posibles medidas expansivas adicionales que se precisarán en diciembre. Puesto que la recuperación está bien encarrilada (como confirman los datos del 4T, que apuntan a la aceleración de la actividad), es probable que dichas medidas no sean muy amplias y que su finalidad sea más bien la de reafirmar el compromiso del BCE con el cumplimiento de su mandato. Por el momento, como reflejo de estas expectativas de mayor expansión monetaria, la rentabilidad de los bonos europeos descendió y el euro se depreció.

El crecimiento español se mantiene en el final del ejercicio. Los datos de actividad del principio del 4T sugieren que el ritmo de crecimiento se va a mantener en cotas similares a las del 3T, esto es, en la zona del 0,8% intertrimestral. Las tendencias de fondo que sostienen el *momentum* de la economía española no varían excesivamente respecto a las que se vienen manifestando en los últimos trimestres. La demanda interna sigue siendo el principal motor de la actividad, alimentada por el aumento del poder adquisitivo de los hogares (que, a su vez, se ve apoyado por el buen ritmo de creación de empleo y el descenso de los precios energéticos). Adicionalmente, la expansión monetaria del BCE y el proceso de saneamiento del sector bancario facilitan que el crédito prosiga su senda de normalización. Uno de los sectores en los que se aprecian los efectos de la mejora de las condiciones financieras es el inmobiliario, que registra una sensible recuperación de la demanda de vivienda. Por lo que se refiere al sector exterior, el notable incremento de las importaciones, derivado del impulso comprador de la demanda interna, está imposibilitando que su aportación al crecimiento sea positiva. Esta realidad, sin embargo, no debería enmascarar el buen comportamiento de las exportaciones reales, cuya tasa de crecimiento en el 3T dobló con creces el ritmo de avance promedio de las últimas décadas. Un resultado destacable, toda vez que se da en el contexto de una cierta reducción del comercio mundial.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2014	2015	2016	2017	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,6	3,8	3,2	3,1	3,1	3,5	3,6	3,6
Países desarrollados¹	1,8	2,0	2,2	2,2	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2
Estados Unidos	2,4	2,5	2,5	2,4	2,7	2,2	2,4	2,8	2,4	2,5
Eurozona	0,9	1,5	1,8	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,9
Alemania	1,6	1,5	1,8	1,8	1,6	1,7	1,5	1,7	1,7	1,8
Francia	0,2	1,1	1,4	1,4	1,1	1,2	1,3	1,0	1,4	1,5
Italia	-0,4	0,7	1,2	1,2	0,6	0,9	1,2	1,1	1,1	1,2
España	1,4	3,1	2,7	2,1	3,2	3,4	3,4	3,2	2,7	2,6
Japón	-0,1	0,6	1,0	0,8	1,0	1,1	1,3	0,5	0,9	1,3
Reino Unido	2,9	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,3
Países emergentes¹	4,6	4,0	4,5	4,9	4,0	3,9	3,9	4,5	4,6	4,6
China	7,3	6,8	6,5	6,3	7,0	6,9	6,3	6,6	6,5	6,3
India ²	7,3	7,1	7,2	7,3	7,0	7,4	7,1	7,1	7,2	7,2
Indonesia	5,0	4,8	5,5	6,0	4,7	4,7	5,0	5,2	5,4	5,7
Brasil	0,1	-2,3	-0,6	1,7	-2,6	-3,0	-2,2	-2,4	-0,5	0,0
México	2,2	2,5	3,3	3,4	2,3	2,6	2,6	2,9	3,2	3,4
Chile	1,9	2,2	3,2	3,5	1,9	2,2	2,2	2,0	3,5	3,5
Rusia	0,6	-3,7	-0,2	1,5	-4,6	-4,1	-3,8	-1,5	-0,2	-0,2
Turquía	3,0	3,0	2,9	3,4	3,8	3,0	2,6	2,0	2,5	3,5
Polonia	3,4	3,6	3,7	3,6	3,5	3,7	3,4	3,7	3,6	3,6
Sudáfrica	1,6	1,7	2,4	2,7	1,5	1,1	2,1	2,2	2,3	2,4
INFLACIÓN										
Mundial	3,5	3,3	3,4	3,6	3,3	3,2	3,3	3,6	3,6	3,5
Países desarrollados¹	1,4	0,3	1,2	1,7	0,3	0,2	0,6	1,5	1,4	1,6
Estados Unidos	1,6	0,2	1,8	1,9	0,0	0,1	0,6	1,9	1,7	1,8
Eurozona	0,4	0,1	1,3	1,4	0,2	0,1	0,4	1,1	1,1	1,5
Alemania	0,8	0,2	1,4	1,7	0,4	0,0	0,6	1,3	1,3	1,5
Francia	0,6	0,1	1,3	1,4	0,3	0,1	0,4	1,2	1,2	1,4
Italia	0,2	0,2	1,2	1,1	0,1	0,3	0,3	0,9	1,1	1,4
España	-0,2	-0,5	1,3	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	1,2	0,9	1,4
Japón ³	2,7	0,9	1,3	2,0	0,5	0,2	0,7	1,4	1,1	1,4
Reino Unido	1,5	0,1	1,4	2,0	0,0	0,0	0,2	0,7	1,3	1,6
Países emergentes¹	5,1	5,6	5,1	4,9	5,6	5,5	5,5	5,2	5,2	4,9
China	2,0	1,4	2,0	2,2	1,4	1,7	1,5	1,4	2,2	2,0
India	6,6	5,0	5,7	5,5	5,1	3,9	5,8	7,0	6,2	5,1
Indonesia	6,4	6,6	5,4	5,3	7,1	7,1	5,6	5,2	5,7	5,3
Brasil	6,3	8,8	6,4	5,6	8,5	9,5	9,6	7,6	6,5	5,5
México	4,0	2,9	3,3	3,2	2,9	2,6	3,0	3,3	3,5	3,4
Chile	4,4	4,5	3,7	3,2	4,2	4,8	4,5	4,5	4,0	3,5
Rusia	7,8	15,0	6,6	5,7	15,8	15,7	12,5	8,0	7,0	6,0
Turquía	8,9	7,3	6,5	6,3	7,7	7,3	6,8	6,5	6,2	6,5
Polonia	0,2	-0,7	1,7	2,5	-0,8	-0,8	0,2	1,4	1,5	1,7
Sudáfrica	6,1	4,7	5,4	5,0	4,6	4,7	5,5	6,4	5,1	4,9

Notas: 1. A partir de diciembre de 2015, los agregados de los epígrafes «Países desarrollados» y «Países emergentes» comprenden todos los países de cada grupo. Con anterioridad, solamente se incluían los principales. 2. Datos anuales representan año fiscal. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en abril de 2014.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,79	1,56	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,92
Líbor 3 meses	0,23	0,31	0,86	1,79	0,28	0,31	0,38	0,54	0,75	0,97
Líbor 12 meses	0,56	0,78	1,28	2,14	0,73	0,83	0,88	1,02	1,19	1,37
Deuda pública a 2 años	0,44	0,68	1,45	2,35	0,59	0,67	0,87	1,12	1,34	1,56
Deuda pública a 10 años	2,53	2,18	2,80	3,41	2,16	2,21	2,37	2,57	2,72	2,88
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,05	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,21	-0,02	-0,05	0,13	-0,01	-0,03	-0,07	-0,08	-0,07	-0,04
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	0,15	0,46	0,17	0,16	0,10	0,08	0,10	0,17
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,24	0,33	-0,22	-0,24	-0,33	-0,35	-0,33	-0,21
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,52	0,72	1,83	0,53	0,69	0,50	0,40	0,43	0,79
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,11	1,03	1,08	1,11	1,11	1,09	1,04	1,02	1,02
¥/€	140,42	134,46	129,00	129,87	134,25	135,89	133,40	131,37	128,65	127,96
£/€	0,81	0,72	0,68	0,68	0,72	0,72	0,71	0,70	0,68	0,67
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	99,45	54,79	62,84	69,31	63,43	51,10	49,43	58,17	63,20	64,40
Brent (€/barril)	74,54	49,44	60,96	63,89	57,32	46,00	45,36	55,74	61,90	62,91

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

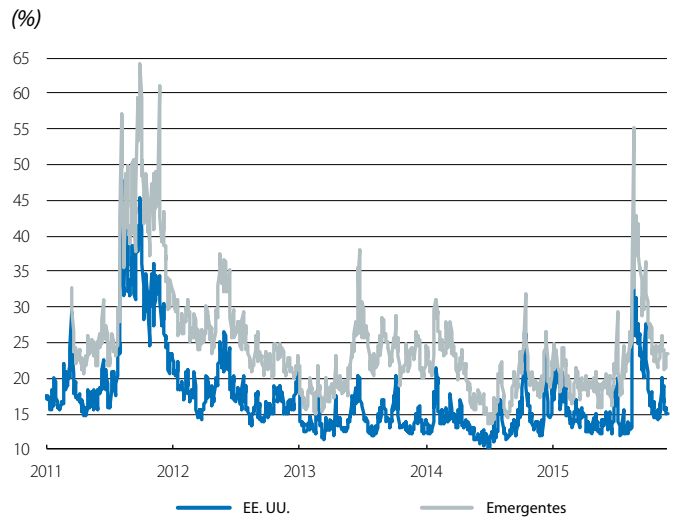
Previsiones

COYUNTURA · Las bolsas reflexionan antes de las subidas de tipos

Tono constructivo en los mercados mientras se preparan para el desacoplamiento entre la Fed y el BCE. La aversión al riesgo de los últimos meses ha menguado gracias a una menor incertidumbre en torno al crecimiento de las economías emergentes y a la mayor concreción de la Fed sobre su estrategia de normalización monetaria. Los últimos datos macroeconómicos de EE. UU. han reforzado notablemente la expectativa de que el banco central estadounidense finalmente decida subir el tipo de interés oficial en su reunión de diciembre. A su vez, el BCE ha reiterado su disposición a aprobar más estímulos monetarios a comienzos de diciembre, lo que ha cimentado el fortalecimiento del dólar. Se espera que, en las reuniones del BCE y de la Fed de diciembre (el 3 y el 16, respectivamente), se materialice esta divergencia de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. Esta circunstancia comportará nuevos descensos del cruce dólar/euro y la ampliación del diferencial entre el rendimiento del bono a 10 años americano y el equivalente alemán. En este sentido, preveemos que la normalización monetaria sea muy gradual y que tenga un impacto limitado en las valoraciones, actualmente elevadas pero no necesariamente sobrevaloradas. Si bien el entorno para la renta variable americana aún permite cierto margen al alza, se anticipan rendimientos bursátiles más moderados que en anteriores ciclos, con cierta aceleración en Europa (véase el artículo del Dossier «2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente»). El foco en los emergentes permanece centrado en China, donde los riesgos del escenario económico siguen sesgados a la baja. Aun así, pensamos que el papel activo de las autoridades locales en materia de política económica a lo largo de 2016 seguirá limitando de forma efectiva los focos de riesgo que pesan sobre la economía china.

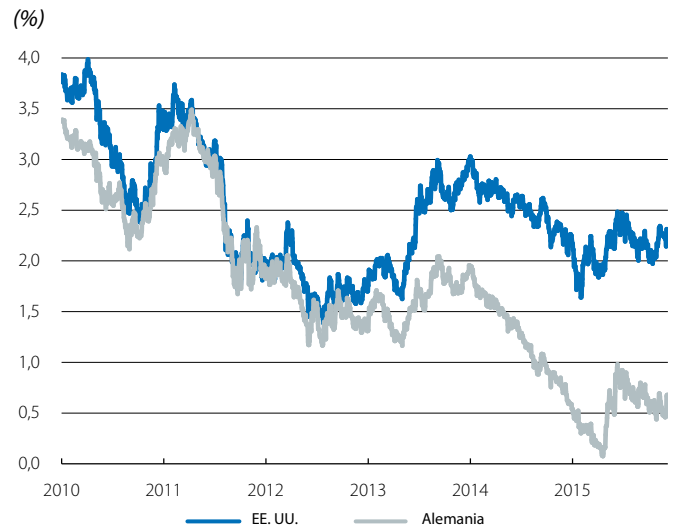
En EE. UU., el ritmo de la subida de tipos se erige como el factor dominante, al tiempo que la fecha de inicio de la normalización pierde importancia relativa. A la robustez de los últimos datos macroeconómicos se unió la publicación de las actas de la reunión de octubre de la Fed, que revelaron una disposición mayoritaria a comenzar la normalización monetaria. En este contexto, los mercados han incrementado significativamente la probabilidad que asignan a tal evento, que ha pasado de un 35% en octubre a un 76% a finales de noviembre. Los inversores centran su atención ahora en la velocidad a la que se producirán el resto de subidas hasta que se alcance un tipo de interés de equilibrio, que la Fed sitúa en el 3,5%. La expectativa del consenso de analistas contempla una senda marcadamente más gradual que en el ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias anteriores. En particular, las proyecciones de la Fed plantean una subida anual del tipo de interés oficial de 0,9 p. p., frente a un incremento promedio anual de 1,7 p. p. (sobre esta cuestión, véase el Focus «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente»).

Volatilidad implícita en los mercados financieros



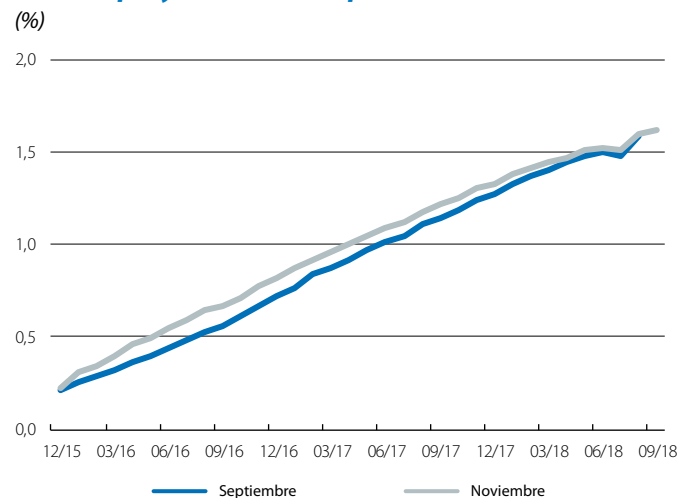
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

EE. UU.: proyecciones del tipo oficial de la Fed*



Nota: * Obtenidas a partir de los futuros sobre el fed funds rate.

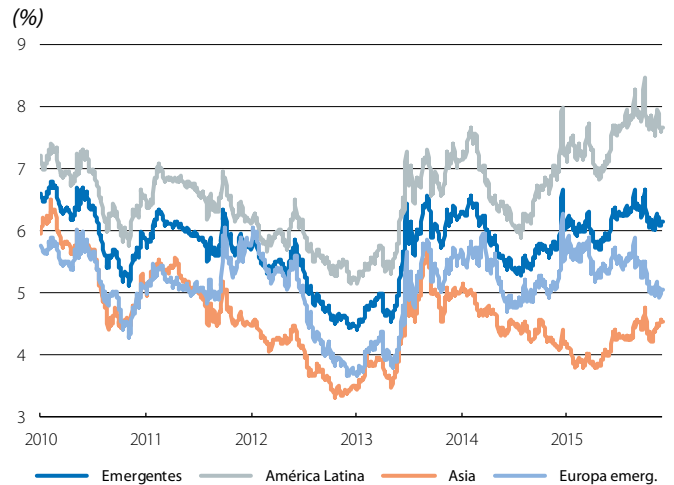
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Los inversores vigilan la inflación en la eurozona y se mantienen a la espera del BCE. A pesar de que los fundamentos siguen apuntando a una recuperación económica gradual en la eurozona, las expectativas de inflación continúan situándose por debajo del objetivo del BCE. Por ello, y aunque cabe la posibilidad de que la entidad rehuya mover ficha hasta 2016, los inversores confían cada vez más en el probable anuncio de mayores estímulos en la próxima reunión del 3 de diciembre. En este sentido, el mercado de derivados descuenta un recorte de 10 p. b. en el tipo de interés sobre los depósitos. Conviene apuntar que, aunque es poco probable que haya cambios sustanciales en el programa de compra de bonos (QE), se contempla la posibilidad de que el BCE amplíe el alcance del QE mediante la inclusión de títulos de deuda regionales y locales.

El efecto BCE se impone en el mercado europeo de deuda soberana tras el repunte de las *yields* originado por los planes de la Fed. La preocupación por la respuesta de la parte larga de la curva de tipos americana ha remitido en cierta medida. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años parece estar reaccionando con flexibilidad a los diversos eventos que suelen condicionar su evolución y, en el mes de noviembre, ha aumentado 6 p. b., hasta situarse en el 2,23%. El repunte de la rentabilidad de los bonos americanos presionó al alza las *yields* soberanas europeas. Sin embargo, el efecto del anuncio de Mario Draghi, y de los posteriores mensajes de diversos miembros del BCE, sobre posibles estímulos adicionales se terminó imponiendo y llevó el diferencial entre el *bund* alemán y su homólogo americano a 1,8 p. p., uno de los mayores niveles desde la crisis. A su vez, las primas de riesgo periféricas se han relajado sensiblemente, de la misma manera que el *spread* entre el bono español y el italiano a 10 años, que se ha reducido a 10 p. b. respecto a los 25 p. b. observados a mediados de noviembre. No obstante, es probable que la evolución relativa de la deuda española sea menos favorable en las jornadas previas a los comicios electorales en España. Con todo, no esperamos la aparición de tensiones de envergadura tras el resultado de las urnas.

Se disipa la volatilidad procedente de los mercados emergentes, pero continúan bajo el radar inversor. Si bien la transición en China hacia un modelo económico más basado en el consumo y en los servicios ha arrojado algunos datos de actividad mixtos, la mayoría de indicadores se han estabilizado considerablemente. En este contexto de desaceleración controlada, es muy probable que el banco central chino decida imprimir más laxitud mediante rebajas adicionales de los tipos oficiales, máxime si, como parece, la inflación permanece en cotas bajas. Por otra parte, el FMI ha emitido un dictamen favorable para incluir el yuan en su cesta de divisas de referencia. La decisión del organismo supone, por un lado, un reconocimiento a las medidas del Gobierno chino para dotar a las fuerzas del mercado de un mayor protagonismo. Por otro lado, constituye un claro incentivo para que las autoridades chinas sigan avanzando en esta dirección.

Rentabilidad de la deuda pública de los países emergentes *



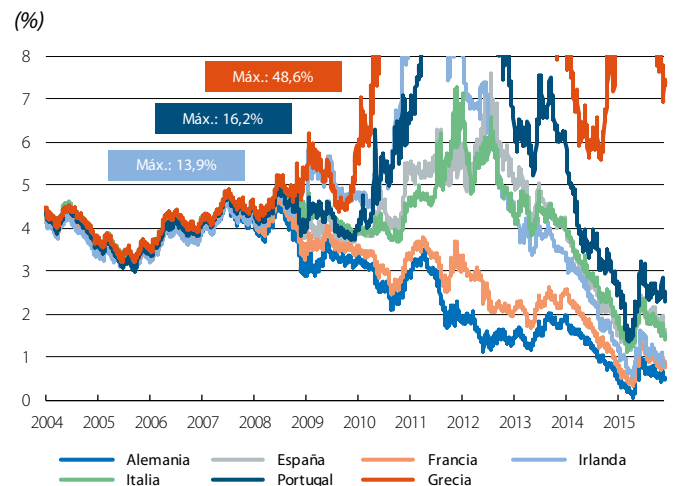
Nota: * Bonos denominados en dólares.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Eurozona: expectativas de inflación a cinco años vista a cinco años vista



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



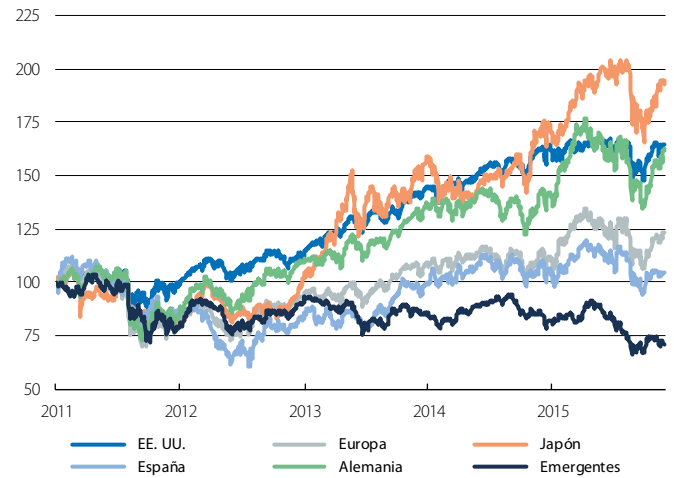
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Los parqués internacionales frenan su escalada de octubre y la consecución de los máximos anuales queda en entredicho. Las bolsas han navegado en el mes de noviembre con ligeros avances y algún episodio de volatilidad. Al rally de octubre le siguieron las dudas de los datos mixtos de China y la incertidumbre generada por los atentados de París. Hoy en día, siguen sin recuperarse los máximos anuales que las bolsas desarrolladas alcanzaron en primavera. En el bloque emergente, la renta variable continúa sufriendo correcciones considerablemente mayores que las de las bolsas desarrolladas. El cierre de la campaña de beneficios confirmó que la crisis de las materias primas ha pesado significativamente en los resultados, tanto en Europa como, sobre todo, en EE. UU. En este último, el beneficio por acción (BPA) descendió un 5% interanual, pero, sin el sector energético, aumentó un 2%. Las empresas de la eurozona registraron el crecimiento más fuerte en BPA de todas las economías avanzadas (un 2% o un 6% sin el sector energético) y continúan dando motivos para esperar la materialización de un sólido ciclo de rendimientos bursátiles. Para el resto del año se espera cierto impacto positivo por los anuncios de importantes repartos de dividendos. La elevada valoración de los activos estadounidenses en relación con los europeos mantiene el mayor atractivo relativo de las bolsas europeas frente a la estadounidense.

La fortaleza del dólar y la agonía de las materias primas condicionan la evolución de las divisas emergentes. El euro alcanzó en noviembre su nivel más bajo respecto al dólar desde el verano y ha llegado a cotizar por debajo de los 1,06 dólares, acercándose a mínimos en 10 años. Las posiciones cortas sobre el euro en el mercado de futuros y opciones han aumentado considerablemente durante los meses de octubre y noviembre, en concordancia con las expectativas de las estrategias divergentes de la Fed y el BCE. Las divisas emergentes, por su parte, permanecen vigilantes a la evolución de las materias primas y a la subida de tipos en EE. UU. En el mercado de materias primas, el rebote de las principales *commodities* (petróleo, cobre y zinc) en octubre ha sido breve, y estas han retomado la senda de su particular ciclo bajista.

Principales bolsas internacionales

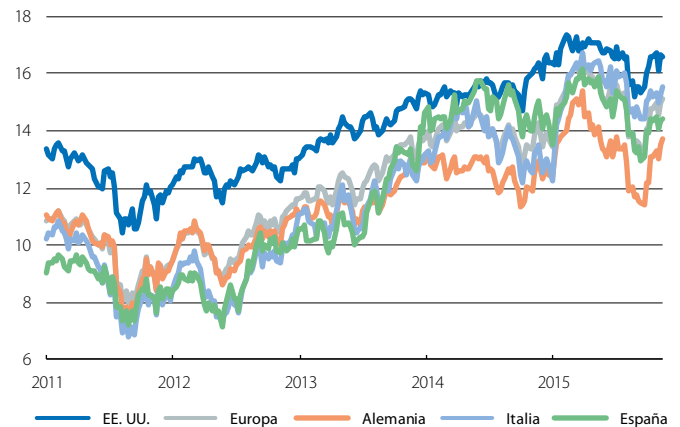
Índice (100 = enero 2011)



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

Bolsas internacionales: ratios precio/beneficios (PER) *

(Ratio)

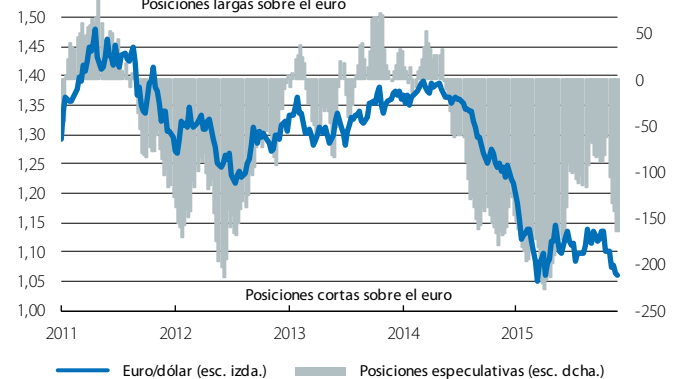


Nota: * Ratios calculadas con los beneficios estimados por el consenso de analistas a 12 meses vista. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar

(Dólares por euro)

(Miles de contratos)



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

FOCUS · ¿Está cambiando la marea en la bolsa estadounidense?

Desde la primavera de 2009 hasta el pasado mes de agosto, el índice S&P 500 experimentó una progresión espectacular que le permitió triplicar su valor y situarse un 30% por encima del nivel que había alcanzado en los picos de los años 2000 y 2007, preludios ambos de descensos fuertes y prolongados. Con esos antecedentes, la debilidad que han mostrado las cotizaciones desde mediados del verano está generando gran inquietud entre analistas e inversores. Algunos temen que estemos en la antesala de una nueva fase bajista duradera. Otros creen que solo se trata de una pausa dentro de la tendencia alcista. Y, entre estos últimos, las opiniones divergen sobre la duración de la corrección, su intensidad y, especialmente, el ritmo de las eventuales ganancias posteriores.

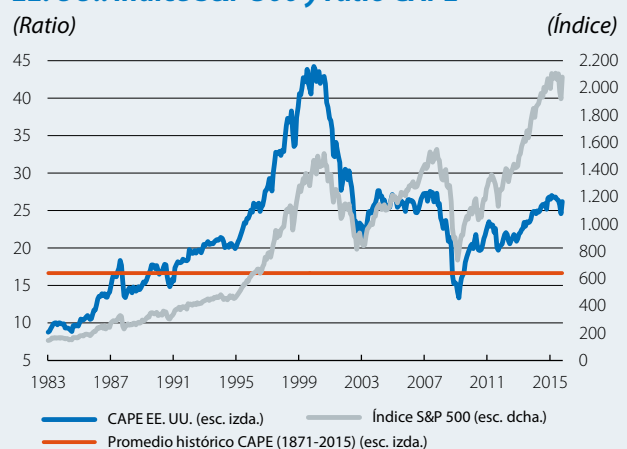
Un ejercicio muy útil para arrojar luz sobre el incierto devenir bursátil es examinar si se apreciaban signos de burbuja a mediados de este año. Lógicamente, los escenarios que se abrirían serían muy distintos según el diagnóstico. Por desgracia, no existen instrumentos precisos para medir los fenómenos de sobrecalentamiento o burbujas en los mercados financieros, pero el examen combinado de varios indicadores relevantes proporciona una guía razonable. Las burbujas suelen caracterizarse por la presencia, en dosis variables, de tres factores. Primero, un factor fundamental: el precio de mercado se desvía notablemente del que marcarían los fundamentos intrínsecos del activo. Segundo, un factor especulativo: el estado de ánimo de los inversores se caracteriza por una euforia que estimula las compras especulativas y las aleja de la racionalidad. Tercero, un factor de riesgo: altos niveles de apalancamiento que pueden acabar generando inestabilidad.

Una de las métricas más fiables para evaluar el factor fundamental es la ratio CAPE, que mide la relación entre el precio de las acciones en un momento puntual y el promedio de los beneficios empresariales en los últimos 10 años. A mediados de año, este indicador se encontraba por encima de su promedio histórico, pero lejos del nivel que registraba antes de las grandes crisis bursátiles de 1929, 2000 o 2007. Además, dos elementos han podido sesgar al alza el CAPE: el bajo nivel de los tipos de interés (este indicador no toma en cuenta el nivel de estos últimos) y los cambios regulatorios que han penalizado las ganancias al computar las provisiones por pérdidas en activos. Así pues, estos elementos pueden introducir distorsiones a la hora de hacer una comparación histórica. Por su parte, los diversos índices que aproximan el factor especulativo no parecen señalar un ímpetu desbocado. Por ejemplo, la rotación de las acciones (*share turnover*), que mide el volumen de intercambio de acciones y que aumenta cuando crece la actividad especulativa, se encontraba muy por debajo del nivel alcanzado en 2000. Apunta en el mismo sentido la denominada «prima de di-

videndo», que es la diferencia de las ratios precio de mercado/valor contable promedio de las empresas que pagan y de las que no pagan dividendos. Dado que las primeras son más seguras, en condiciones normales esta prima tiende a ser positiva, pero en momentos de fiebre especulativa puede llegar a ser negativa, como ocurrió en la cresta de la burbuja puntocom del año 2000. A mediados del verano, la prima era positiva, lo que sugiere mucha menos actividad especulativa que en aquella ocasión. Por último, si nos fijamos en las compras apalancadas (*margin debt*) para medir el nivel de riesgo en la bolsa, debe reconocerse que se encontraban en un nivel más alto que el previo a la crisis de 2000 y similar al de 2007, seguramente alentadas por los bajos tipos de interés. Un atenuante es que este indicador lleva tiempo en niveles elevados y, en los últimos meses, no ha mostrado la pauta de incremento explosivo que se observó antes del estallido de burbujas en el pasado.

La lectura conjunta de estos indicadores y de otros similares,¹ enmarcada, además, en el contexto de un crecimiento moderado (tanto del PIB como de los beneficios empresariales) y de la normalización monetaria gradual que se dibuja para los próximos dos o tres años en EE. UU., proporciona un par de elementos valiosos respecto al debate de opiniones señalado al inicio. Por un lado, la ausencia de signos suficientemente claros de burbuja debería rebajar el temor a que estemos en ciernes de un mercado bajista brusco a resultas de un hipotético pinchazo de la misma. Pero, por otro lado, las ratios de valoración se encuentran en niveles relativamente generosos, de modo que anticipan tasas de retorno a medio plazo mucho más modestas que las del último quinquenio. En definitiva, el escenario más plausible apunta a una moderación de la tendencia alcista de los últimos años.

EE. UU.: índice S&P 500 y ratio CAPE *



Nota: * Ratio PER ajustada con el promedio de beneficios de los últimos 10 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de Robert J. Shiller.

1. Véase el Focus «La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta» del IM11/2015.

FOCUS · Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente

El pasado 17 de octubre, la Reserva Federal (Fed) dejó claro que es muy posible que decida subir el tipo oficial (*fed funds rate*) en su próxima reunión, el 16 de diciembre. Ante la inminencia del inicio del proceso de normalización monetaria, cobran ahora mayor relevancia dos factores: a qué velocidad y hasta qué nivel subirán los tipos en los próximos años. Mirar por el retrovisor pasados ciclos alcistas nos podría aportar algunas pistas, pero debemos tener presente que el contexto actual es distinto y muy particular.

Desde mediados de los años cincuenta, EE. UU. ha experimentado 12 fases alcistas del tipo oficial de interés. Durante estos ciclos de subida, la trayectoria del tipo oficial se ha caracterizado por una duración con un promedio superior a los dos años y un incremento de casi 5 p. p. Si calculamos un «índice de velocidad» de normalización monetaria que resultase de dividir el incremento del tipo de interés por la duración del ciclo de subida, obtendríamos una velocidad media de 2,4 p. p. al año. Sin embargo, este promedio histórico proyecta una imagen sesgada al alza, puesto que incluye los años noventa y ochenta, de sustancial ajuste monetario, durante los cuales la Fed transformó la implementación de su política monetaria. Si nos centramos en los cuatro últimos ciclos, el tipo oficial experimentó, en promedio, una subida total ligeramente superior a 3 p. p. en menos de dos años, lo que da como resultado un índice de velocidad más cercano a 1,7 p. p. al año.

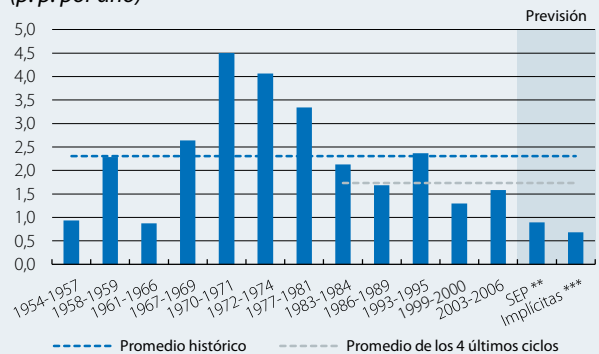
Actualmente, la trayectoria del tipo oficial proyectada por los miembros del comité de política monetaria de la Fed deja entrever una normalización aún más lenta, con un índice de velocidad de 0,9 p. p. al año (véanse los gráficos). Esta proyección puede parecer muy conservadora, pero esta vez existen varios factores que aconsejan un ritmo de ajuste especialmente gradual. En primer lugar, el contexto macroeconómico estadounidense obliga a actuar con cautela: a diferencia de lo que se observaba al comienzo de los ajustes de mediados de las décadas de 1990 y 2000, la inflación actual y sus expectativas siguen todavía por debajo del objetivo del 2% y, a pesar de la recuperación económica de los últimos años, el PIB observado aún se sitúa por debajo de las estimaciones del PIB potencial. Por otra parte, teniendo en cuenta que el BCE está considerando aportar mayor flexibilidad, una excesiva divergencia en las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico podría provocar que el dólar se apreciara demasiado.

La situación coyuntural de algunas de las principales economías emergentes no solo permite, sino que también favorece, que la Fed se tome la normalización monetaria con tranquilidad. En particular, un ajuste rápido de los tipos de interés de EE. UU. podría provocar episodios de inestabilidad financiera en aquellos países emergentes con una situación macroeconómica y financiera más vulnerable, como Brasil.

Por último, cabe tener en cuenta que, en esta ocasión, la Fed dispone de un instrumento adicional al *fed funds rate* para influir sobre los tipos de interés: la gestión activa de su balance. Si lo estimara necesario, la Fed podría vender parte de los bonos que ha adquirido en los últimos años. Esta estrategia más agresiva permitiría hacer efectivas las subidas de tipos en todas las partes de la curva si fallan las otras herramientas que la institución monetaria tiene a su disposición (véase el Focus «Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed» del IM07/2015).

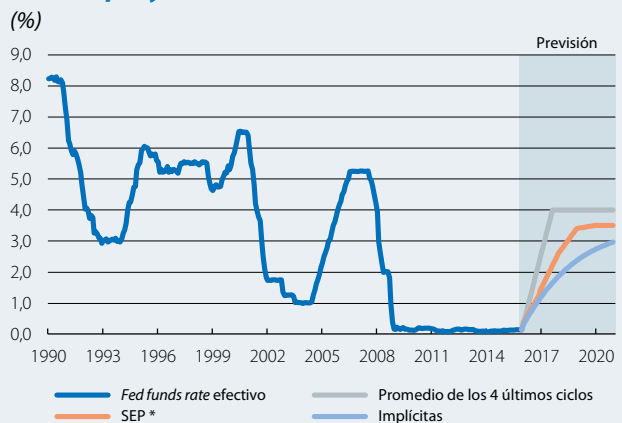
En definitiva, los factores que suelen guiar las decisiones de la Fed se encuentran esta vez en niveles que sugieren que una normalización más paulatina que en otras ocasiones es necesaria y apropiada. Así lo corrobora también el mercado, cuyas expectativas implícitas perfilan una senda algo más parsimoniosa que la que dibujan los miembros de la Fed.

Índice de velocidad de normalización monetaria * (p. p. por año)



Notas: * Medido como el incremento del tipo de interés dividido por la duración del ciclo de subida en base anual. ** SEP (Summary of Economic Projections): mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed el 17 de septiembre de 2015. *** Estimado a partir de las tasas implícitas en la curva de tipos del 6 de noviembre de 2015. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y de Bloomberg.

EE.UU.: proyecciones del fed funds rate



Nota: * SEP (Summary of Economic Projections): mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed el 17 de septiembre de 2015. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y de Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-nov	30-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,11	-0,07	-5	-19,2	-19,6
Euríbor 12 meses	0,05	0,11	-6	-27,5	-28,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,38	-0,35	-3	-31,6	-31,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,42	-0,32	-10	-32,2	-38,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,47	0,52	-5	-7,1	-23,0
Deuda pública a 10 años (España)	1,52	1,67	-15	-9,1	-37,5
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	105	115	-11	-2,2	-14,7
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,41	0,33	8	15,4	17,6
Líbor 12 meses	0,97	0,87	10	34,1	40,5
Deuda pública a 1 año	0,48	0,32	16	26,7	36,3
Deuda pública a 2 años	0,93	0,72	21	26,6	46,2
Deuda pública a 10 años	2,21	2,14	7	3,9	4,6

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-nov	30-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	71	-1	7,0	12,2
Itraxx Financiero Sénior	68	69	-1	0,7	8,6
Itraxx Financiero Subordinado	142	148	-5	-6,5	5,1

Tipos de cambio

	30-nov	30-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,057	1,101	-4,0	-12,7	-15,2
¥/€	130,050	132,750	-2,0	-10,2	-12,0
£/€	0,702	0,713	-1,6	-9,6	-11,8
¥/\$	123,110	120,620	2,1	2,8	3,8

Materias primas

	30-nov	30-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	384,2	395,2	-2,8	-12,2	-15,5
Brent (\$/barril)	42,8	47,6	-10,1	-23,2	-37,9
Oro (\$/onza)	1.064,8	1.142,2	-6,8	-10,1	-8,8

Renta variable

	30-nov	30-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.080,4	2.079,4	0,1	1,0	0,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.506,5	3.418,2	2,6	11,4	7,9
Ibex 35 (España)	10.386,9	10.360,7	0,3	1,0	-3,6
Nikkei 225 (Japón)	19.747,5	19.083,1	3,5	21,2	13,1
MSCI emergentes	814,3	847,8	-4,0	-14,8	-19,0
Nasdaq (EE. UU.)	5.108,7	5.053,7	1,1	7,9	6,6

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

COYUNTURA · Sigue la expansión en EE. UU. y China resiste

Mientras que los países avanzados siguen en zona expansiva, Brasil continúa preocupando entre los emergentes. Los índices de sentimiento empresarial (PMI) de servicios para los avanzados y de manufacturas para los emergentes muestran la dicotomía entre un bloque y otro. Así, el índice de servicios de EE. UU. subió hasta los 59,1 puntos, un nivel que coincide con avances del PIB en torno al 4,5%. Por el contrario, el índice de Brasil siguió cayendo y ya se sitúa significativamente por debajo del límite de los 50 puntos. Mientras tanto, el de China permanece estable, cercano a los 50.

EMERGENTES

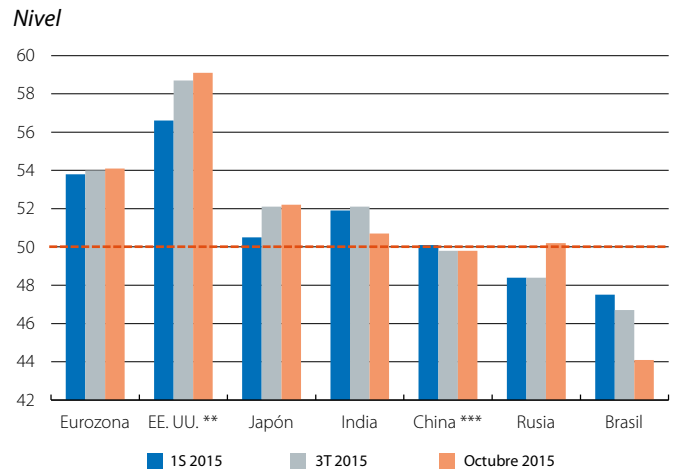
Los datos mixtos de actividad de China ayudan a calmar temporalmente las voces de alerta. La ralentización se notó en la industria, pero el consumo se mantuvo sólido. En octubre, la producción industrial avanzó un moderado 5,6% interanual, 1 décima por debajo del avance de septiembre, mientras que las ventas minoristas sorprendieron positivamente, con un crecimiento interanual del 11,0%. Asimismo, el sector inmobiliario persistió en la mejora iniciada en el 1T 2015. En particular, el precio de la vivienda volvió a subir en octubre, según el índice elaborado por la Economist Intelligence Unit. Por su parte, la inflación general de octubre se situó 3 décimas por debajo del registro del mes anterior (en el 1,3%). Aunque esta moderación se debió, en gran medida, a la caída del precio de los alimentos, que representan una parte muy importante de la cesta del consumidor chino. En este contexto, el Ejecutivo sigue apoyando la economía. Así, el banco central del país anunció en noviembre un recorte de los tipos de interés sobre los créditos concedidos a través de su facilidad permanente de crédito.

El renminbi entra a formar parte de los derechos especiales de giro (SDR) del FMI. El 30 de noviembre, el FMI decidió incluir la moneda china en la cesta de los SDR, medida que será efectiva a partir de octubre de 2016. La decisión se interpreta como un reconocimiento a las reformas de los mercados monetario y financiero llevadas a cabo por el gigante asiático, así como una prueba de que el país seguirá adelante con el proceso de liberalización.

La India sigue avanzando con solidez. El PIB de la India se aceleró hasta el 7,4% interanual en el 3T 2015, 4 décimas por encima del avance del trimestre anterior y ligeramente por encima de nuestras previsiones. Por el lado de la demanda, destaca el vigor inversor; por el lado de la oferta, la aceleración se ha visto fuertemente apoyada por la mejora del sector manufacturero. Por el contrario, el sector agrícola ha seguido marcando avances tenues a causa del débil monzón. Nuestro escenario central prevé un crecimiento del 7,1% para 2015 (año fiscal) y del 7,2% para 2016.

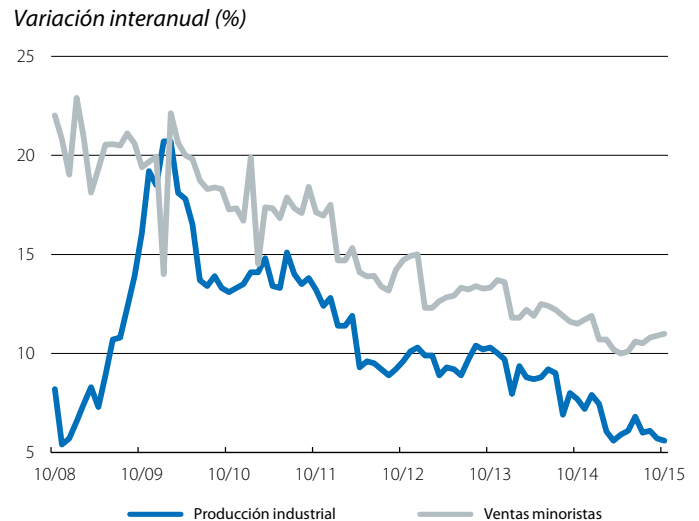
América Latina, México y Chile resisten, todo lo contrario que Brasil. En el 3T 2015, México creció un 2,6% interanual,

Indicador de actividad PMI *



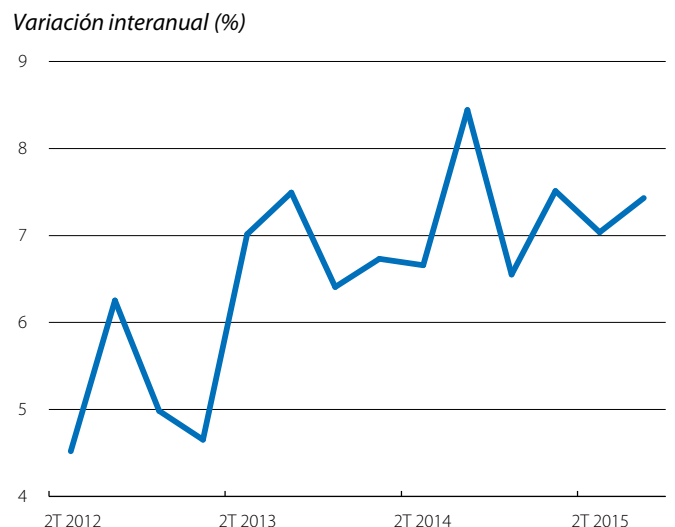
Notas: * PMI de servicios para los países avanzados y PMI de manufacturas para emergentes. ** Para EE. UU. se usa el índice ISM. *** Para China se usa el PMI oficial. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit, ISM y de la Oficina Nac. Estadística de China.

China: indicadores de actividad



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

India: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Central de Estadísticas de la India.

3 décimas por encima del avance del 2T. Aunque todavía no se dispone del detalle por componentes, los indicadores sugieren que la aceleración ha sido consecuencia del impulso de la demanda interna, que se está recuperando del bache temporal del 2T. Chile muestra una dinámica similar: se aceleró hasta el 2,2% interanual en el 3T (el 1,9% en el 2T), gracias a la recuperación de la inversión y del consumo público. En ambos países, por tanto, se confirma la capacidad de superar, por la vía del dinamismo interno, el difícil contexto exportador, afectado por la caída del precio del petróleo, en el caso de México, y del cobre, en el de Chile. En cambio, Brasil sigue sin dar señales de mejora. Los indicadores del 3T apuntan a que la recesión no revirtió en ese periodo y que la demanda interna está sufriendo el grueso del ajuste. Además, la inflación, lejos de contenerse, repuntó hasta el 9,9% en octubre, por encima de lo previsto. La relativa estabilización del real brasileño desde principios de octubre es la única noticia positiva que ofrece la coyuntura del país. En este contexto, mantenemos las previsiones de caída del PIB del -2,3% en 2015 y del -0,6% en 2016, con elevados riesgos a la baja.

La recesión rusa parece estar entrando en una etapa de estabilización. La estimación preliminar del PIB del 3T 2015 muestra una caída del 4,1% interanual, inferior a la experimentada en el 2T (del 4,6%). En este entorno recesivo, la inflación (del 15,5% en octubre), aunque todavía elevada, se mueve en unos márgenes previstos. Nuestro escenario central prevé una caída del PIB del -3,7% en 2015 y del -0,2% en 2016. Con todo, las dificultades geopolíticas del país, que no han hecho sino aumentar con el incidente de aviación con Turquía, plantean importantes riesgos a la baja en nuestras previsiones.

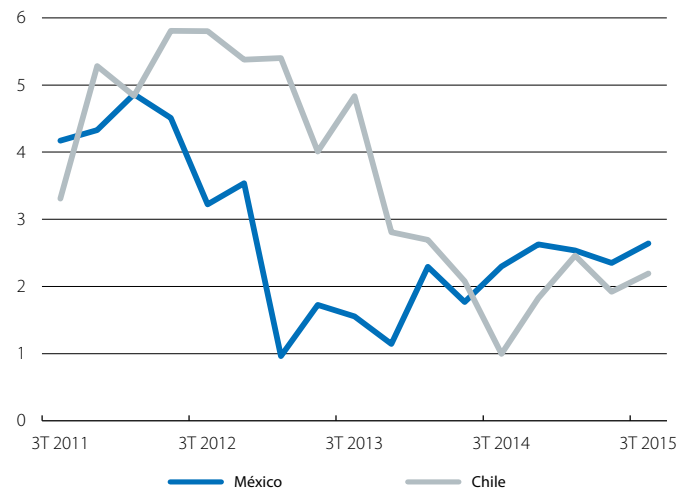
ESTADOS UNIDOS

EE. UU. sigue registrando avances significativos. Según la segunda estimación del PIB que realizó el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense creció un 0,5% intertrimestral en el 3T, lo que supone una mejora con respecto a la primera estimación (del 0,4%). El PIB creció un considerable 2,2% en términos interanuales. La revisión al alza se debió principalmente al componente existencias, cuya contribución negativa al avance intertrimestral se moderó (de los -0,4 p. p. iniciales a los -0,1 p. p.). Por su parte, el consumo privado aumentó de manera sólida (un 0,8% intertrimestral), y la inversión no residencial también avanzó, aunque de manera algo más contenida (un 0,6% intertrimestral). En este contexto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en el 2,5% anual, tanto para 2015 como para 2016, unas tasas que se situarían ligeramente por encima del avance potencial del país (en el intervalo del 2,1%-2,3%).

El consumo y la inversión serán los componentes clave de la expansión estadounidense. Nuestro escenario central prevé una mejora de la inversión no residencial, después de unos trimestres algo débiles, y la continuidad de la buena marcha de la inversión residencial. En este sentido, el índice Case-Shiller de precios de la vivienda continúa avanzando sólidamente (5,5%

México y Chile: PIB

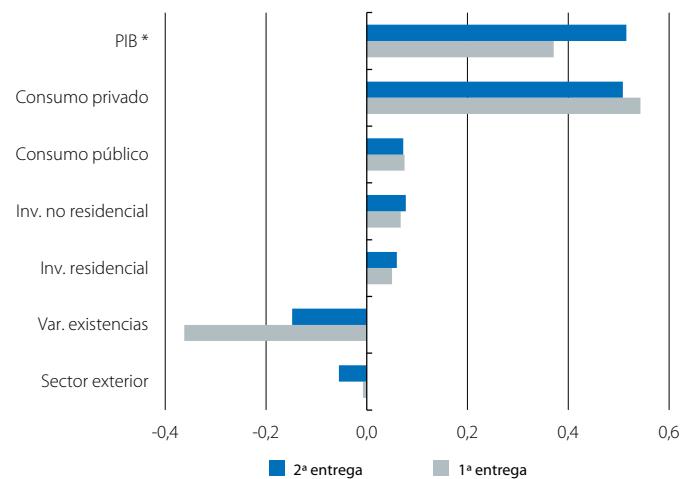
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 3T 2015 (p. p.)

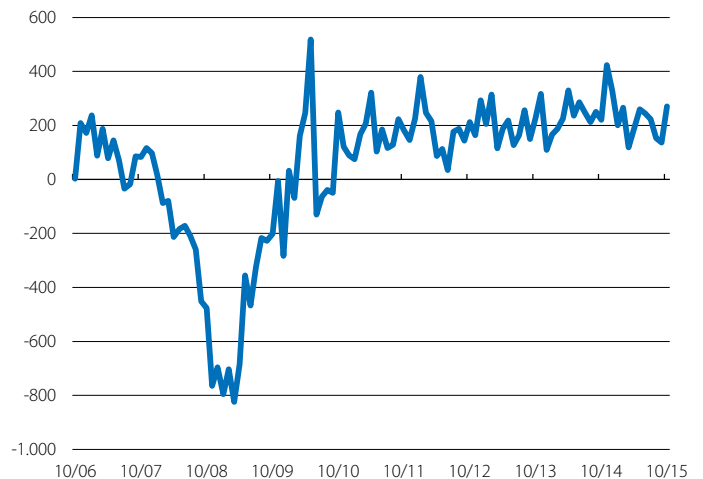


Nota: * Variación intertrimestral.

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

EE. UU.: creación de empleo

Variación mensual (miles de personas)



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

interanual en septiembre). Además, el consumo seguirá beneficiándose de una fuerte creación de empleo, que volvió a sorprender positivamente en octubre: se crearon 270.000 puestos de trabajo, lo que confirmó que el decaimiento de agosto y de septiembre fue pasajero. La tasa de paro se redujo marginalmente hasta el 5,0% y los salarios avanzaron un destacable 2,5% interanual.

Los datos respaldan el anuncio de la subida de tipos este mes de diciembre, por lo que ahora el dilema se cierne sobre la velocidad a la que la Fed subirá los tipos en los próximos meses (véase el Focus «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente» en este mismo *Informe Mensual*). Los buenos datos del mercado laboral y los datos de inflación del mes de octubre refuerzan la posibilidad de que el inicio de la subida de tipos de la Fed tenga lugar en diciembre. La inflación general se situó en el 0,2%, 2 décimas por encima del registro de septiembre, y la inflación subyacente se mantuvo en un robusto 1,9%. El IPC avanzó también un 0,2%, en términos intermensuales, y destacó el crecimiento del 0,3% del componente energético (frente a la caída del 4,7% del mes anterior).

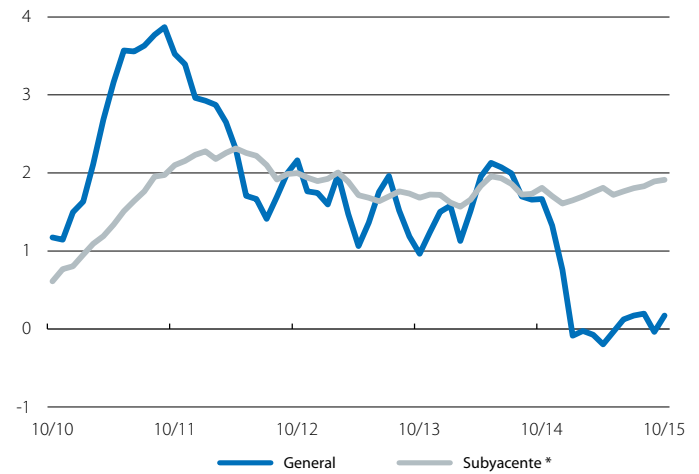
JAPÓN

Japón entra en recesión técnica. El PIB de Japón retrocedió un 0,2% intertrimestral en el 3T 2015, después de una caída de la misma magnitud en el trimestre anterior. Ello sitúa a Japón en recesión, pues encadena dos trimestres con crecimientos intertrimestrales negativos. En términos interanuales, el PIB avanzó un 1,1%. Por componentes de demanda, las existencias y la inversión fueron las más débiles. En particular, la variación de existencias restó 0,5 p. p. al avance intertrimestral y la inversión productiva, 0,2 p. p. En el lado positivo estuvo la recuperación del consumo privado, que avanzó un 0,5% intertrimestral (con una contribución de 0,3 p. p.), y la contribución positiva del sector exterior después de tres trimestres sustrayendo al crecimiento. Con todo, ante el decepcionante avance del PIB del 3T, revisamos a la baja la previsión para el cómputo total de 2015 (del 0,9% al 0,6%) y de 2016 (del 1,1% al 1,0%). En este contexto de recesión, es probable el anuncio de un nuevo paquete de estímulos fiscales y se abre la posibilidad de un incremento de los estímulos monetarios del Banco de Japón, aunque dudamos de la efectividad de estas actuaciones. Las políticas del país asiático deberían dirigirse ya al tercer pilar del *Abenomics*, el de las reformas de carácter estructural que, entre otros elementos, abordarán la productividad del sector agrícola, la carga impositiva de las empresas o la mayor incorporación de la mujer al mercado laboral.

La inflación japonesa sigue en terreno negativo. En este contexto de debilidad, el IPC sin alimentos pero con energía (la referencia del Banco de Japón) cayó en octubre un 0,1% interanual (igualando la bajada de septiembre). Por su parte, la inflación subyacente (sin alimentos ni energía) se situó 1 décima por debajo del registro del mes anterior (+0,7%). La debilidad del consumo, que volvió a retroceder en octubre, sugiere que los precios no se recuperarán hasta entrado 2016.

EE. UU.: IPC

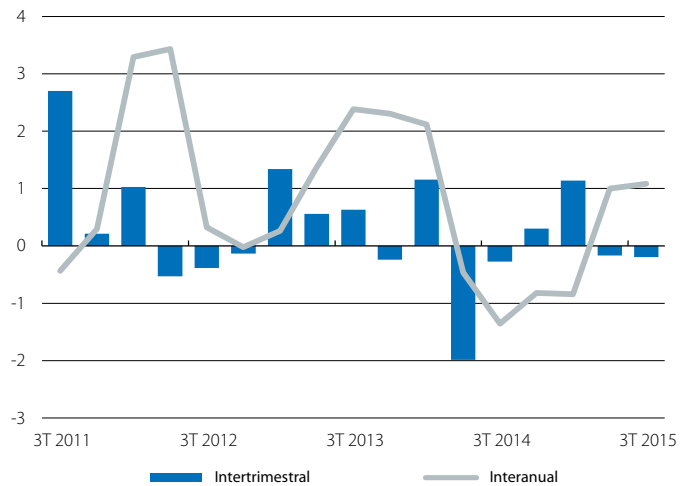
Variación interanual (%)



Nota: * Subyacente: índice general sin energía ni alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

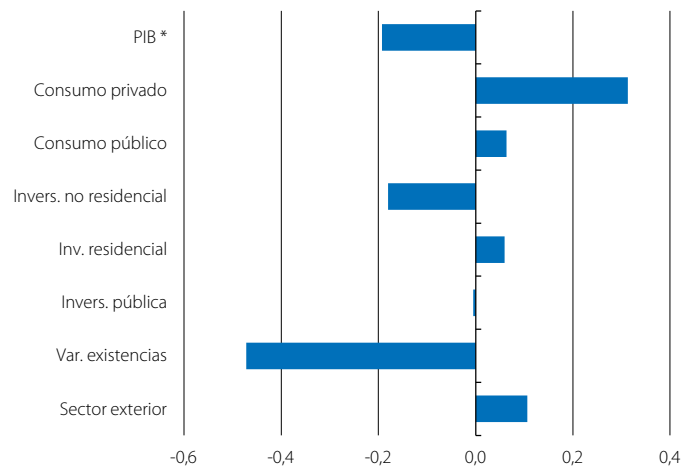
Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y de Comunicaciones.

Japón: componentes del PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del 3T 2015 (p. p.)



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

FOCUS · ¿Es Turquía todavía un emergente frágil?

En mayo de 2013, cuando se conocieron las primeras indicaciones sobre cómo sería el proceso de normalización monetaria en EE. UU., las cotizaciones de los activos de riesgo de una serie de países emergentes sufrieron un importante castigo. A ese grupo de países se les bautizó como «emergentes frágiles» y uno de ellos era Turquía. Desde entonces, cada vez que se ha producido un episodio de aumento de la aversión al riesgo emergente, la composición del grupo de economías emergentes problemáticas ha ido variando, pero Turquía, junto con Sudáfrica o Brasil, se ha mantenido en él. ¿Responde esta asignación a la realidad del balance de riesgos turcos o es un sesgo negativo sin excesiva base factual?

En los últimos cinco años, el crecimiento de Turquía ha sido notable, superior al 5% en promedio anual. Aunque en 2014 la economía se deslizó hacia el 3%, en el 2T 2015 el PIB creció un 3,8% interanual, lo que diferencia a Turquía de otros emergentes, como Brasil o Rusia, que han entrado en recesión. Sin embargo, la cifra de avance del PIB es elevada pero escasamente sólida, toda vez que es el resultado de un patrón de crecimiento poco sostenible. De entrada, porque, en no poca medida, la aceleración de la primera mitad de 2015 es el resultado de la plena materialización del descenso del precio del crudo (las importaciones de petróleo son abultadas, ya que ascienden al 6% del PIB). Pero, sobre todo, porque el fuerte crecimiento se ha visto acompañado por desequilibrios notorios en materia de déficit corriente (-5,9% del PIB en el 2T) e inflación (7,6% interanual en octubre). En este contexto, la política económica del país ha sido poco decidida. Aunque la disciplina fiscal se ha mantenido razonablemente firme, la política monetaria ha sido poco apropiada. A pesar de que el repunte de los precios ha alejado la inflación del objetivo del 5% del Banco Central de Turquía, el tipo de referencia ha pasado del 10% de mediados de 2014 al actual 7,5% (lo que implica un tipo de interés real negativo).

En este contexto, se entienden mejor las dudas de los inversores. El patrón de crecimiento y la respuesta de la política económica han agravado las vulnerabilidades de Turquía. De entrada, en perspectiva interna, los analistas muestran preocupación por el destino de la amplia liquidez de la que el país ha dispuesto y, más concretamente, por el fuerte avance del crédito privado y por el aumento de los precios de la vivienda: en el periodo 2010-2014 el crecimiento anual promedio fue del 20% y del 13%, respectivamente. Sin embargo, el gran foco de atención se centra en las vulnerabilidades externas. El persistente déficit corriente (superior al -7% del PIB en promedio en el periodo 2010-2014) ha generado un aumento notable de la deuda externa, que ha pasado del 44% del PIB de 2009

al 58% actual, y, además, el peso de la deuda externa a corto plazo ha aumentado y representa ya un tercio del total. A diferencia de otros emergentes, el nivel de reservas internacionales no aminora en exceso esta debilidad porque apenas cubre un tercio de la deuda externa. La situación financiera de las empresas respecto a sus riesgos exteriores tampoco es tranquilizadora: entre 2009 y 2015, la deuda corporativa en divisa extranjera ha pasado de 50.000 millones de dólares a 180.000 millones (equivalente al 22% del PIB).

Si a estas debilidades macroeconómicas y financieras se les suman los focos de incertidumbre geopolítica, el panorama se ensombrece más. Fruto del aumento de la conflictividad regional, Turquía se ha visto obligada a incrementar su nivel de participación en la guerra siria. Asimismo, estos conflictos han tenido repercusiones internas, entre ellos la necesidad de afrontar un mayor riesgo terrorista que en el pasado y gestionar un extenso volumen de refugiados (más de dos millones de personas desde 2011). Afortunadamente, la incertidumbre sobre la gobernabilidad interna se ha disipado tras las elecciones legislativas de noviembre, puesto que han arrojado una mayoría clara para gobernar. En definitiva, aunque la fragilidad potencial de Turquía no implica que todos los riesgos mencionados se vayan a materializar, la incertidumbre económica y política hace comprensible que el país se mantenga, en la mente de inversores y analistas, entre los emergentes que preocupan.

Turquía: principales indicadores macroeconómicos

	2005-2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento PIB real (%)	4,5	4,2	2,9	3,0	2,9
Inflación IPC (%)	8,4	7,5	8,9	7,3	6,5
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-5,7	-7,9	-5,8	-4,5	-4,7
Saldo fiscal (% del PIB)	-1,9	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Deuda pública (% del PIB)	42,7	36,2	33,5	31,8	30,4

Nota: (p) Previsiones.

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

FOCUS · El impacto de China en las materias primas

China es el principal consumidor de materias primas del planeta. Consume más acero y hierro que el resto del mundo junto y su gasto en petróleo solo queda por detrás del de EE. UU., superando a Oriente Próximo y a la eurozona. Más allá de estas grandes cifras, el consumo chino de cada materia prima es desigual. La demanda china de mineral de hierro, por ejemplo, representa el 59% del total mundial, la de níquel refinado, el 50,3%, la de cobre refinado, el 43,8% y la de mineral de cobre, el 26,9%. En otros casos, aun siendo un demandante de primer orden, el peso de China en el total mundial es menor. Así, la demanda de trigo constituye el 16,3% del total mundial, la de petróleo, el 13,7% y la de gas natural, el 4,7%.

La influencia que China ejerce sobre las materias primas superpone dos efectos: uno de crecimiento y otro de la composición de este crecimiento. Un mayor o menor crecimiento de la economía china conllevará un mayor o menor crecimiento de la demanda de materias primas. Si China crece menos, también lo hará la demanda de una determinada materia prima, tanto más cierto cuanto más pese China en el consumo global de dicha materia.

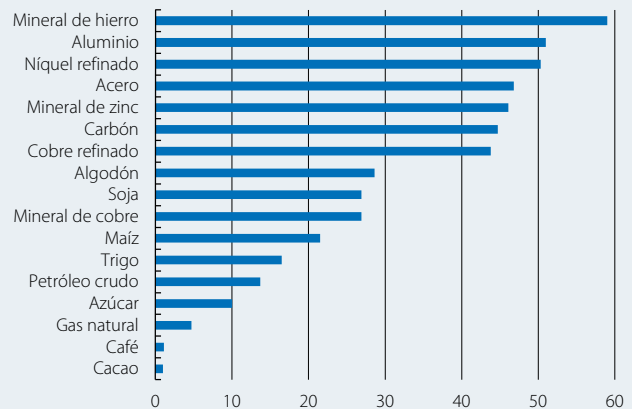
A este efecto de crecimiento se le superpone un segundo efecto de composición que llamaremos *capex-opex* (gasto de capital o de inversión, y gasto de consumo u operacional). Es un hecho que China está evolucionando hacia un modelo de crecimiento menos intensivo en inversión y más en consumo. En este sentido, hay que distinguir entre unas materias primas más asociadas al gasto de inversión (*capex*), como el cemento, el hierro y el acero, utilizados en la construcción de infraestructuras, y otras más propias del gasto de consumo (*opex*), como el aluminio, destinado a los bienes de transporte y los embalajes, el petróleo, usado en el transporte y los plásticos, y el níquel. El cobre se queda a medio camino entre unas y otras.

Este segundo efecto implica que hay materias primas ganadoras y perdedoras. La evolución de la importación china de materias primas en volumen, en la cual cae el hierro y suben los alimentos y los combustibles, es una muestra de ello. Así, en la demanda de metales básicos, asociados al gasto *capex*, como el hierro y el acero, se suma el efecto contractivo del menor crecimiento de China y el del cambio de modelo de crecimiento, agrandados ambos por el enorme peso del país en la demanda global y por las incertidumbres que pesan sobre su economía. Esto explica una gran parte del ciclo bajista de los metales básicos: desde febrero de 2011, los precios del hierro y del acero acumulan descensos del 73,4% y del 59,9%, respectivamente, que se han intensificado en lo que llevamos de 2015 (con caídas del 29,3% y del 28,4%). En el cobre, afectado por el menor crecimiento y no tanto por el efecto *capex-opex*, los factores de oferta

(menores costes) ayudan a explicar el descenso del 24,3% en 2015.

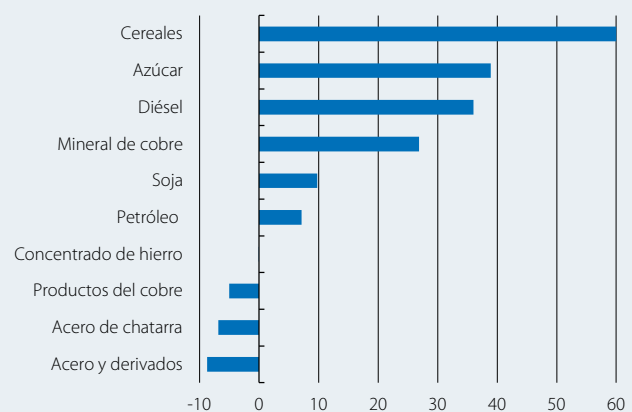
En el caso de las materias primas *opex*, el efecto composición (expansivo, por el mayor protagonismo de los gastos operacionales en China) va en dirección opuesta al efecto del menor crecimiento y, por tanto, la influencia china no es tan clara. Hay que destacar aquí el hecho de que el descenso del precio del petróleo desde 2014 obedece más a factores de la oferta global (por el *shale*, el aumento de la producción de Arabia Saudí, el tratado con Irán, etc.) que a la demanda del país (la desaceleración china se compensa, en parte, por un tipo de crecimiento más favorable al consumo de petróleo). Asimismo, hay que considerar que, en las materias primas *opex*, las ganancias pueden retrasarse, y que el consumo de una determinada materia despega cuando se alcanza un determinado umbral de renta per cápita que gran parte de la población china aún no ha alcanzado.

China: cuota de la demanda global *



Nota: * Las estimaciones son del total anual del último dato disponible.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs.

China: importaciones de materias primas *



Nota: * Suma de los últimos 12 meses hasta septiembre de 2015, en volumen.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana de China.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15	11/15
Actividad								
PIB real	1,5	2,4	2,5	2,9	2,7	2,2	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,8	4,8	3,7	4,0	3,5	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	92,7	101,3	96,2	98,3	99,1	90,4
Producción industrial	1,9	3,7	4,5	3,5	1,5	1,1	0,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	56,9	52,6	52,6	51,3	50,1	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	1.055	978	1.158	1.153	1.060	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	173	177	179	179	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	5,7	5,6	5,4	5,2	5,0	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	59,2	59,3	59,3	59,3	59,3	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-2,9	-2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,5	1,6	1,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	...

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Dept. de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15
Actividad							
PIB real	1,6	-0,1	-0,8	-0,8	1,0	1,1	–
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	38,9	40,7	41,5	40,9	41,5
Producción industrial	-0,6	2,1	-1,4	-2,2	-0,5	-0,4	0,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	12,0	12,0	15,0	12,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,5	3,5	3,3	3,4	3,1
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,4	-2,6	-2,6	-1,8	-1,4	-1,0	-0,9
Precios							
Precios de consumo	0,4	2,7	2,5	2,3	0,5	0,2	0,3
Precios de consumo subyacente	-0,2	1,8	2,1	2,1	0,4	0,8	0,8

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.

CHINA

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15
Actividad							
PIB real	7,7	7,3	7,2	7,0	7,0	6,9	–
Ventas al por menor	15,5	12,0	14,0	10,5	10,2	10,7	11,0
Producción industrial	9,7	8,3	7,6	6,4	6,3	5,9	5,6
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,4	49,9	50,2	49,8	49,8
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	258	382	382	488	541	577	593
Exportaciones	7,8	6,0	8,6	4,6	-2,2	-5,8	-6,9
Importaciones	7,3	0,4	-1,8	-17,6	-13,5	-14,3	-18,8
Precios							
Precios de consumo	2,6	2,0	1,5	1,2	1,4	1,7	1,3
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	5,60	5,35	4,85	4,60	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,1	6,2	6,2	6,3	6,3

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.

COYUNTURA · La eurozona mantiene el tono a pesar de los riesgos globales

La recuperación continúa en la eurozona, donde nuevos factores de apoyo cobran importancia. La eurozona habrá consolidado en 2015 una lenta recuperación, gracias a varios vientos de cola favorables: la política monetaria del BCE, el bajo precio del petróleo y la devaluación del euro. De esta manera, la región está consiguiendo hacer frente a riesgos externos como la desaceleración de las economías emergentes, que se acentuó en el año que acaba, pero cuyo impacto está siendo limitado. En 2016, a medida que los apoyos temporales desaparezcan, y en un entorno de política monetaria acomodaticia y de política fiscal neutral, otros factores apoyarán el crecimiento: la recuperación de la actividad mundial, los frutos de las reformas estructurales ya implementadas y un mayor gasto público, consecuencia del influxo de demandantes de asilo. La Comisión Europea estima que el PIB crecerá un 1,6% en 2015, un 1,8% en 2016 y un 1,9% en 2017. Por países, destaca el ligero empeoramiento de las previsiones de crecimiento para los países del núcleo (Alemania y Francia) y la mejora de las de la periferia (Italia y España).

El PIB de la eurozona creció un 1,6% interanual en el 3T 2015 (un 1,5% en el 2T). La recuperación de la región prosigue de manera sostenida, mejorando las mayores economías sus crecimientos interanuales: España (3,4%), Alemania (1,7%), Francia (1,2%) e Italia (0,9%). Sin embargo, el ritmo es pausado: el crecimiento intertrimestral fue 1 o 2 décimas menor en el 3T que en el trimestre anterior, con la excepción de Francia, que ha vuelto a crecimientos positivos. La economía alemana crece con solidez un 0,3% intertrimestral, gracias a una fuerte demanda interna que aportó 0,5 p. p. al crecimiento. Sin embargo, la demanda externa sustrajo al crecimiento 0,4 p. p., debido a una desaceleración de las exportaciones y a unas importaciones que aumentaron a buen ritmo (la variación de existencias aportó 0,2 p. p.). La economía francesa también avanzó un 0,3% intertrimestral, pero la composición del crecimiento fue más frágil. La demanda interna aportó 0,3 p. p. y la variación de existencias, 0,7 p. p., compensando en su totalidad la contribución negativa de la demanda externa (-0,7 p. p.). Aunque no se conoce todavía el desglose del avance del PIB por componentes de demanda para el resto de países de la eurozona, los datos apuntan a un patrón similar: una demanda interna que suma al crecimiento, y una demanda externa que le sustrae a causa de un incremento de las importaciones mayor que el de las exportaciones.

La actividad económica se acelera en el 4T. Los datos disponibles del 4T apuntan a una ligera mejora de la actividad económica. El índice PMI compuesto alcanza el nivel máximo desde mayo de 2011, situándose claramente en fase expansiva (por encima de los 50 puntos). Los incrementos en los índices de manufacturas y de servicios señalan que se trata de una recuperación generalizada. Asimismo, el índice de sentimiento económico de la

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

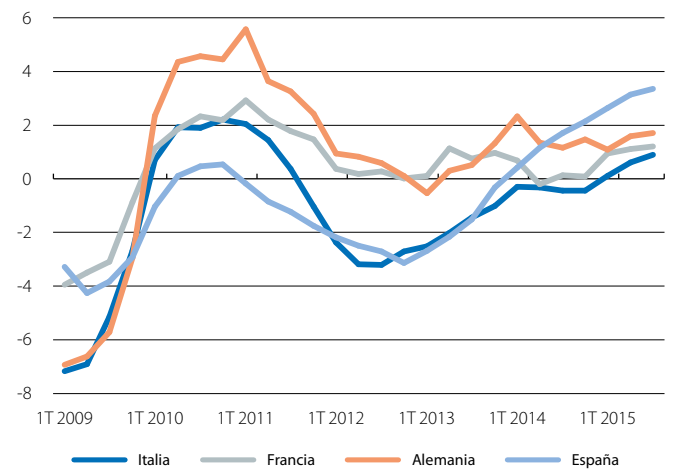
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto a previsión primavera 2015	
	2015	2016	2017	2015	2016
Eurozona	1,6	1,8	1,9	▲ 0,1	▼ 0,1
Alemania	1,7	1,9	1,9	▼ 0,2	▼ 0,1
Francia	1,1	1,4	1,7	=	▼ 0,3
Italia	0,9	1,5	1,4	▲ 0,3	▲ 0,1
España	3,1	2,7	2,4	▲ 0,3	▲ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Autumn 2015).

Crecimiento del PIB

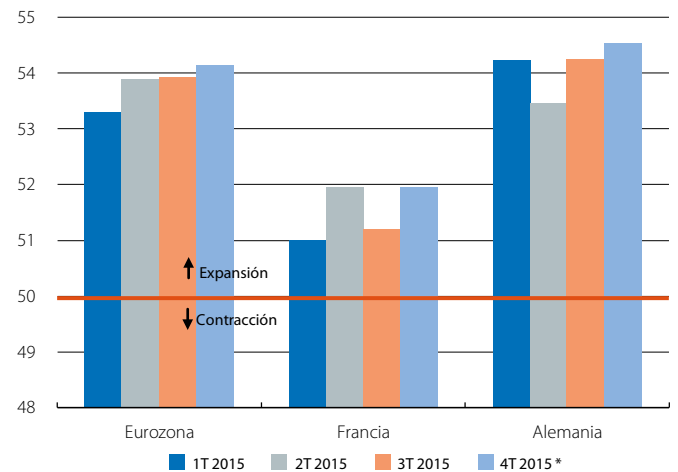
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel



Nota: *4T 2015 incluye datos de octubre y noviembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

eurozona se mantuvo estable en noviembre, en los 106,1 puntos. Por países, destaca positivamente Alemania, que registra unos índices de actividad PMI e IFO compatibles con una aceleración del crecimiento en el 4T. En Francia los aumentos fueron más moderados, en particular en noviembre. Se espera que el impacto de los atentados terroristas sobre el ritmo de actividad haya sido leve y que se haya concentrado en el sector servicios.

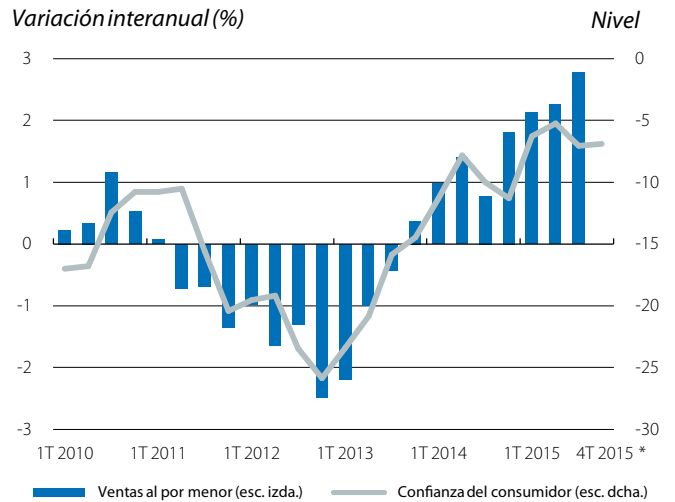
El consumo también va a buen ritmo a final de año. El indicador de la confianza del consumidor alcanzó los -5,9 puntos en noviembre (comparados con los -7,5 de octubre), situándose por encima de los registros observados en los últimos cuatro meses e indicando la buena evolución del consumo privado en la eurozona. No hay indicios de que los ataques terroristas estén haciendo mella en el consumo, aunque no se descarta que Francia pueda desacelerarse, de manera limitada en alcance y tiempo, como ocurrió en Madrid y Londres tras los atentados de hace una década.

La mejora de la actividad se refleja en la inflación. La inflación general subió 2 décimas en octubre, hasta el 0,1%, pese a la continua bajada del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente alcanzó un máximo anual del 1,0%. La mejora registrada en ese mes fue resultado del firme avance de los precios de los bienes industriales y de los servicios, tal y como refleja la progresión ascendente de la inflación subyacente. En 2016, esperamos una rápida alineación de la inflación general con la subyacente, una vez los efectos de la caída del precio del petróleo se desvanezcan y, especialmente, cuando este empiece a recuperarse. Nuestras previsiones reflejan también esta mejora de la actividad en una continua progresión de la inflación para 2016 y 2017, que debería alcanzar, a finales de 2017, el 1,6%, una cifra alineada con el objetivo del Banco Central Europeo (que se sitúa por debajo pero cerca del 2%).

El sector bancario europeo está más preparado para apoyar la actividad económica. El ejercicio de transparencia de la EBA ha analizado el capital, la exposición al riesgo y la calidad de los activos de 105 bancos europeos. Los resultados indican una mejora de la solvencia bancaria gracias a la retención de beneficios y a las ampliaciones de capital realizadas. La ratio de capital con los criterios en vigor de Basilea III (CET1 *phase-in*) alcanzó el 12,8% en junio de 2015 y la ratio que tendrían si estuvieran en vigor todas las disposiciones de Basilea (*fully loaded*), el 11,8%. Asimismo, las entidades bancarias han reducido la morosidad del crédito, aunque con elevada dispersión por países y entre entidades de distinto tamaño. La mejor solvencia de los bancos europeos está posibilitando un aumento de la concesión del crédito, que está apoyando a la recuperación económica.

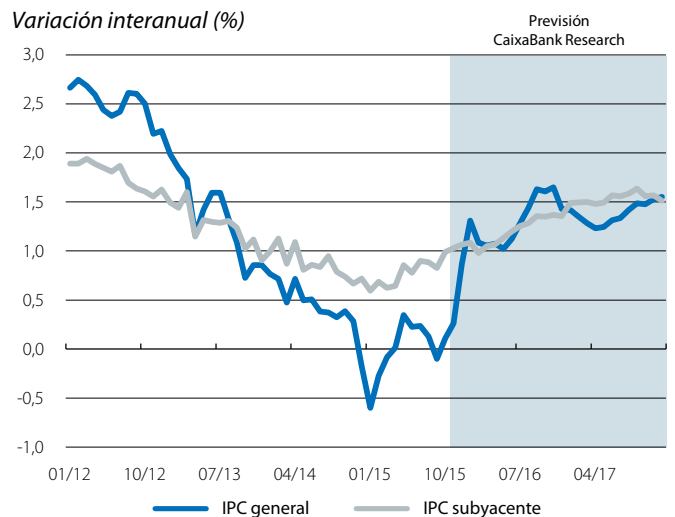
Los países de la eurozona deben continuar apostando por aumentar la convergencia económica entre países para consolidar la recuperación. La Comisión Europea ha iniciado el Semestre Europeo con la publicación del *Annual Growth Survey 2016*, donde señala con acierto la importancia de corregir los desequilibrios existentes entre países. Los Estados deben implementar medidas que aumenten su productividad y su competi-

Eurozona: indicadores de consumo



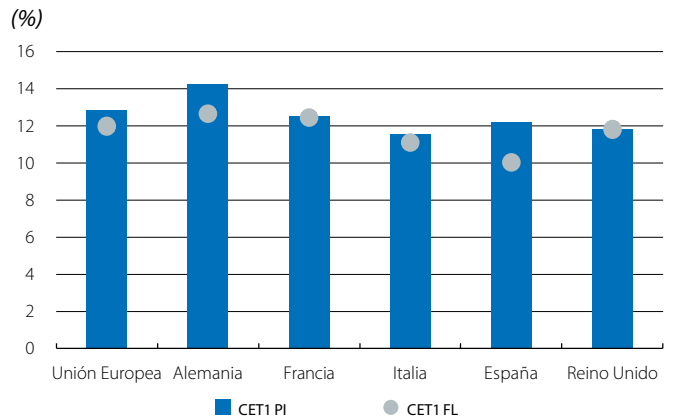
Nota: *4T 2015 incluye datos de octubre y noviembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Eurozona: IPC armonizado



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

Ratio de capital (CET1 phase-in y fully loaded) por países



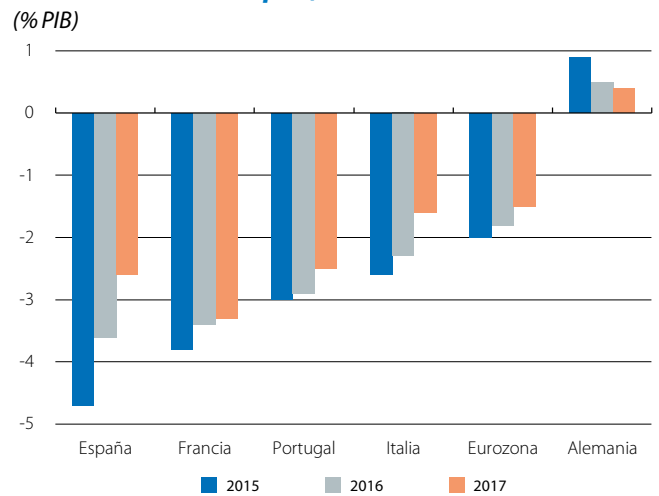
Nota: Common equity tier 1 (CET1) phase-in corresponde a la ratio de capital con los criterios en vigor de Basilea III y CET1 fully loaded, a la ratio que tendrían si estuvieran en vigor todas las disposiciones de Basilea; calculado según los datos de APR publicados por la EBA y que siguen el criterio phase-in.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la European Banking Authority (EBA).

tividad, en particular aquellos con un elevado nivel de deuda privada y externa. Sin embargo, la implementación de reformas estructurales ambiciosas se presenta complicada, en particular en lo que se refiere a la construcción del mercado único, en una Unión donde parecen primar más los intereses nacionales que los del conjunto. Otro aspecto del que la Comisión hace especial seguimiento es la política fiscal, que será neutral en el conjunto de la eurozona en 2016 y no representará un impedimento a la hora de consolidar la recuperación. El déficit público de la eurozona descenderá del 1,9% en 2015 al 1,7% en 2016, y la deuda pública disminuirá del 91% del PIB en 2015 al 90% en 2016, según la Comisión Europea. Cabe destacar que la Comisión, al analizar los presupuestos de los países miembros, ha llamado la atención a España, instándola a actualizar sus presupuestos por el elevado riesgo de incumplimiento, y a Portugal, a cuyo nuevo Gobierno ha urgido a presentar presupuestos públicos cuanto antes.

La crisis de refugiados añade un elemento de riesgo al escenario macroeconómico para el año próximo. La Unión Europea está experimentando unas entradas de demandantes de asilo sin precedentes. ACNUR prevé que casi un millón de refugiados haya entrado en 2015 y que otro millón lo haga en 2016. Es muy temprano para llevar a cabo una estimación fiable de los impactos económicos que supondrá este flujo migratorio, puesto que el número final de refugiados es muy incierto. Además, el impacto en cada país diferirá no solo en función de la cifra de refugiados que acabe recibiendo sino también de sus calificaciones, de si se encuentran en el país en tránsito o se instalan definitivamente, del acceso que tengan al mercado de trabajo, etc. Sin embargo, la tentativa de la Comisión Europea de estimar su impacto económico es muy ilustrativa. En primer lugar, la influencia de la llegada de refugiados sobre el nivel de actividad será positiva, aumentando el nivel del PIB agregado en varias décimas, en especial a través del incremento del gasto público. Asimismo, una parte de los refugiados se incorporarán al mercado de trabajo, lo que subirá el nivel de empleo agregado y podrá contrarrestar parte del envejecimiento poblacional a medio plazo. El impacto, en todo caso, dependerá en gran medida del éxito en la gestión y la integración de los refugiados. Los países europeos tienen una difícil tarea por delante.

La recuperación de la Europa emergente se consolida. Los datos del PIB del 3T muestran que los países de la región mantienen un ritmo de crecimiento elevado, coherente con su potencial a largo plazo, aunque algo inferior al del 2T. Cabe destacar la sorpresa positiva que ha supuesto el crecimiento de la República Checa, de Eslovaquia y, en menor grado, de Rumanía. Por el contrario, Hungría decepcionó con un avance menor de lo esperado. En consonancia con el escenario de aceleración moderada, pero continuada, del crecimiento de la eurozona, las perspectivas de la actividad para los próximos meses para la Europa emergente son positivas. Así, la mayoría de países de la región experimentarán, en 2015 y en 2016, crecimientos superiores al 3%.

Superávit (+) o déficit (-) público (previsiones de la Comisión Europea)



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

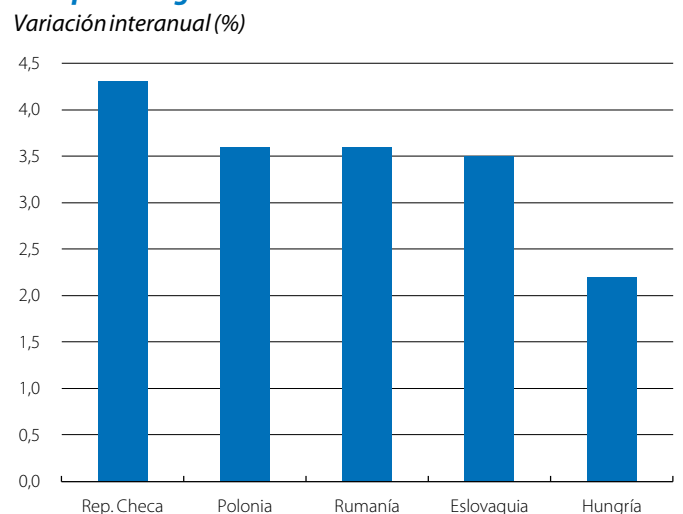
Eurozona: estimación de la Comisión Europea del impacto económico del influjo de refugiados

Diferencia de nivel, comparado con el escenario sin influjo (%)

	2015	2016	2017
PIB	0,09	0,21	0,26
PIB per cápita	-0,11	-0,15	-0,06
Empleo	0,06	0,22	0,30
Salarios reales	-0,08	-0,2	-0,25
Deuda pública (% PIB)	-0,05	-0,08	-0,03
Déficit público (% PIB)	0,0	-0,04	-0,04

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las estimaciones de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Autumn 2015).

Europa emergente: PIB del 3T 2015



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

FOCUS · ¿Por qué la eurozona crece menos que EE. UU.?

Las perspectivas de crecimiento en Europa no son halagüeñas a medio y largo plazo. Si bien es cierto que la eurozona está recuperándose, con crecimientos previstos del 1,5% en 2015 y del 1,8% en 2016, conviene recordar que parte de esta recuperación se apoya en vientos de cola favorables: el bajo precio del petróleo, la política monetaria expansiva y la depreciación del euro. De hecho, las previsiones de crecimiento más allá de 2016 de los principales bancos centrales y organizaciones internacionales son considerablemente más bajas que para 2015 y 2016. El FMI, por ejemplo, estima un crecimiento potencial a medio plazo de tan solo el 1%.¹ Para identificar con más precisión los elementos que ensombrecen las perspectivas de la eurozona, este Focus descompone el crecimiento de los últimos 15 años entre la aportación de los dos factores de producción, el capital y el trabajo, a nivel agregado y la aportación de la productividad.

Empezando por el análisis de la productividad, definida aquí como la productividad total de los factores (PTF),² su escaso crecimiento es un problema para el conjunto de la eurozona, pero especialmente para la periferia, región que ha registrado una persistente disminución de esta variable (en el periodo 1999-2014, el crecimiento promedio de la PTF en la periferia ha sido de -0,7%). Sin embargo, el núcleo no está exento de dificultades, ya que, desde 2007, también está experimentando un deterioro productivo, aunque menos acusado (véase el primer gráfico).

La contribución total del capital al crecimiento se puede dividir entre capital tecnológico y no tecnológico. El segundo ha contribuido al crecimiento en la eurozona igual, o incluso más, que en EE. UU. No es el caso del capital tecnológico, factor en el que los países europeos no han estado a la altura de EE. UU. Esta diferencia ha resultado determinante a la hora de explicar el diferencial de crecimiento entre el PIB estadounidense y el de la eurozona (tanto en el núcleo como en la periferia), especialmente en el periodo precrisis (1999-2006).

La contribución del factor trabajo también ha sido importante, en particular la cantidad de horas trabajadas. En el periodo precrisis, la contribución al crecimiento de la cantidad de empleo era mayor en la eurozona que en EE. UU. y el Reino Unido, aupada sobre todo por la periferia. Sin embargo, desde el estallido de la crisis, el número de horas trabajadas en la periferia se ha desplomado, arrastrando consigo a la eurozona en conjunto. Por otro lado, la contribución de la calidad del trabajo en el periodo 1999-2014, que no fue excesivamente alta (en torno a 0,2 p. p.), fue tanto estable en el tiempo como similar entre países.

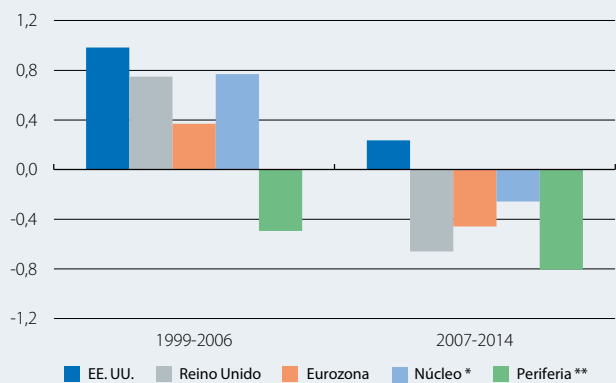
Por tanto, el diferencial del crecimiento de la eurozona con respecto al de EE. UU. se puede explicar principalmente por un menor crecimiento de la productividad total de

los factores y, en menor medida, por la menor contribución del capital tecnológico (véase el segundo gráfico). La evolución de la cantidad de trabajo en el periodo precrisis contuvo las diferencias en el crecimiento del PIB causadas por la PTF y el capital tecnológico, pero, desde 2007, y especialmente en la periferia, la destrucción masiva de empleo no hizo sino aumentar este diferencial.

Una vez detectadas las causas de las divergencias en la capacidad de crecimiento en el pasado, toca mirar al futuro para corregirlas. Por un lado, sería importante que la contribución de la calidad del trabajo fuera mayor. Por otro lado, la política europea debería facilitar un entorno que incentivara a los actores económicos a invertir más en capital tecnológico. En cuanto a la PTF, las recomendaciones van en dos direcciones: mejorar el marco regulatorio para aumentar la competencia y reducir la fragmentación del mercado. Tanto la Comisión Europea como el FMI, por ejemplo, aconsejan ir hacia un mercado único de capital, transporte, energía y economía digital.

Productividad total de los factores

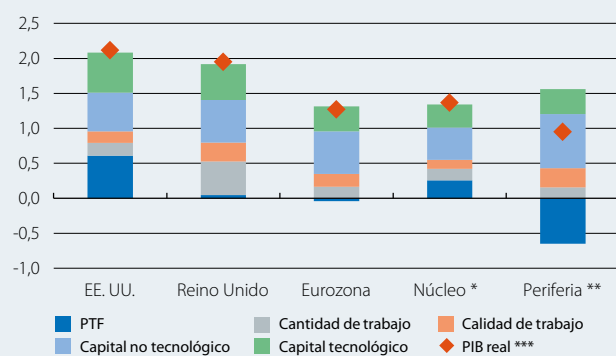
Variación interanual promedio (%)



Notas: * Núcleo: Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos.
 ** Periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board.

Descomposición del crecimiento del PIB por factores productivos

Contribución al crecimiento promedio en 1999-2014 (p. p.)



Notas: * Núcleo: Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos.
 ** Periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.
 *** Variación interanual promedio.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board.

1. IMF Country Report No. 15/204 «Euro Area Policies», 2015.
 2. La PTF se calcula como la diferencia entre el crecimiento de la economía y la aportación al crecimiento del factor trabajo y del factor capital.

FOCUS · QE: el BCE se va de compras

Casi un año después del anuncio del QE, el conjunto de la eurozona se encuentra en un escenario de crecimiento moderado, pero sostenido, y con una inflación alrededor del 1% (excluyendo el precio de la energía). Aunque hay discrepancias entre países, es un escenario parecido a las previsiones del propio BCE una vez iniciado el QE. Entonces, ¿por qué Draghi se plantea ampliar el programa? ¿Porque, en su actual formato, no se está implementando según lo previsto? ¿O porque su impacto no es el esperado?

Después de la adopción de políticas monetarias heterodoxas en 2014, mediante los préstamos de las TLTRO y los programas de compras de activos privados ABSPP y CBPP3,¹ en enero de 2015 el BCE introdujo su programa de compra de activos públicos (PSPP).² Así, el BCE se comprometió a comprar activos de deuda pública de los países de la eurozona por valor de 50.000 millones de euros mensuales (más 10.000 millones mensuales en los activos de los ABSPP y CBPP3).³ Las compras se iniciaron en marzo de 2015 y continuarán, al menos, hasta septiembre de 2016, aunque el fin del programa es indefinido y está sujeto a conseguir que la inflación se dirija a su objetivo del 2%. Como muestra el gráfico, las compras han alcanzado cada mes su volumen objetivo, excepto en agosto, de modo que el programa se está desarrollando según las previsiones del BCE.

Además, el impacto está siendo positivo. Como vemos en la tabla, las compras del BCE han conseguido una compresión a la baja de los tipos de interés, que ha sido generalizada y ha beneficiado, principalmente, a los países periféricos. Es más, esta disminución de los tipos se ha traducido en una reducción del coste del crédito a las empresas y familias. Por su parte, el euro se ha depreciado con respecto a las principales divisas (principalmente en el primer semestre) y las previsiones de inflación han mejorado. El crecimiento de la actividad sigue siendo moderado y la inflación se mantiene débil, pero la experiencia de otros países nos indica que los efectos del QE sobre estas variables aparecen a medio plazo. En cualquier caso, parte de la debilidad de la inflación proviene del bajo precio del petróleo, y hay que destacar positivamente que no haya provocado una deflación generalizada en otros bienes y servicios. Por último, el anuncio del QE también se tradujo en un aumento del valor de las bolsas.

Sin embargo, han surgido nuevos riesgos procedentes del exterior (concretamente, la desaceleración de los emer-

1. Targeted long-term refinancing operations (TLTRO), asset-backed securities purchase programme (ABSPP) y covered bonds purchase programme 3 (CBPP3).

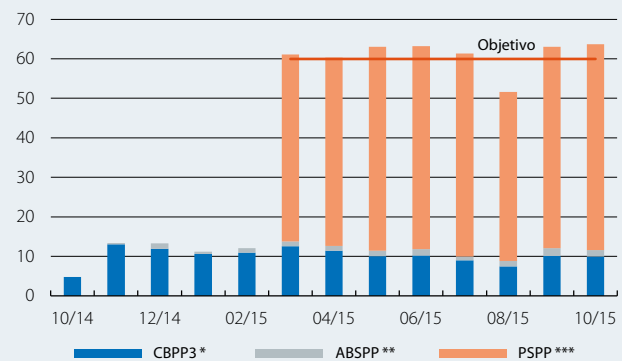
2. Public sector purchase programme.

3. Además, se impusieron límites del 25% sobre cada emisión (ampliado en septiembre de 2015 al 33% para la mayoría de activos) y del 33% sobre el total de las emisiones para evitar que el BCE tuviera poder de bloqueo en caso de reestructuración y que no influyera excesivamente la formación de precios.

gentes y los efectos de una próxima subida de tipos en EE. UU., ante la cual el BCE puede querer enfatizar la divergencia entre políticas monetarias) que pueden retrasar el alcance del objetivo de estabilidad de precios. Así, es posible que el BCE decida ampliar el QE en su próxima reunión de diciembre, con el objetivo de reforzar la dinámica positiva que muestra la demanda doméstica y frente al menor empuje que cabría esperar del sector exterior si se materializaran los riesgos. Esta ampliación del QE puede ir en diversas direcciones: alargarlo en el tiempo, aumentar el volumen de compras mensuales o ampliar la lista de activos que pueden participar en él. Además, el BCE también podría reducir aún más el tipo sobre la facilidad de depósitos. En cualquier caso, dado que el QE se está desarrollando según lo previsto y el comportamiento de la economía se ajusta a las expectativas, no parece necesaria una ampliación de gran magnitud. En este sentido, la decisión del BCE deberá tener en cuenta los límites sobre las compras que se autoimpuso y la efectividad que la ampliación puede tener en un entorno en el que los tipos ya son muy bajos.

Compras mensuales del BCE

(Miles de millones de euros)



Notas: * Covered bonds purchase programme 3. ** Asset-backed securities purchase programme. *** Public sector purchase programme.

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

Antes y después del QE: variación de indicadores seleccionados

	Diciembre 2014	Octubre 2015	Variación
Previsión Δ PIB 2016	1,1% ¹	1,7% ²	0,6
Previsión Δ IPCA 2016	0,6% ¹	1,1% ²	0,5
Tipo de cambio \$/€	1,2331	1,1235	-8,89%
Tipo de deuda periférica a 10 años ³	1,92%	1,72%	-20 p. b.
Tipo de deuda alemana a 10 años	0,64%	0,55%	-9 p. b.
Coste del crédito a las empresas (eurozona)	2,45%	2,22% ⁴	-23 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,8	3.275,5	3,66%

Notas: 1. Consensus del 8/12/2014. 2. Consensus del 12/10/2015. 3. Promedio ponderado de la deuda pública de España, Irlanda, Italia y Portugal. 4. Dato de septiembre de 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Economics, BCE y Eurostoxx.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15	11/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,2	1,8	2,1	2,3	2,8	3,0	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	0,3	1,6	1,3	1,9	1,7	...	...
Confianza del consumidor	-18,5	-10,0	-11,2	-6,2	-5,1	-6,9	-7,0	-7,5	-5,9
Sentimiento económico	93,8	101,6	100,9	102,6	103,7	104,6	105,6	106,1	106,1
PMI manufacturas	49,6	51,8	50,4	51,4	52,2	52,2	52,0	52,3	52,8
PMI servicios	49,3	52,5	51,7	53,5	54,1	54,0	53,7	54,1	54,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	...	-	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,5	11,2	11,0	10,9	10,8	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,5	4,5	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,5	10,4	10,4	10,7	10,7	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,8	12,3	12,4	11,9	11,8	...	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,7	23,1	22,5	21,8	21,6	...	...

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15
Saldo corriente: eurozona	2,0	2,5	2,5	2,7	3,0	3,1	3,1	...
Alemania	6,5	7,3	7,3	7,5	7,8	8,1	8,1	...
Francia	-0,8	-0,9	-0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	...
Italia	0,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	...
España	1,5	1,0	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,2	101,8	99,0	93,0	91,1	92,7	93,8	93,6

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-2,6	-1,7	-0,8	-0,4	0,1	0,1	0,6
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,5	1,0	1,1	1,2
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,1	2,1	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	7,9	6,1	7,3	9,8	11,8	12,5	12,4	12,5
Otros depósitos a corto plazo	-0,1	-2,0	-2,0	-3,1	-4,0	-4,7	-4,7	-4,3
Instrumentos negociables	-14,9	-7,2	1,2	3,8	5,6	1,9	0,7	3,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	...

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 fin de año para la economía española

El ritmo de avance de la economía española sigue siendo robusto en el último tramo del año. Tras la ligera desaceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral en el 3T, hasta el 0,8% (en el 2T fue del 1,0%), los indicadores recientes están siendo mejores de lo esperado y apuntan a que el ritmo se mantendrá en el 4T. El aumento del poder adquisitivo de los hogares, gracias a la creación de empleo y al descenso de los precios de la energía, está permitiendo que el consumo siga siendo firme. Además, el incremento del crédito corrobora que los estímulos monetarios están teniendo el efecto deseado. La depreciación del euro a causa de la divergencia entre la política monetaria del BCE y de la Fed también está contribuyendo a aumentar las exportaciones, a pesar de la ligera desaceleración de la economía mundial. De cara a 2016, el PIB seguirá creciendo en cotas elevadas, aunque algo menores que el año anterior, del orden del 0,6% intertrimestral, lo que arroja una tasa anual del 2,7% frente al 3,1% de 2015 (véase el artículo «La recuperación en España: un salto cualitativo» del Dossier).

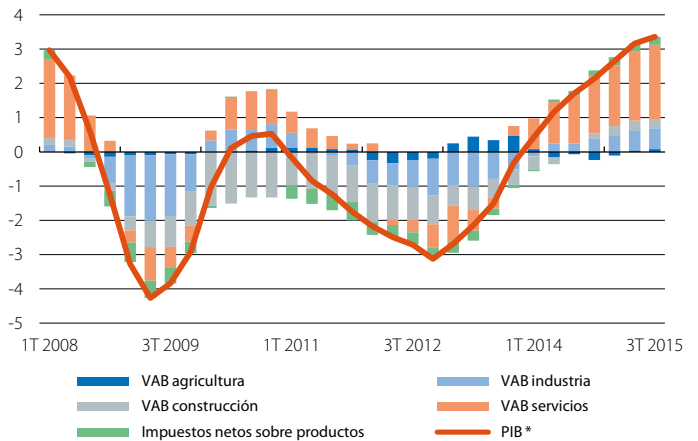
Todos los sectores de actividad suman al crecimiento. El desglose del PIB del 3T, que avanzó un 3,4% interanual, muestra, por el lado de la oferta, que los servicios lideraron la recuperación en el último trimestre con una contribución de 2,2 p. p. El papel de la industria también fue notable y la aportación positiva de la construcción, de 0,3 p. p. por tercer trimestre consecutivo, corrobora que la mejora de este sector se está afianzando.

Los indicadores muestran que los servicios siguen a la cabeza y que el buen tono de la industria se mantiene en el 4T. El índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto subió ligeramente en octubre, hasta los 55,0 puntos, frente a los 54,6 de septiembre. El avance del sector servicios compensó la ligera moderación del índice manufacturero. Aunque los registros de octubre son algo inferiores al promedio del 3T, ambos índices (manufacturas y servicios) se encuentran en una cómoda zona expansiva, por lo que esperamos que el ritmo de crecimiento siga siendo elevado en el 4T. Las perspectivas para la industria son favorables, gracias a la mejora de la actividad de la eurozona. Este hecho se observa, por ejemplo, en los pedidos industriales de septiembre: los procedentes de la eurozona avanzaron significativamente, un 6,5% interanual; en cambio, el resto de pedidos del exterior crecieron un contenido 2,0% interanual.

La demanda interna: el principal motor de crecimiento. El desglose del PIB por el lado de la demanda muestra que la demanda interna contribuyó 1 p. p. al crecimiento intertrimestral en el 3T, gracias al dinamismo del consumo privado y del público. Aunque el buen tono de la inversión en equipo se mantuvo, la inversión en construcción se contuvo tras el repunte de los primeros trimestres del año. El incremento de la demanda interna empujó al alza las importaciones de modo que, a pesar del notable incremento de las exportaciones, la demanda externa restó al crecimiento del PIB (-0,2 p. p.). De cara a los próximos meses, no obstante, esperamos que las importaciones se desaceleren una vez el consumo y la inversión

PIB

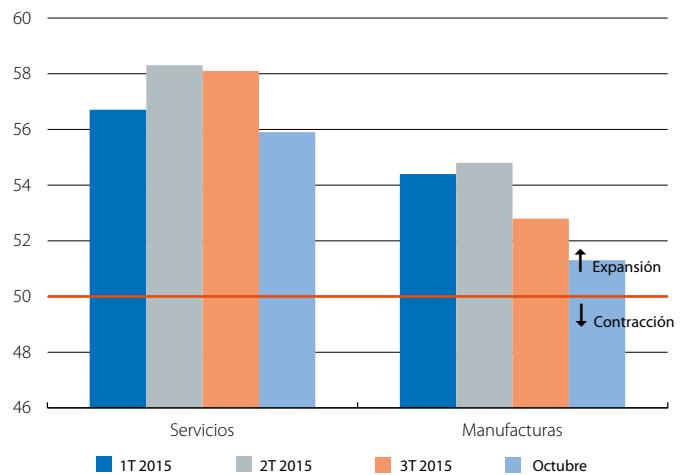
Contribución de los componentes de oferta al crecimiento interanual (p. p.)



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

Indicadores de actividad PMI

Nivel



Nota: Valores superiores a 50 puntos suelen ir relacionados con tasas de crecimiento positivo del PIB.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral (%)

	Variación intertrimestral (%)			Previsión		
	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
Consumo privado	0,7	0,9	1,0	0,6	0,7	0,4
Consumo público	1,7	0,7	0,9	0,4	-0,5	0,5
Inversión	1,5	2,4	1,1	1,0	1,0	0,9
Inversión en equipo	2,2	3,7	2,3	1,3	1,2	1,0
Inversión en construcción	1,3	2,2	0,6	0,8	0,9	0,9
Exportaciones	1,1	1,4	2,8	1,4	1,4	1,5
Importaciones	2,2	1,6	4,0	1,3	1,2	1,2
PIB	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,7

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

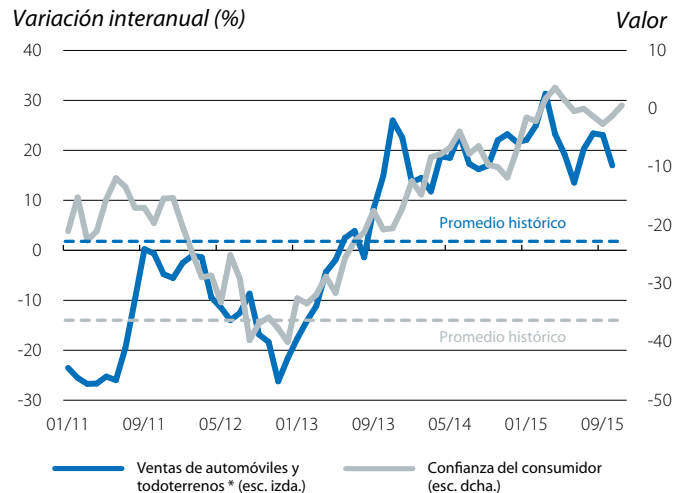
pierdan algo de fuelle. De esta forma, en 2016 el sector exterior pasará a aportar positivamente al avance del PIB y la demanda interna cederá parte de su protagonismo.

El fuerte avance de la demanda interna no frena en el 4T. Después de un periodo en el que el consumo de los hogares creció con fuerza (un 1,0% intertrimestral en el 3T), los indicadores sugieren que se está manteniendo un enérgico ritmo de avance. Destaca el excelente pulso de las ventas de automóviles, con tasas muy superiores al promedio histórico, en gran parte apoyadas por el Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE), que tiene como objetivo la sustitución de vehículos por otros nuevos de menor consumo energético. El hecho de que el Gobierno haya prorrogado el plan hasta julio de 2016 sugiere que las ventas de automóviles seguirán siendo considerables, al menos durante la primera mitad del próximo año. La misma lectura del buen tono del consumo la ofrecen los datos de confianza del consumidor: el promedio de octubre y noviembre, de -0,3 puntos (-1,3 en el 3T), se sitúa en niveles históricamente muy altos. Otros datos relacionados con la inversión también están avanzando con vigor. En concreto, cabe señalar la aceleración del ritmo de avance de la producción industrial, hasta el 4,1% interanual en el 3T (3,5% en el 2T), y del mayor consumo de la electricidad por parte de la industria, con un crecimiento del 2,2% interanual en el 3T respecto al 3,6% en octubre.

Persiste la dinámica creación de empleo. La cifra de afiliados a la Seguridad Social creció en octubre en 35.230 personas, en términos desestacionalizados, lo que mantuvo la tasa de variación interanual en cotas elevadas (3,2%). La contribución positiva de la industria, de la construcción y de los servicios no turísticos da solidez a la recuperación del mercado laboral. Además, el fuerte aumento del número de afiliados de los últimos meses (de más de un millón desde el inicio de la recuperación, en el 2T 2013), que tiene visos de continuar, extiende el empleo a cada vez más hogares, lo cual es crucial para impulsar el gasto. Por otra parte, si bien los salarios se mantienen contenidos (el incremento salarial pactado en convenios fue del 0,8% anual en octubre, frente al 2,4% del promedio histórico), en general los trabajadores han ganado poder adquisitivo durante los últimos meses por la baja inflación (prevista en el -0,5% para el conjunto de 2015). Esta mayor capacidad de compra de la población debería contribuir favorablemente al consumo privado al cierre del año. De cara a 2016, no esperamos que los salarios crezcan por encima de la inflación, ya que esta seguirá una senda alcista (véase el Focus «Perspectivas de inflación para 2016: al alza» en este mismo informe), así que, por esta vía, habrá un menor respaldo al consumo. En cambio, el aumento de la cifra de ocupados a lo largo de 2016, que podría alcanzar los 400.000, debería seguir siendo un factor muy importante para preservar unas tasas elevadas de crecimiento del gasto.

Se confirma que el mercado inmobiliario está en fase de expansión. Gracias a la mejora del mercado laboral y de las condiciones de financiación, la demanda de vivienda está ganando intensidad. En septiembre, el número de compraventas de viviendas avanzó un robusto 12,9% interanual (acumulado de 12 meses), un dato que confirma que la tendencia ascendente

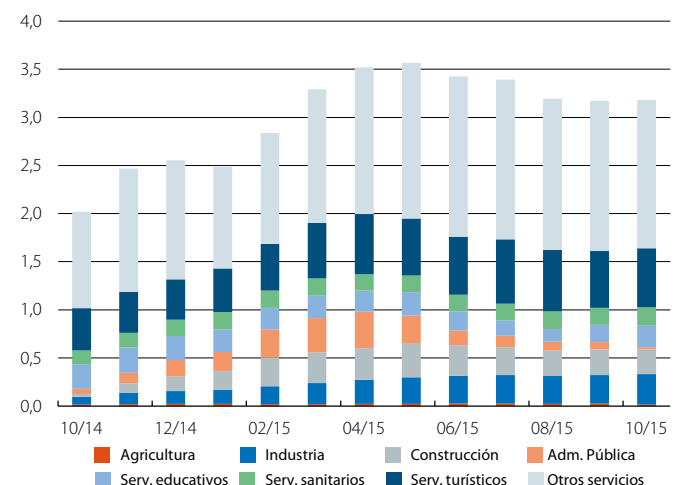
Indicadores de demanda



Nota: * Media móvil de tres meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la ANFAC y la Comisión Europea.

Afiliados a la Seguridad Social

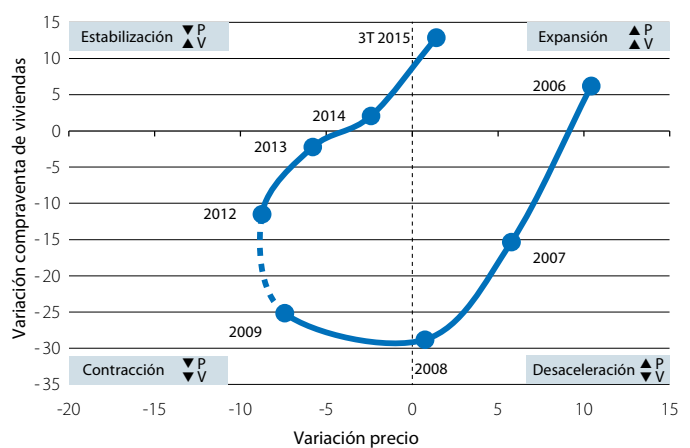
Contribución de los sectores a la variación interanual (p. p.)



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

Reloj inmobiliario

Variación interanual (%)



Nota: Los datos de 2010 y 2011 se excluyen por el efecto de los incentivos fiscales en el mercado inmobiliario.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Fomento.

iniciada en 2014 va ganando tracción. Dado que la actividad constructora está despegando más lentamente, el dinamismo de la demanda está permitiendo que el exceso de stock de viviendas nuevas por vender se siga reduciendo. Por otro lado, el precio de la vivienda subió un 1,4% interanual en el 3T (1,2% en el 2T). Por tanto, la evolución de ambas variables corrobora que el mercado inmobiliario está dejando atrás la fase de estabilización y que, al menos en algunas zonas *prime* en las que hay escasez de stock (por ejemplo, las grandes ciudades), se encuentra ya en fase expansiva.

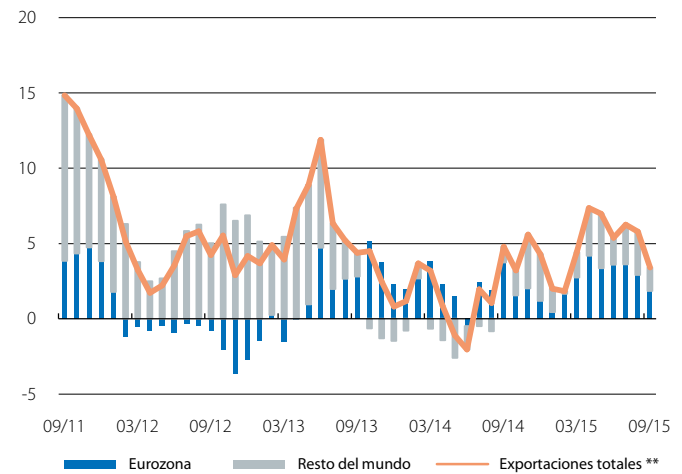
Exportaciones: en máximos históricos. A pesar de que la demanda externa restó al crecimiento intertrimestral del PIB, es importante destacar el buen dato de las exportaciones reales, que aumentaron un 2,8% intertrimestral en el 3T, una tasa muy superior al promedio de las últimas dos décadas, del 1,2%. No obstante, el enérgico avance de las importaciones, del 4,0% intertrimestral, lastró la evolución del sector exterior. La recuperación de la eurozona, que representa cerca de la mitad del peso de las exportaciones de España, ha contribuido en los últimos trimestres al buen tono de las exportaciones. En tanto que la economía de la eurozona siga mejorando, deberíamos esperar que las exportaciones hacia este socio comercial se incrementen. También es previsible que, gracias al apoyo de la depreciación del euro, crezcan las ventas a los EE. UU. Asimismo, las exportaciones a los países emergentes podrían aumentar como consecuencia de la ligera aceleración prevista para estas economías. Por tanto, esperamos que las exportaciones sigan avanzando significativamente en conjunto.

Probable desviación del objetivo de déficit público de 2015. La mejora de la ejecución presupuestaria del Estado en octubre no será suficiente para compensar el empeoramiento de la Seguridad Social y de las comunidades autónomas. De este modo, será muy difícil lograr el objetivo de déficit de las Administraciones públicas de final de año, del -4,2%. Ante este riesgo de desviación, la Comisión Europea ha instado al Gobierno a presentar una actualización de los Presupuestos Generales para 2016, en la que se tomen medidas para reducir el déficit público según la senda acordada. Por lo que respecta a la evolución de la deuda, nuestras previsiones contemplan que se sitúe en el 100,6% del PIB en 2015, nivel en el que se estabilizará en 2016, y que después inicie una trayectoria de moderados descensos.

Amplio margen de mejora para la facilidad de hacer negocios. Según el informe *Doing Business 2015* para España, la mayoría de comunidades autónomas se encuentran en una posición inferior respecto al promedio de la Unión Europea en los cuatro criterios evaluados: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad y registro de propiedades. Existe una gran heterogeneidad en la eficiencia regulatoria entre regiones, y se deberían replicar las buenas prácticas de aquellas mejor posicionadas. Algunas de las recomendaciones que se desprenden de dicho informe serían, entre otras, la necesidad de consolidar y eliminar trámites para iniciar un negocio, la disminución de los costes de electricidad y la extensión de la tramitación telemática para agilizar los procesos.

Exportaciones de bienes *

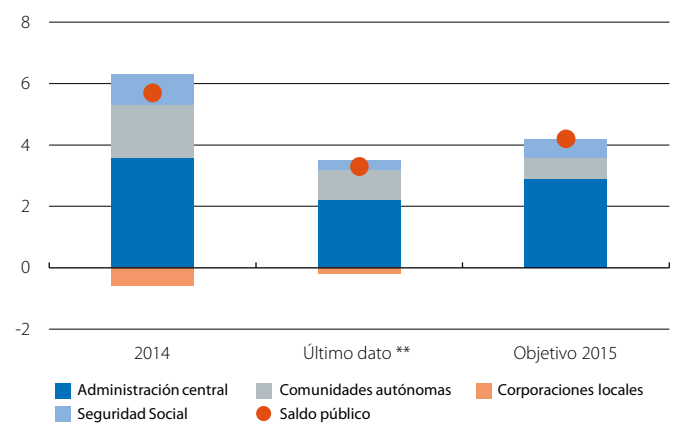
Contribución al crecimiento interanual del acum. de 3 meses (p. p.)



Notas: * Datos nominales. ** Variación interanual. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

Saldo presupuestario de las AA. PP. *

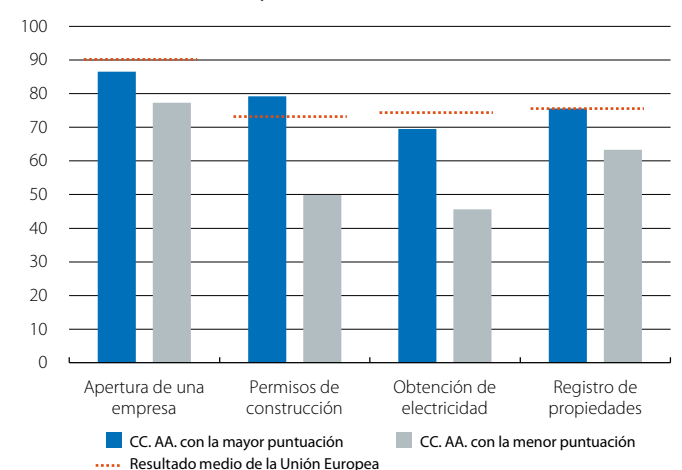
(% del PIB)



Notas: * No incluye las pérdidas generadas por las ayudas a la banca, del 0,1% del PIB en 2014. ** Octubre de 2015 (Administración central); septiembre de 2015 (Seguridad Social y comunidades autónomas); junio de 2015 (corporaciones locales). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.

Calificación por CC. AA. en el informe Doing Business 2015 para España

Distancia con la frontera (puntuación)



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

FOCUS · Perspectivas de inflación para 2016: al alza

Tras dos años de tasas de variación de precios negativas que originaron un debate enérgico acerca de los riesgos de deflación, estamos a punto de iniciar un periodo de inflación ascendente. Este cambio de rumbo, que ya empezó a materializarse en octubre, ganará intensidad en los próximos meses. Así, el año cerrará con una inflación claramente positiva, que escalará hasta el 1,3% en 2016. La recuperación de la inflación se debe principalmente a tres factores, que se desarrollan a continuación.

En primer lugar, entre noviembre y enero, se deshará el efecto escalón de la intensa bajada del precio del petróleo acaecida durante estos meses hace un año, de tal manera que la inflación general avanzará con cierto vigor (creemos que se situará en el 0,6% en diciembre de 2015). Cabe señalar que la subida se producirá incluso si los precios del petróleo se mantienen en los niveles actuales o si descienden ligeramente (véase el primer gráfico). De hecho, preveemos que estos aumenten a lo largo del 2016, lo que contribuirá a incrementar la inflación.

Un segundo elemento que elevará el crecimiento de los precios en 2016 será el debilitamiento del euro con respecto al dólar como consecuencia de la divergencia de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico: mientras que se espera que el BCE ahonde en las políticas expansivas, la Fed empezará la normalización monetaria. La depreciación de la moneda comportará que España importe inflación de los países de fuera de la eurozona. Así, un euro depreciado se traslada a la evolución del índice general de precios del consumo (IPC) vía un encarecimiento del precio de las importaciones, lo que revierte en un aumento de los costes de todos aquellos bienes intermedios comprados al exterior, como, por ejemplo, el petróleo y otras materias primas. Asimismo, la relación entre el tipo de cambio y algunos productos industriales importados, sobre todo los destinados a bienes de consumo duradero, y que tienen un significativo peso, del 11% sobre el total del IPC, es fuerte y negativa. Esto es, cuando el euro se deprecia, el precio de importación de estos bienes aumenta (véase el segundo gráfico). Según la capacidad que tengan las empresas para variar el margen con el que operan, el impacto se trasladará más o menos sobre el precio de los consumidores. A partir de un estudio del BCE,¹ puede inferirse que la depreciación del euro frente al resto de divisas de los principales socios comerciales de España, de alrededor del 3% en 2015, tendrá un impacto a corto y medio plazo. Concretamente, esta depreciación del tipo de cambio efectivo nominal, motivada principalmente por la fuerte revaloración del dólar, podría presionar al alza la inflación en cerca de 0,2 p. p. en los dos próximos años.

1. Véase Di Mauro, F., Rüffer, R. y Bonda, I. (2008), «The changing role of exchange rate in a globalised economy», BCE Occasional paper series.

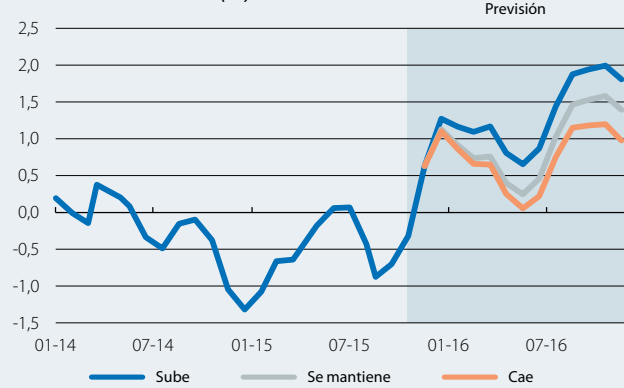
Además, dado que la depreciación esperada del euro frente al dólar durante 2016 será aún considerable, este canal seguirá impulsando la inflación.

Finalmente, la mejora del mercado laboral, con un incremento previsto del número de ocupados de cerca de 400.000 en 2016 (después de los 900.000 entre 2014 y 2015), actuará favorablemente sobre la renta y la confianza de los hogares, lo que animará el consumo y, por tanto, los precios. De esta forma, preveemos que la inflación subyacente siga recuperándose y se sitúe en el 1,3% en 2016 frente al 0,6% en 2015.

En definitiva, se espera que la inflación vuelva a casa en 2016 y que se acerque de forma gradual al objetivo del BCE. La siguiente fase será, por tanto, la de la inflación al alza.

IPC según la evolución del precio del petróleo *

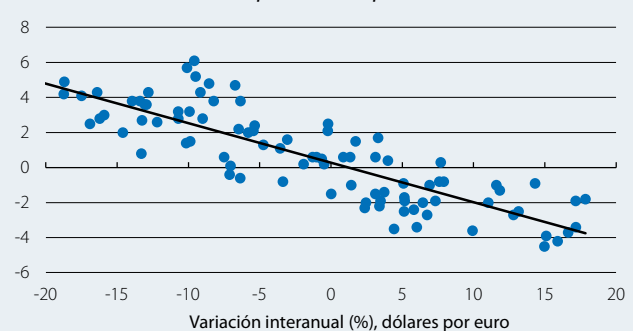
Variación interanual (%)



Nota: * En 2016, el precio del petróleo sube un 2,1% intermensual, en promedio (nuestro escenario base), se mantiene constante o cae un 0,5% intermensual, en promedio.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Relación entre el precio de importación de productos industriales destinados a bienes de consumo duradero y el tipo de cambio *

Variación interanual (%), precio de importación



Nota: * Datos entre enero de 2008 y septiembre de 2015.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y Bloomberg.

FOCUS · Radiografía de la empleabilidad de la fuerza laboral en España

La capacidad de los individuos para conseguir un empleo y progresar profesionalmente, es decir, su empleabilidad, será determinante en el proceso de reducción de la elevada tasa de paro española, que se situó en el 21,2% en el 3T 2015. Este Focus analiza la empleabilidad de la fuerza laboral española con el fin de detectar las principales áreas de mejora.

Un factor clave para aumentar la probabilidad de que las nuevas incorporaciones al mercado de trabajo encuentren un empleo es que su formación se adecue a lo que demanda el mercado. En este sentido, sería deseable que los grados universitarios que recibieran un mayor volumen de matriculados fueran los que presentan una menor tasa de paro. Sin embargo, los datos más recientes, correspondientes al curso 2014-2015, muestran que esto no es así: casi el 30% de las matriculaciones se concentraron en las titulaciones del tercil más alto de la tasa de paro, como la arquitectura o el arte. En cambio, licenciaturas con escaso desempleo, como las ciencias matemáticas o las estadísticas, recibieron menos del 1% de las inscripciones (véase el primer gráfico). Por tanto, parece que una mejor coordinación entre la oferta de plazas educativas y la demanda de trabajo podría ayudar a aumentar la empleabilidad de los individuos que entran en el mercado.

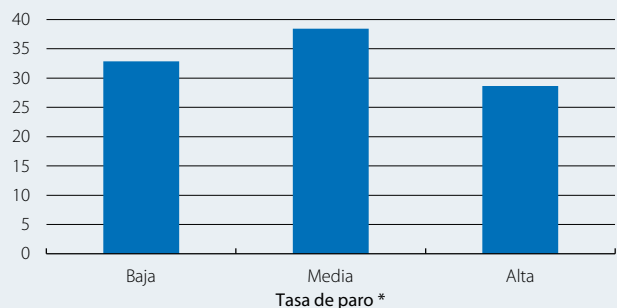
Otro factor fundamental que determina la empleabilidad es que la formación recibida permita desarrollar las habilidades necesarias para ejercer un determinado puesto de trabajo. Según datos de 2015 de la OCDE, un 41% de los adultos con estudios superiores obtuvieron un resultado bajo en el test de habilidades profesionales, frente al 27% del promedio de la OCDE (véase el segundo gráfico). Por tanto, el nivel de conocimientos de la población adulta parece limitado, incluso para los diplomados de tercer grado, lo cual exige una revisión obligada de los programas impartidos.¹

La situación se vuelve aún más preocupante si se tiene en cuenta que, en los últimos años, la población se ha polarizado en dos grupos, los que no finalizaron los estudios de grado medio y los graduados superiores, dejando un déficit de oferta importante en el segmento educativo medio. Esta distribución bipolar de niveles educativos contrasta con lo que se observa en otros países. Así, en el 2T 2015, mientras que solo el 22% de los individuos españoles entre 25 y 64 años tenía estudios medios, en Alemania alcanzaba el 59%. En cambio, un 43% de la población española en esta franja de edad tiene un nivel educativo inferior, frente al 13% de la alemana.

1. Véase García Perea, P. y Molinas, C. (2015), «Acabar con el paro ¿queremos? ¿podremos?», Fundación de Estudios Financieros.

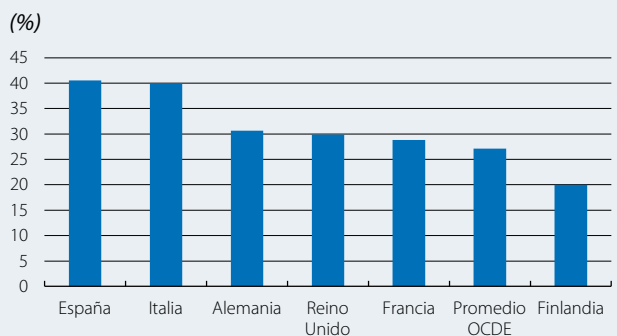
El bajo porcentaje de individuos con estudios medios en España es resultado de la elevada tasa de abandono escolar y de la baja utilización del sistema de formación profesional (FP). Por un lado, el porcentaje de ninis (jóvenes que ni estudian ni trabajan) sigue siendo muy elevado en España (del 27% frente al 15% del promedio de la OCDE). Por otro lado, el peso de la FP es reducido y, por consiguiente, también lo es el de la población con competencias específicas. En este sentido, la reforma de la FP de 2011 (Real Decreto 1147/2011) dio algunos pasos en la buena dirección, ya que facilita, por ejemplo, la transición desde la educación secundaria de orientación académica (ESO) hacia la FP, lo que debería contribuir a reducir el fracaso escolar. Sin embargo, la FP de grado medio sigue teniendo problemas de desajuste con la demanda laboral, en gran parte por la escasa colaboración con las empresas en el diseño de los programas. En definitiva, poner el foco en las políticas que ayuden a incrementar la empleabilidad de la fuerza laboral será crucial para reducir el elevado paro.

Estudiantes matriculados en el curso 2014-2015 según la tasa de paro de los grados universitarios (% sobre el total)



Nota: * Se ordenan los grados universitarios (21 en total) de menos a más tasa de paro en 2014 y se toma como valor de corte para los tres grupos los percentiles 1/3 (14,2%) y 2/3 (17,6%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Educación, Cultura y Educación y del INE (variables de submuestra EPA).

Graduados superiores con un nivel de conocimientos bajo según el test de adultos de la OCDE *



Nota: * Individuos de 25 a 64 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (Skills Strategy Diagnostic Report Spain, 2015).

FOCUS · Vulnerabilidad exterior y efectos de valoración

Una de las variables macroeconómicas clave para determinar la vulnerabilidad exterior de una economía es su posición inversora internacional neta (PIIN). Los flujos de entrada y salida de capitales de una economía, recogidos en la cuenta financiera de la balanza de pagos, determinan en gran parte la evolución de la PIIN. Sin embargo, los cambios en la valoración de los activos y los pasivos, que reflejan las variaciones de su precio de mercado en moneda local y el efecto del tipo de cambio, entre otros,¹ también pueden desempeñar un papel importante. En este Focus nos centramos en analizar el impacto de los efectos de valoración sobre la evolución de la PIIN española.

Durante los años previos a la crisis, la PIIN se deterioró de forma significativa: pasó de registrar una posición deudora del 31,2% del PIB en 2000 al 91,5% en 2012, una de las más altas del mundo. Dicho deterioro responde sobre todo a la evolución del saldo por cuenta corriente, cuyo déficit fue acrecentándose hasta alcanzar el 9,6% del PIB en 2007. De todas formas, cerca de un tercio del deterioro de la PIIN se explica por los efectos de valoración (véase el primer gráfico).²

El efecto valoración tampoco ha jugado a favor en los últimos años. Aunque la balanza por cuenta corriente se encuentra en superávit desde 2013, destaca el hecho de que la posición deudora no haya dado señales de mejora hasta el 2T 2015. Y esto se debe atribuir, en su totalidad, a los efectos de valoración. Así, las transacciones financieras acumuladas en este periodo habrían reducido la posición deudora del 90,0% en 2012 hasta el 83,3% del PIB en el 2T 2015, en lugar del 92,6% efectivamente registrado (véase el segundo gráfico). Si analizamos los cambios de valoración del activo y del pasivo por instrumentos, se observa un notable aumento del valor de los pasivos, concretamente, de la inversión en cartera, y un ligero deterioro del valor de los activos que los españoles tienen en el exterior. Dado que más de un 70% de los pasivos de la inversión en cartera son instrumentos de deuda, la mayor parte pública, el cambio de valor se explica por la reducción de los tipos de interés y su impacto en el precio de los bonos. En particular, la política monetaria acomodaticia del BCE ha reducido los costes de financiación de los sectores público y privado españoles, de modo que se han revalorizado las carteras de activos españoles en manos extranjeras, en especial las de renta fija, un hecho que afecta negativamente a la PIIN española. Además, el aumento de las cotizaciones en la bolsa española en este periodo también ha contribuido a incrementar el valor de las acciones y fondos de inversión de los inversores extranjeros.

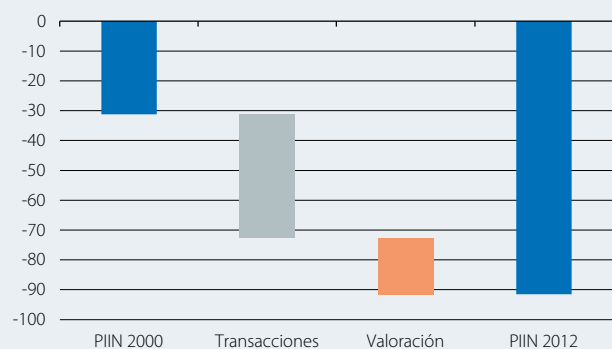
1. Los efectos de valoración también incluyen otros cambios de volumen. Véase «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España», Banco de España, 2014.

2. Con el fin de cuantificar la importancia de los efectos de valoración, tomamos como punto de partida la PIIN del 2000 y, a partir de ese año, acumulamos las transacciones financieras para obtener la PIIN sin efectos de valoración.

Todo apunta a que, durante el próximo año, los tipos de interés se mantendrán en niveles similares a los actuales, por lo que no se esperan grandes cambios en la valoración de los activos españoles en manos de extranjeros. En cambio, sí que deberíamos observar una mejora de la valoración de los activos extranjeros en manos de españoles al calor de la recuperación económica global. De cara a 2017, la aportación del efecto valoración a la reducción de la PIIN será mayor. Según nuestras previsiones, el BCE empezará a subir los tipos de interés a finales de este año. Por tanto, a medida que nos acerquemos a esta fecha los tipos de interés de los activos a medio y largo plazo irán remontrando, con lo que las carteras de renta fija perderán valor, lo que deshará el efecto valoración negativo observado durante los últimos años. De todos modos, es importante recordar que una reducción sostenida de la vulnerabilidad exterior ineludiblemente pasa por el mantenimiento de un superávit por cuenta corriente.

Evolución de la PIIN entre 2000 y 2012

(% del PIB)

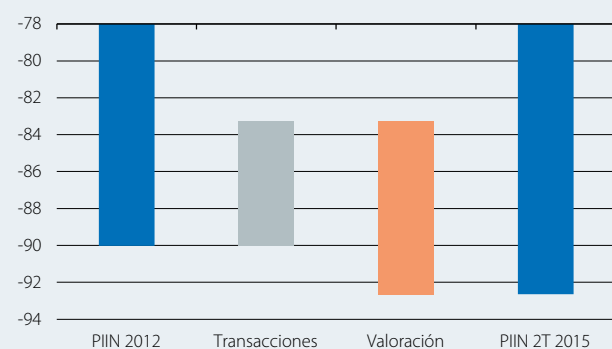


Nota: El cambio en la PIIN se descompone en (1) las transacciones financieras netas acumuladas en la balanza financiera y en (2) el efecto de valoración, que recoge las variaciones del precio de mercado de los activos y pasivos y el efecto del tipo de cambio, entre otros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (MBP5).

Evolución de la PIIN entre 2012 y el 2T 2015

(% del PIB)



Nota: El cambio en la PIIN se descompone en (1) las transacciones financieras netas acumuladas en la balanza financiera y en (2) el efecto de valoración, que recoge las variaciones del precio de mercado de los activos y pasivos y el efecto del tipo de cambio, entre otros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (MBP6).

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15	11/15
Industria									
Consumo de electricidad	-2,1	-0,1	-1,6	1,2	-0,2	2,4	-0,7	3,6	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	0,3	1,5	3,5	4,1	4,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-5,3	-3,2	0,9	0,7	1,4	-0,7	-1,5
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,7	54,4	54,8	52,8	51,7	51,3	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	4,0	12,1	17,0	19,6	21,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,6	0,3	8,9	10,2	12,2	12,9	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	3,2	7,2	7,5	6,6	5,9	4,9	4,2	4,4	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	54,3	56,7	58,3	58,1	55,1	55,9	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	2,8	2,5	2,9	3,3	3,9	5,4	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	21,7	31,4	13,6	23,1	22,5	5,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-9,6	-0,6	1,6	-1,3	-2,6	-1,2	0,6

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	08/15	09/15	10/15
Afiliados a la Seguridad Social¹									
Sectores de actividad									
Industria	-4,3	0,1	0,9	1,5	2,2	2,4	2,4	2,4	2,6
Construcción	-12,1	-1,6	1,6	4,6	5,6	4,6	4,5	4,5	4,3
Servicios	-2,0	2,2	2,8	3,5	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4
Situación profesional									
Asalariados	-3,8	1,4	2,3	3,0	3,8	3,6	3,5	3,5	3,6
No asalariados	-0,6	2,2	2,5	2,4	2,2	1,7	1,7	1,6	1,5
TOTAL	-3,2	1,6	2,3	2,9	3,5	3,3	3,2	3,2	3,2
Población ocupada²	-2,8	1,2	2,5	3,0	3,0	3,1	3,1	-	-
Contratos registrados³									
Indefinidos	-14,2	18,8	23,0	24,1	7,7	9,7	10,1	10,4	1,9
Temporales	6,4	13,1	7,7	12,2	11,2	9,7	10,0	9,8	3,6
TOTAL	4,0	13,4	8,8	13,2	10,9	9,7	10,0	9,9	3,4
Paro registrado³									
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-6,9	-9,8	-9,3	-13,4	-13,4	-12,4	-11,3
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,7	-6,1	-7,4	-7,7	-7,6	-7,5	-7,4
TOTAL	2,7	-5,6	-5,8	-6,5	-7,6	-8,2	-8,1	-8,0	-7,7

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

	2013	2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15	11/15
General	1,4	-0,1	-0,5	-1,0	-0,3	-0,4	-0,9	-0,7	-0,3
Subyacente	1,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,8	0,8	0,9	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	0,8	0,3	1,9	2,3	2,6	2,7	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-4,3	-9,7	-6,4	-9,7	-13,6	-13,1	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	08/15	09/15
Comercio de bienes											
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	3,2	-2,0	4,8	4,3	4,4	5,4	3,4	-0,8	1,1
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,0	3,7	7,3	5,0	2,5	5,8	3,3	1,5	1,8
Saldo corriente	15,6	10,2	14,2	8,2	7,5	10,2	12,1	15,0	16,3	15,8	16,3
Bienes y servicios	33,5	26,0	30,9	26,9	25,6	26,0	27,4	27,6	27,6	27,9	27,6
Rentas primarias y secundarias	-17,9	-15,7	-16,7	-18,7	-18,1	-15,7	-15,3	-12,6	-11,3	-12,1	-11,3
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,3	14,7	21,4	14,7	13,4	14,7	15,6	19,1	22,1	21,1	22,1

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

Sector público

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	09/15	10/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,9	-5,9	-0,6	-3,4	-3,7	-5,9	-0,7	-2,9	...	...	...
Estado ¹	-4,9	-3,9	-0,9	-2,6	-3,1	-3,9	-1,0	-2,1	-2,4	-2,4	-2,2
Comunidades autónomas	-1,6	-1,7	-0,3	-1,0	-1,0	-1,7	-0,2	-0,9	-1,0	-1,0	...
Corporaciones locales	0,6	0,6	0,1	0,1	0,4	0,6	0,1	0,2	...	...	...
Seguridad Social	-1,1	-1,0	0,3	-0,1	0,0	-1,1	0,3	-0,4	-0,3	-0,3	...
Deuda pública (% PIB)	93,8	99,4	96,7	98,2	98,6	99,4	99,8	99,5	...	...	...

Nota: 1. Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria y no incluye otros organismos de la Administración central.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	08/15	09/15	Saldo 09/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²												
Sector privado	-7,5	-6,2	-7,0	-6,2	-5,7	-5,9	-4,8	-4,2	-4,2	-4,4	-4,2	1.654,8
Empresas no financieras	-9,3	-7,0	-8,1	-7,0	-6,2	-6,9	-5,4	-4,6	-4,7	-5,1	-4,6	926,2
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,6	-5,2	-5,0	-4,6	-4,1	-3,7	-3,6	-3,5	-3,7	728,6
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	8,6	6,6	5,9	6,7	5,1	4,2	3,9	4,0	4,1	1.062,5
TOTAL	-0,5	-1,8	-2,0	-1,9	-1,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	2.717,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias												
Total depósitos	2,1	-0,9	0,1	-0,8	-1,2	-1,7	-1,3	-1,2	-1,1	-1,4	-1,1	1.156,7
A la vista	4,2	10,8	7,4	7,4	13,6	14,8	17,9	19,5	18,8	17,4	19,2	373,2
De ahorro	-0,1	5,8	3,8	5,9	6,9	6,8	10,5	12,3	13,7	13,1	14,4	245,2
A plazo	1,7	-7,6	-3,6	-6,1	-9,4	-11,3	-13,5	-15,5	-16,3	-15,9	-16,8	516,5
En moneda extranjera	16,8	1,1	-1,1	0,1	0,3	5,2	8,9	10,5	5,1	5,0	4,4	21,8
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-11,1	-8,3	-6,8	-6,8	-11,4	-11,5	-14,0	-16,3	-9,6	103,9
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,1	-1,6	-1,7	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3	-2,7	-1,8	1.260,6
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,4	13,1	13,0	12,5	12,1	11,0	10,7	10,9	10,7	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	58,6	59,4	59,1	58,1	58,5	60,0	60,6	60,5	60,6	-

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

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

PERSPECTIVAS 2016

Retos políticos en el horizonte para los países avanzados

En 2015, tuvo lugar un relevo en el ciclo económico entre las economías avanzadas y las emergentes: el crecimiento se aceleró de forma notable en las primeras y se desaceleró en las segundas. En 2016, el crecimiento se afianzará en las economías desarrolladas y alcanzará el 2,2% (respecto al 2,0% de 2015), mientras que en las emergentes llegará al 4,5% (respecto al 4,0% en 2015). EE. UU. y el Reino Unido ya se encuentran en una fase de crecimiento consolidado, con avances esperados del 2,5% y el 2,3% en 2016, respectivamente. Un poco más rezagados van la eurozona y Japón: la recuperación de la eurozona sigue el guion previsto, moderada pero sostenida, y se espera que el crecimiento del PIB alcance el 1,8% en 2016; y Japón, donde la actividad avanza de manera más lenta, crecerá un 1,0% en 2016. Son unas perspectivas económicas positivas para los países avanzados en conjunto, en un contexto de baja inflación que da margen para que la política monetaria se mantenga, en general, en modo expansivo. Sin embargo, no debemos olvidar que hay importantes riesgos en el horizonte, con un fuerte componente político. Pasemos a analizarlos en detalle.

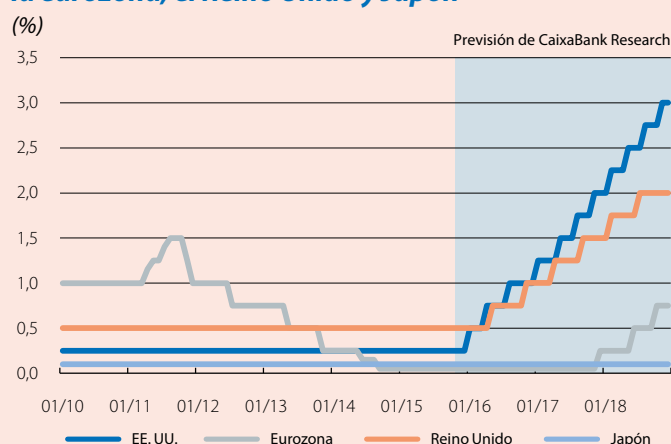
En primer lugar, la distinta posición que ocupan los países avanzados en el ciclo económico conllevará una divergencia monetaria con importantes efectos tanto para sus economías como a nivel global. En EE. UU., el inicio de la subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) será un paso importante en el proceso de normalización de su política monetaria, iniciada en 2013 con la reducción del nivel de compra de activos (*tapering*). El ritmo y la envergadura de las subidas dependerán de la capacidad de resistencia de su economía y, en particular, de la evolución del mercado de trabajo en el próximo año. Por el momento, la actividad avanza a buen ritmo y la tasa de desempleo se ha reducido hasta el 5,0% en octubre, acercándose a su nivel de equilibrio, aunque los aumentos salariales y la inflación general se muestran todavía contenidos y la participación laboral continúa siendo débil. El Reino Unido también debería iniciar en 2016, dada la recuperación de su economía, una normalización de su política monetaria mediante subidas de tipos que podrían ser más lentas y graduales que en ocasiones previas. El gobernador del Banco de Inglaterra (BoE) ha alertado, sin embargo, de que la subida se podría retrasar algunos meses a causa de los crecientes riesgos económicos globales y de la baja inflación. Ambos bancos parecen estar preocupados por el impacto de las subidas no solo en sus economías (que ya se hallan en una fase expansiva), sino también en el resto de países y en la estabilidad financiera global.

Mientras estas dos economías empezarán a normalizar su política monetaria en 2016, la eurozona y Japón continuarán con su política acomodaticia e incluso podrían intensificarla. El BCE mantendrá los tipos de referencia cercanos a cero y ha anunciado que podría aumentar su programa de expansión cuantitativa si lo considera necesario (véase el Focus «QE: el BCE se va de compras»). En Japón, el banco central también podría acelerar un ritmo de compra de activos ya elevado,¹ con el objetivo de acabar con la deflación e incrementar el PIB nominal.

Esta divergencia monetaria entre el bando anglosajón y el europeo-japonés continuará afectando a los tipos de cambio, apreciándose las divisas de aquellos países que normalicen su política monetaria (y depreciándose las divisas de las que no la normalicen), y tendrá consecuencias en los mercados financieros (véase el Dossier «2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente» para más detalle). También conllevará cambios en los flujos de capital entre países, incluidos los emergentes, que en los últimos años se habían beneficiado de las políticas expansivas mediante un aumento de la demanda e importantes entradas de capital.

Las políticas monetarias acomodaticias y no convencionales que se han llevado a cabo en estos años de crisis han tenido el objetivo de atajar de manera decisiva el problema del elevado paro y de la baja inflación tras la Gran Recesión. Sin embargo, las ganancias a corto plazo que comportan estas políticas se pueden convertir en costes a largo plazo. De particular preocupación son la excesiva liquidez y el aumento del endeudamiento global que han acarreado. Es patente cómo la excesiva liquidez ha

Evolución de los tipos de interés oficiales en EE. UU., la eurozona, el Reino Unido y Japón



Nota: Se incluyen previsiones hasta 2018.
Fuente: CaixaBank Research.

1. En los últimos 12 meses, hasta septiembre, el Banco de Japón ha comprado activos por valor de 80 billones de yenes, lo que equivale al 16% del PIB japonés (el programa de compra de activos de la Fed representó, en su momento máximo, el 6,5% del PIB estadounidense).

ayudado a incrementar los precios de ciertos activos: en EE. UU., el índice de S&P se ha revalorizado más de un 100% desde 2009, mientras que los precios inmobiliarios han subido de manera importante en el Reino Unido, los Países Bajos o Suecia. El endeudamiento privado (uno de los causantes de la crisis en primer lugar) también ha continuado aumentando como consecuencia de estas políticas monetarias, y se pueden estar dando casos de toma de riesgos excesivos.

Así, las subidas de tipos en los países avanzados deben iniciarse cuando haya signos de que la recuperación empieza a estar apuntalada, máxime cuando sabemos que los impactos de estas políticas no se perciben hasta varios trimestres después. En todo caso, los bancos centrales tendrán en cuenta los movimientos del resto de bancos centrales para modular su política. La interrelación de las políticas monetarias hace que, en términos relativos, la misma política expansiva del BCE sea relativamente menos expansiva si se retrasan las normalizaciones de la Fed o del BoE. Hay que tener en cuenta que la política monetaria se ha llevado al límite y que, si el crecimiento no se consolida, en particular en las economías de la eurozona y de Japón, es difícil que pueda aportar más. Sin embargo, las alternativas no son muy alentadoras. La política fiscal no tiene mucho margen de maniobra en los países de la eurozona que lo podrían necesitar. Tampoco en Japón, que, en definitiva, tiene un elevado déficit y altos niveles de deuda pública. Por otro lado, se debe avanzar ampliamente en la construcción del mercado único europeo. Aunque se han hecho progresos importantes, en particular en la construcción de la unión bancaria, todavía quedan importantes reformas por hacer, como indicó el «Informe de los cinco presidentes» en 2015. Por su parte, Japón debe avanzar en las reformas estructurales de su economía, el muy incompleto tercer pilar del *Abenomics*. Reformas que, además, tendrían efectos más a largo plazo.

Aparte de estos retos de política económica, los países avanzados tendrán que hacer frente en 2016 a unos riesgos políticos críticos tanto en clave interna como externa. EE. UU. encara el año en la recta final del mandato de Obama, cuya agenda ha acelerado en varios frentes. Alcanzar tratados comerciales como el TIPP o el TPP² es particularmente importante para impulsar el comercio mundial en un momento en el que se puede ralentizar. También lo son la renovación de las relaciones diplomáticas y comerciales con Cuba o cerrar un acuerdo con Irán que ponga fin a las restricciones comerciales, en particular de las exportaciones iraníes de bienes energéticos.

Por su parte, la Unión Europea tendrá que gestionar, en primer lugar, una grave crisis humanitaria en 2016: según ACNUR, la entrada de refugiados podría superar el millón de personas, al cual cabe añadir la cifra similar que se registró en 2015. A corto plazo, este flujo migratorio va a comportar un aumento del gasto público, aunque también, a medida que los refugiados se integren, un aumento de la fuerza laboral. La Comisión Europea ha estimado de manera tentativa que podría incrementar el nivel del PIB en 2 o 3 décimas en los dos próximos años. El reto será conseguir gestionar la llegada de refugiados, dadas las ya maltrechas relaciones entre los países de la Unión Europea más y menos reacios a la acogida. Asimismo, lograr una integración con éxito de estos refugiados es una cuestión vital para la estabilidad política del continente y para que puedan contribuir al crecimiento económico de la eurozona a largo plazo.

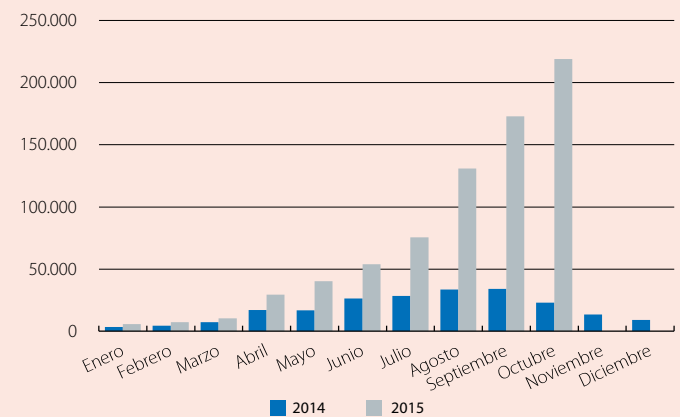
En este contexto se enmarcan otros riesgos políticos, como la fragmentación de los arcos parlamentarios en varios países, incluido España, el aumento de los partidos populistas (antieuro y antiinmigración), y el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que podría posibilitar una salida de la misma. Ante esta tesitura, será complicado progresar en la construcción de una unión económica en la eurozona. En clave externa, se añaden los riesgos que podría ocasionar en los avanzados la desaceleración de los países emergentes (véase el artículo del Dossier, «Perspectivas y dudas emergentes») y, de manera más aguda, los conflictos geopolíticos (Ucrania, Oriente Próximo) y el terrorismo, otros focos candentes de inestabilidad de graves consecuencias.

Como hemos visto, los riesgos de los países avanzados en 2016 serán cruciales y variados. En primer lugar, atañerán a la política monetaria, con las consecuencias de la creciente divergencia monetaria entre los países avanzados. Pero, en segundo lugar y de suma importancia, afrontaremos riesgos asociados a unos retos políticos, tanto internos como externos, de difícil gestión. 2016 no será, en cualquier caso, un año tranquilo.

Josep Mestres Domènech
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Llegadas marítimas de inmigrantes a Europa

Número mensual



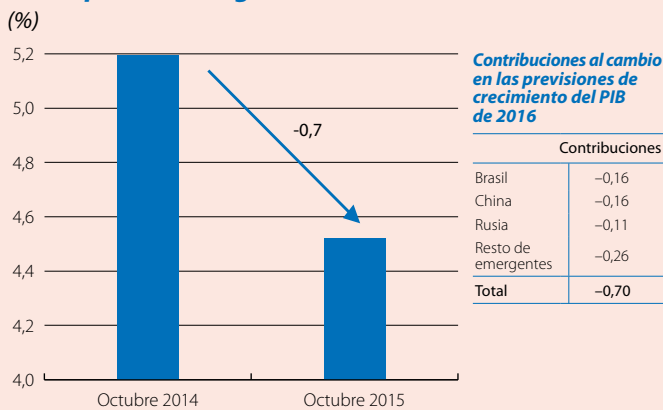
Nota: Las llegadas marítimas incluyen tanto a refugiados como a otros tipos de inmigrantes, aunque la mayoría proceden de áreas de conflicto como Siria (53%), Afganistán (18%) e Irak (6%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de ACNUR.

2. TIPP: Transatlantic Trade and Investment Partnership; TPP: Trans-Pacific Partnership.

Perspectivas y dudas emergentes

El bloque emergente acelerará su crecimiento en 2016 y, además, lo hará desde cotas ya significativas. Pero crecerá menos de lo que pensábamos hace unos meses, porque deberá encarar un triple choque: la ralentización de China (el mayor emergente de todos), los bajos precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras ante el inicio de la subida de tipos estadounidense. Muchos de los países emergentes se enfrentan a estos choques desde una posición más saneada que hace unos años y disponiendo de un mayor número de herramientas macroeconómicas para hacerles frente, por lo que es improbable que el bloque en su conjunto se adentre en una fase de turbulencias generalizada. Sin embargo, no se descartan baches puntuales, que, si se producen en economías grandes, se pueden notar más allá de sus propias fronteras.

Previsiones de crecimiento del PIB de los países emergentes en 2016 *



Nota: * Previsiones de octubre de 2014 y octubre de 2015. Para computar el agregado para el conjunto de emergentes y menos desarrollados se usa el PIB medido en paridad de poder adquisitivo. En particular, China representa el 30%, Rusia, el 5,3% y Brasil, el 5,0%.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO).

En general, las perspectivas de crecimiento del bloque emergente para 2016 son positivas: en agregado, pasará de un crecimiento del PIB del 4,0% en 2015 a un 4,5% en 2016.¹ Un avance considerable, pero inferior al que se estimaba a finales de 2014 (en el 5,2%).² Se trata de un recorte de nada menos que 7 décimas y que es consecuencia, precisamente, de los choques mencionados. Aunque el deterioro de las perspectivas de crecimiento para 2016 ha sido bastante generalizado en todos los emergentes, tres de ellos explican buena parte del empeoramiento del conjunto: Brasil, Rusia y China (véase el primer gráfico). Tres grandes emergentes y tres historias distintas.

El caso de Brasil es, seguramente, uno de los que más preocupan.³ Sus perspectivas de crecimiento para 2016 han pasado del +2,2% al -1,0% en apenas un año, lo que ha recortado 1,6 décimas al avance económico del total de emergentes, dado que su peso entre ellos es del 5%. La primera economía latinoamericana ha entrado en recesión debido al efecto combinado

de la debilidad exportadora y del empeoramiento de la demanda interna. Subyacen a estas tendencias el choque de las materias primas y la ralentización de China, pues Brasil es un importante exportador de minerales y alimentos (constituyen cerca del 50% del total de sus exportaciones) y su destino principal es, precisamente, el gigante asiático. Asimismo, el posible endurecimiento del entorno financiero internacional ante la inminente subida de tipos de la Fed es también un elemento que puede jugar en contra del país: Brasil ha multiplicado por 12 su deuda corporativa desde 2007. A todo ello se añaden las dificultades políticas del Gobierno para llevar a cabo reformas de calado, entre ellas, el ajuste fiscal anunciado para 2016, y para mejorar los desequilibrios macroeconómicos, tanto internos (la inflación se situó en el 9,9% en octubre) como externos (el déficit exterior fue del 4,3% del PIB en el 2T 2015).

Rusia es otro emergente en plena recesión, la cual se prolongará durante el próximo año. Y, como Brasil, sus perspectivas de crecimiento han ido empeorando con el tiempo: para el conjunto de 2016, han pasado del +1,5% en octubre de 2014 al -0,6% en octubre de 2015, lo que ha restado 1,1 décimas al crecimiento de los emergentes en agregado. Sin duda, la caída del precio del petróleo ha sido un elemento clave en la recesión del país, cuyos ingresos públicos y sector exterior dependen en exceso del sector energético. A esta circunstancia debemos añadir el enquistamiento de las tensiones geopolíticas con Ucrania y las sanciones de EE. UU. y la UE que siguieron a la intervención militar. A pesar del panorama de recesión previsto de cara a 2016 para el país euroasiático, es cierto que la fuerte depreciación del rublo (una de las más acusadas entre las monedas emergentes en los últimos 12 meses) ha ayudado a controlar los deterioros fiscal y exterior. A corto plazo, la mayor flexibilización de la divisa, adoptada a finales de 2014, ha absorbido parte del choque energético que ha sufrido el país. Asimismo, los últimos datos de actividad parecen indicar que la caída económica empieza a desacelerarse: el PIB descendió un 4,1% interanual en el 3T, por debajo del -4,6% del trimestre anterior.

Por último, el empeoramiento de las perspectivas de China ha restado 1,6 décimas al crecimiento del conjunto de los emergentes. Sin embargo, el caso del gigante asiático es muy distinto al de Rusia o Brasil. En primer lugar, las previsiones de crecimiento de

1. Según estimaciones del FMI para el conjunto de países emergentes y menos desarrollados.

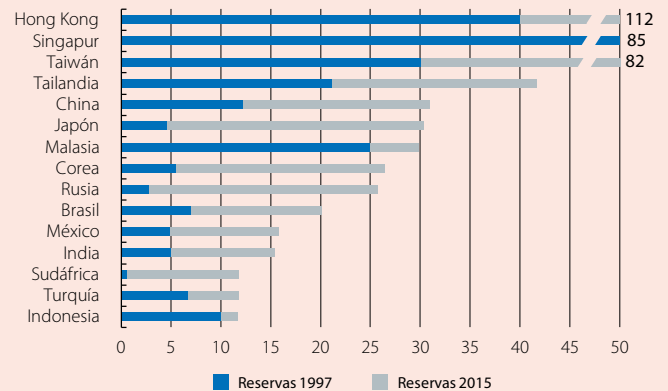
2. Comparativa de las estimaciones del FMI en su informe sobre perspectivas globales (WEO) de octubre de 2014 y de octubre de 2015.

3. Véanse los Focus «Brasil despierta el fantasma del contagio financiero a América Latina» y «Brasil en recesión, ¿contagio a América Latina» del IM11/2015.

China para 2016 siguen siendo significativas (del +6,3%, frente al +6,8% de hace un año). En segundo lugar, los choques a los que se enfrenta la economía son mayoritariamente internos y se prevén desde hace tiempo. En concreto, el agotamiento del patrón de crecimiento inversor-exportador y la necesidad de dirigirse hacia un modelo económico en el que el consumo y los servicios cobren un mayor protagonismo. Por último, dispone de un amplio abanico de herramientas de política económica y de colchones para hacer frente a posibles sorpresas (más que en el pasado y que en el caso de otros emergentes). En particular, hay margen para mayores medidas expansivas en los frentes fiscal y monetario, las reservas internacionales del país todavía se sitúan ligeramente por encima del 30% del PIB, a pesar de la reciente bajada, goza de un significativo superávit por cuenta corriente y su tipo de cambio es hoy más flexible que hace un año. Con todo, a pesar de los considerables mecanismos con los que cuenta el país para hacer frente a posibles adversidades, estas también son hoy mayores que hace unos años. A modo ilustrativo, en apenas siete años, la deuda empresarial, familiar y pública ha aumentado más de 100 puntos de PIB (del 158% al 283% del PIB).

Evolución de las reservas internacionales de los principales países emergentes *

En % del PIB de cada país



Nota: * Para algunos países se incluyen las reservas en oro.

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

Turquía, México y, sobre todo, la India son otros grandes emergentes cuyas perspectivas de crecimiento económico también han cambiado en los últimos meses: han empeorado para los dos primeros (del 3,7% al 2,9% para Turquía y del 3,8% al 2,8% para México) y han mejorado para el último (del 6,5% al 7,5%). Aunque Turquía y México han sufrido un deterioro similar, sus problemáticas y amortiguadores son distintos. Ciertamente, ambos países se verán favorecidos por las buenas perspectivas de crecimiento de dos grandes economías avanzadas, la eurozona y EE. UU., respectivamente. No obstante, Turquía deberá hacer frente al triple choque emergente en un contexto mucho menos propicio que el de México: con tensiones inflacionistas (la inflación alcanzó el 7,6% en octubre), un considerable déficit por cuenta corriente (del 6% del PIB en el 2T 2015), un nivel de endeudamiento corporativo en moneda extranjera elevado (cerca del 50%)⁴ y numerosos frentes abiertos en el ámbito geopolítico (el Kurdistán turco, Siria y la gestión de los refugiados, entre otros).⁵ Por el contrario, en México, la tasa de inflación se situó en octubre en el 2,5% y el déficit exterior, en el 2% del PIB. Pero, como Turquía, la segunda economía latinoamericana adolece de un elevado endeudamiento corporativo en moneda extranjera y su colchón de reservas, aunque muy superior al que ambos países tenían a finales de los años noventa, está todavía lejos del que presentan buena parte de los emergentes del sudeste asiático (véase el segundo gráfico).

El caso de la India es distinto a todos los anteriores, pues sus perspectivas de crecimiento económico han mejorado con respecto a octubre de 2014. Sin embargo, en esta mejoría hay un matiz importante: la India corrigió la serie histórica del PIB del periodo 2012-2014 y situó su avance 1,5 p. p. por encima de lo previamente estimado, lo que, lógicamente, comportó una revisión al alza de todas las estimaciones sobre el PIB que se elaboran para el país. Lejos de pensar que dicho cambio sobre las perspectivas de crecimiento en 2016 es meramente técnico, también refleja que la economía india ha crecido y crecerá más de lo que estimábamos en el pasado, lo que son siempre buenas noticias. Más aún cuando China está desacelerando y tan solo la India tiene el potencial de compararse en tamaño. Asimismo, el contexto macroeconómico del país ha mejorado en los últimos tiempos, lo que favorecerá que se cumplan los pronósticos de crecimiento: la inflación se situó en el 5,0% en octubre (frente al 10,7% en 2013), el déficit por cuenta corriente disminuyó hasta el 1,2% del PIB (desde el 2,5% en 2013) y el déficit fiscal fue mejor de lo esperado en el periodo comprendido entre abril y agosto (del 3,7% del PIB, frente al 5,5% previsto).

En definitiva, las perspectivas de crecimiento de los países emergentes son claramente favorables. A pesar de ello, serán uno de los focos de atención y preocupación de 2016, dado que la desaceleración china, la caída del precio de numerosas materias primas y el probable endurecimiento de las condiciones financieras entrañan riesgos considerables. Son unas circunstancias que podrían resfriar a más de un emergente, y quién sabe si hacer estornudar a sus vecinos próximos, pero que difícilmente generarán un episodio sistémico.

Clàudia Canals

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

4. Véase IMF (octubre de 2015), «Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets».

5. Véase el Focus «¿Es Turquía todavía un emergente frágil?» en este mismo Informe Mensual.

2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente

La divergencia de la política monetaria de EE. UU., por un lado, y de la eurozona y de Japón, por el otro, será, sin lugar a dudas, un factor trascendental de la evolución de los mercados financieros en 2016. Cobrará particular relevancia la velocidad del ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales en EE. UU., que prevemos que será lenta. Un segundo elemento de gran influencia durante el próximo año procederá del comportamiento de la economía china. El principal foco de atención sobre esta cuestión se situará en la capacidad de gestión, por parte del Ejecutivo chino, del proceso de desaceleración y transición en el que se encuentra inmersa su economía. Dadas estas coordenadas, las perspectivas de cara al próximo año para los activos financieros en el mundo avanzado (bolsas y bonos) son razonablemente positivas. La aceleración del crecimiento mundial, que prevemos que se situará en el 3,6% en 2016, y unas condiciones globales de liquidez que seguirán siendo abundantes serán unas palancas de apoyo importantes. Con todo, las elevadas valoraciones de muchos activos financieros sugieren que las tasas de retorno esperadas para los próximos 12 meses se sitúan significativamente por debajo de las registradas en el último lustro, tanto para los activos con riesgo como, en especial, para la renta fija soberana.

La dinámica favorable del precio de los activos financieros, al calor de unas condiciones monetarias muy laxas, ha sido una constante a lo largo de estos últimos años. En 2016, esta pauta probablemente se verá atemperada por la creciente atención de los inversores a los fundamentos macroeconómicos (crecimiento e inflación) como *drivers* de los precios de los activos financieros. En este sentido, adquirirán mayor peso las consideraciones en torno a la capacidad de generación de beneficios del sector corporativo. Resulta conveniente, por tanto, identificar dónde se sitúan las valoraciones de los activos financieros internacionales.

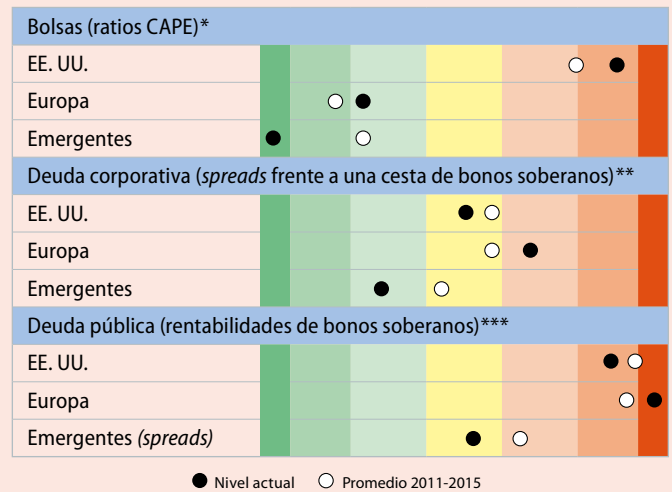
Un primer diagnóstico permite esbozar tres conclusiones. La primera es que las valoraciones de las bolsas y de la renta fija privada del bloque avanzado permanecen en la franja superior de las respectivas series históricas, especialmente en EE. UU. Este punto contribuye a limitar las tasas de retorno esperadas de ambas clases de activos para los próximos trimestres. En la eurozona, las perspectivas para las bolsas y los bonos corporativos son más halagüeñas, a consecuencia de unas ratios de valoración menos hinchadas que en EE. UU. y de la temprana fase del ciclo económico de la región. La depreciación del euro, que esperamos que prosiga en 2016, aunque de forma mucho más contenida que en 2015, el mantenimiento de unos precios energéticos bajos y la continuidad de unas condiciones de financiación muy favorables, gracias a la prolongación del programa de compras de bonos del BCE, deberían ser los principales sustentos que apuntalen la recuperación de los beneficios en la eurozona.

La segunda conclusión hace referencia a las también elevadas cotizaciones (y a las consiguientes bajas tasas de rentabilidad esperada) reinantes en todo el espectro de activos de deuda pública de los países avanzados. Valoraciones que, en efecto, se han visto distorsionadas por los sucesivos programas de compra de bonos soberanos (QE) que los principales bancos centrales del globo han adoptado a lo largo de estos años. En EE. UU., el comienzo inminente del ciclo de subidas de los tipos de interés contribuirá a normalizar de forma gradual las valoraciones del mercado de *treasuries*, mientras que, en la eurozona y en Japón, los tipos de interés nominales permanecerán en niveles muy bajos. No obstante, es probable que en el último tramo de 2016 los inversores perciban la cercanía del final de las compras de activos en la eurozona, lo que comportará el inicio de una suave tendencia al alza en las *yields* soberanas de la región. Según las previsiones de CaixaBank Research, se espera que la rentabilidad del bono estadounidense a dos años aumente alrededor de 100 p. b. el próximo año, en contraste con el aumento esperado de 30 p. b. en el caso del bono alemán del mismo plazo, hasta el 1,85% y el 0,0%, respectivamente.

El análisis de los países emergentes nos conduce a la tercera conclusión. A diferencia de lo observado en los mercados avanzados, las métricas de valoración de las bolsas y de la deuda corporativa emergente permanecen en cotas muy deprimidas, solo vistas

Valoraciones de los activos financieros internacionales

(En percentiles de la distribución histórica de cada serie: rojo/verde indica condiciones de sobrecompra/sobreventa)



Notas: * Series históricas desde 1945 para EE. UU., 1982 para Europa y 1997 para emergentes.
 ** Series históricas de los spreads de la deuda con grado especulativo desde 1998 para EE. UU., Europa y emergentes. Índices de deuda corporativa de BoAML.
 *** Para EE. UU. y Europa, series históricas desde 1986 de los índices de deuda pública de BoAML. Para emergentes, serie histórica desde 1998 de los spreads del índice EMBIG Diversified de J. P. Morgan.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, BoAML y J. P. Morgan.

en periodos de gran incertidumbre como la crisis financiera asiática de 1997 o la Gran Recesión de 2008. Sin duda, el endurecimiento de las condiciones financieras externas para el grueso de las economías emergentes, el desplome de las cotizaciones de las materias primas o los desequilibrios internos que todavía quedan por corregir en algunos países emergentes constituyen retos notables. Sin embargo, consideramos que el balance de riesgos del bloque emergente es gestionable (sobre esta cuestión, véase el artículo «Perspectivas y dudas emergentes» del presente Dossier). Por esta razón, el cuadro macroeconómico que proyectamos para este heterogéneo grupo de países de cara a los años venideros es, en términos generales, positivo y, en consecuencia, pensamos que los activos financieros emergentes y sus divisas gozan de unas perspectivas relativamente favorables. No obstante, la materialización de este escenario será irregular y dependerá de la progresiva recuperación de la confianza de los inversores internacionales, que seguramente se manifestará con mayor claridad en la segunda mitad de 2016.

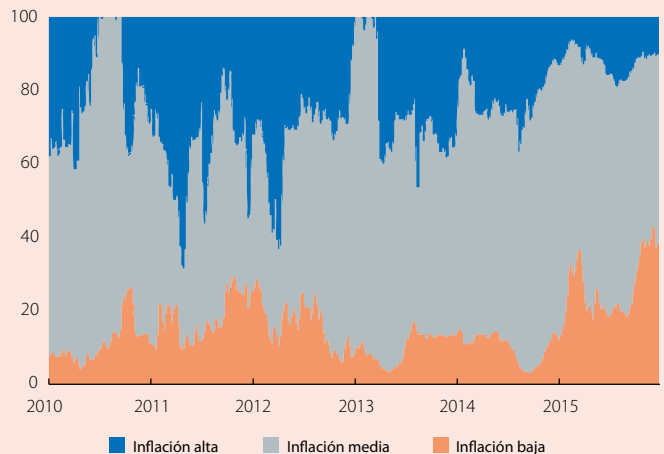
El panorama constructivo para los mercados internacionales en 2016 no está exento de riesgos. Un primer foco de incertidumbre procede de la capacidad de la Fed para llevar a buen puerto la normalización de los tipos de interés. Diversas cuestiones podrían alterar la ejecución de tal proceso: por ejemplo, la irrupción de un *shock* negativo que trunque la fase expansiva de la economía americana, el retraso que pueda causar la situación política propia de un año electoral sobre los planes de la Fed para endurecer las condiciones monetarias o una estrategia de comunicación poco precisa y errática del banco central. Aunque la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, sus efectos serían potencialmente disruptivos para los mercados financieros globales. En el caso de que se produjese un *shock* negativo sobre la economía estadounidense, las *yields* soberanas a largo plazo descenderían con fuerza, mientras que, en los dos últimos, repuntarían. Un segundo foco de posible inestabilidad proviene del riesgo asociado a un cambio de las expectativas del mantenimiento de un entorno desinflacionista durante largo tiempo (véase el gráfico). La exigua prima por inflación que

refleja el mercado de bonos estadounidense puede revertir su tendencia bajista de forma abrupta si los indicadores de precios y salarios en EE. UU. sorprenden al alza. Ello desembocaría en repuntes de las rentabilidades de los *treasuries*, mientras que el impacto sobre las bolsas sería, *a priori*, menos desfavorable. La materialización de este riesgo supondría un marcado deterioro del entorno financiero emergente por la probable intensificación de las salidas de capitales y la depreciación de las divisas emergentes.

Por último, China representa otra fuente de riesgo financiero de cara al próximo año. La eventual entrada de la economía china en una fase de desaceleración más pronunciada (el denominado *hard landing* o «aterrizaje forzoso») provocaría, en un inicio, fuertes alzas en la aversión global al riesgo, descensos pronunciados en los mercados de mayor riesgo y la búsqueda de activos considerados más seguros. En paralelo, las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes saldrían particularmente malparadas, lo que, a su vez, desembocaría en episodios de turbulencias en los mercados emergentes. Aun así, pensamos que la probabilidad asociada a este escenario de riesgo es baja, dado que las autoridades chinas no dudarían en elevar el alcance de sus medidas de estímulo monetario para atajar estos riesgos de cola.

En suma, la evolución de la escena financiera internacional en 2016 estará caracterizada por un mejor comportamiento relativo de los activos de riesgo frente a la deuda pública en los países avanzados, así como por unas rentabilidades menos abultadas que en los años precedentes para ambas clases de activos. Si bien no esperamos que los interrogantes que se ciernen sobre el entorno global hagan descarrilar el escenario positivo previsto, la menor liquidez en un gran número de mercados amplificará los probables episodios de *risk-off* que puedan surgir en 2016. La cautela será, por tanto, una valiosa compañera de viaje a lo largo del próximo año.

EE. UU.: expectativas de inflación a cinco años vista * (%)



Nota: * Probabilidades implícitas en las opciones sobre inflación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs Global Investment Research.

Carlos Martínez Sarnago

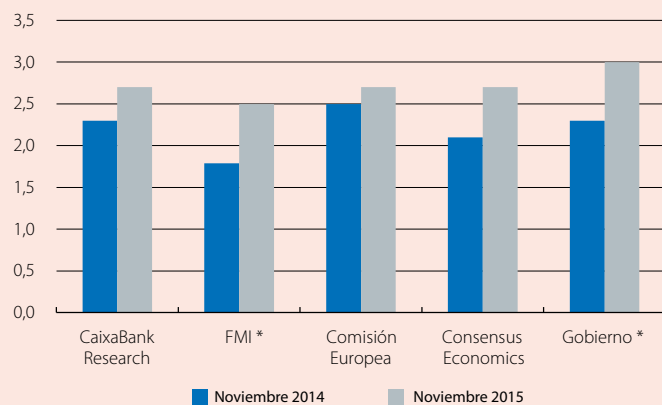
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

La recuperación en España: un salto cualitativo

Las perspectivas para 2016 son favorables para la economía española. Los pronósticos de la mayoría de organismos internacionales la sitúan a la cabeza de los países europeos de mayor tamaño, con crecimientos previstos del PIB que oscilan entre el 2,5% del FMI y el 3,0% del Gobierno. Nuestra previsión, del 2,7%, se fundamenta en una demanda interna que seguirá siendo el motor del crecimiento, pero que pierde algo de impulso, y una demanda externa que empezará a contribuir positivamente al crecimiento. Aunque esta cifra es algo inferior a la que se espera para 2015, un 3,1% según nuestras previsiones, hay que tener en cuenta que los apoyos temporales, como la rebaja fiscal o la caída del precio del petróleo, han sido determinantes para lograr el actual ritmo de avance. En 2016, a medida que el impacto de estos apoyos vaya desvaneciéndose, es de esperar que la velocidad de crecimiento se modere. Sin embargo, los elementos de fondo que sostienen un crecimiento más equilibrado a largo plazo irán ganando protagonismo. Así, tras un año que, sin ningún lugar a dudas, ha sido excepcional tanto en crecimiento como en creación de empleo, prevemos que 2016 no será tan bueno en términos cuantitativos pero que, en cambio, sí lo será en términos cualitativos. A continuación desgranamos los elementos sobre los que prevemos que se asiente el crecimiento de la economía española el próximo año.

Previsiones de crecimiento del PIB para 2016

Variación anual (%)



Nota: * Las previsiones del FMI corresponden a octubre de cada año y la previsión del Gobierno de noviembre de 2014 corresponde al Plan de Estabilidad 2014-2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, la Comisión Europea, el Ministerio de Economía y Consensus Economics.

Un primer factor de fondo que ha estado apoyando la recuperación económica, y que ganará vigor en 2016, es el crédito bancario. La demanda de crédito aumentará, pues el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas, que hasta ahora limitaba el avance del consumo y la inversión, está ya muy avanzado. Las ratios de deuda del sector privado seguirán descendiendo a niveles más sostenibles, pero este descenso será compatible con un mayor crecimiento de la concesión de nuevo crédito, ya que esperamos que la renta disponible de los hogares y los beneficios empresariales también crezcan a un mayor ritmo. Además, no todos los agentes presentan el mismo nivel de endeudamiento: aquellos con capacidad crediticia y proyectos rentables deberían contar con el impulso del crédito para consumir e invertir. Por el lado de la oferta, las entidades bancarias también están en mejor posición de conceder crédito que en el pasado, gracias, en buena parte, al proceso de reestructuración y consolidación bancaria que ha permitido reforzar la posición de solvencia y liquidez de las

entidades resultantes. La vitalidad crediticia se corrobora en los datos más recientes de nuevas operaciones: el crédito a hogares para el consumo y a empresas por un importe inferior a 1 millón de euros (el que suelen solicitar las pymes) creció respectivamente un 19,6% y un 14,6% entre enero y septiembre respecto al mismo periodo de 2014. Por su parte, la concesión de crédito hipotecario, que tardó más en despegar, es la que con más fuerza está creciendo recientemente. A todo ello se suma la adopción de mayores estímulos monetarios por parte del BCE, lo que contribuirá a relajar las condiciones de financiación.

Un segundo factor que favorecerá el desempeño de la economía española en 2016 es el sector inmobiliario, que, tras ocho años de ajuste, volverá a aportar positivamente al crecimiento. La demanda de vivienda ya ha presentado signos claros de recuperación durante 2015 gracias a la incidencia de varios factores, como la creación de más de medio millón de nuevos empleos, y su impacto positivo sobre la renta de las familias y la confianza en general, y la mejora del acceso al crédito mencionada anteriormente. Además, en 2015, los precios de la vivienda volvieron a crecer después de seis años en contracción, lo que puede haber contribuido a desatascar una demanda de vivienda retenida que aguardaba a que se completara el ajuste en precios. Sin embargo, aunque la inversión en construcción no residencial repuntó en 2015, sobre todo por la licitación de obra pública en la primera mitad del año, la inversión residencial estuvo todavía adormecida debido al elevado stock de viviendas por vender. De cara a 2016, prevemos que finalmente despertará: puesto que la distribución geográfica del stock es muy desigual, en algunas zonas ya se empieza a detectar cierta escasez al concentrar, precisamente, la mayor parte de las compraventas (véase el Focus «La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción» del IM11/2015). En consecuencia, la construcción residencial se incrementará notablemente para satisfacer la creciente demanda en estas zonas, de modo que el ritmo de avance de la inversión en construcción residencial se acelerará del 3,5% en 2015 al 6,1%, y su contribución al crecimiento del PIB aumentará en algo más de 1 décima, hasta los 0,3 p. p. Estas cifras son muy significativas si se comparan con la contribución negativa de 0,9 p. p. que se registró, en promedio, entre 2008 y 2014. En este contexto, se espera que la evolución de los precios de la vivienda sea muy heterogénea entre regiones. Así, es posible observar presiones temporales al alza en los precios de la vivienda en

aquellas zonas donde la construcción de obra nueva no sea suficiente para satisfacer la demanda. Naturalmente, no es deseable una vuelta al patrón de crecimiento del pasado. Y de momento no hay indicios de que así sea: la construcción ahora se concentra en las regiones con necesidad de vivienda.

De todos modos, la mejora de la calidad del crecimiento económico llegará de la mano de las reformas estructurales implementadas en los últimos años. En 2016, se seguirá creando empleo a buen ritmo, en parte gracias a la mayor flexibilidad introducida por la reforma laboral, pero el elevado desempleo mantendrá los incrementos salariales contenidos. Por tanto, esperamos que la recuperación de la demanda interna se sustente en el mayor número de ocupados, y no en un aumento significativo del salario por trabajador. De esta manera, se mantendrán las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años. Con todo, cabe señalar que la mejora de los costes laborales unitarios respecto a los de los socios comerciales no puede darse por hecha, sino que es imprescindible seguir llevando a cabo reformas estructurales para mantener la posición competitiva internacional. Es cierto que, de forma temporal, el bajo precio del petróleo y la depreciación del euro están jugando a favor de la corrección del desequilibrio exterior. De cara a 2016, mientras que prevemos un paulatino aumento del precio del petróleo, esperamos que la depreciación del euro continúe en vista de la predisposición del BCE a adoptar mayores estímulos monetarios a la vez que la Fed inicia su normalización monetaria. Sin embargo, cuando el tipo de cambio deje de ayudar, será necesario ahondar en las reformas del mercado de trabajo y de productos para que sean más eficientes, y apostar por la innovación y la formación de los desempleados. De hecho, dado el lapso de tiempo necesario hasta que las reformas estructurales empiecen a surtir efecto, la política monetaria acomodaticia debe entenderse como un balón de oxígeno para su implementación.

No hay que olvidar que una de las mayores vulnerabilidades de la economía española es su elevada posición deudora internacional y que, para reducirla a niveles sostenibles, es imprescindible seguir ganando competitividad y ampliar el superávit por cuenta corriente. Además, también es crucial que los inversores internacionales mantengan la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española para seguir atrayendo capitales e inversiones extranjeras. En este sentido, un riesgo en clave interna que puede afectar a la evolución de la actividad económica es la incertidumbre política. Una mayor fragmentación parlamentaria puede dificultar la adopción de reformas estructurales de calado y la senda de consecución de la estabilidad presupuestaria.

Sin embargo, los mayores riesgos a los que se enfrenta la economía proceden del exterior. El principal es una desaceleración pronunciada del crecimiento de los países emergentes, aunque la actividad económica ha resistido bien al menor crecimiento que registraron en 2015. Una buena muestra de ello es que la caída de los pedidos industriales de fuera de la eurozona se ha compensado con creces con el aumento de los pedidos europeos. Aunque la mayoría de emergentes presenta un cuadro macroeconómico relativamente balanceado y dispone de suficiente margen de política económica para hacer frente a posibles eventualidades (véase el artículo «Perspectivas y dudas emergentes», en este mismo Dossier), preocupa la delicada situación en la que se encuentran algunos de los principales países de Latinoamérica, ya que la economía española mantiene estrechos lazos con esta región. Aunque los vínculos comerciales son moderados (las exportaciones españolas de bienes y servicios a América Latina representan alrededor del 7% del total de exportaciones españolas), la inversión directa es muy relevante. En concreto, un 33,3% de la inversión directa de España en el exterior se localiza en Latinoamérica y, en 2014, la región generó un 37,4% de los ingresos por rentas de inversión que España recibió del resto del mundo.¹

En conclusión, en 2016 deberíamos presenciar cómo los factores de fondo son capaces de tomar el relevo e impulsar el crecimiento de la economía española. Las reformas estructurales implementadas empiezan ya a dar sus frutos, pero hay que seguir fortaleciendo los cimientos antes de que llegue la próxima tormenta. Los riesgos que planean sobre la economía no son menores.

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

1. «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España», Banco de España, 2014.

Previsiones de variables clave para 2016

Variación anual (%), salvo indicación expresa

	2015	2016
<i>Crédito bancario</i>		
Hogares - consumo	1,5	4,6
Sociedades no financieras	-3,3	1,0
<i>Sector inmobiliario</i>		
Inversión en construcción residencial	3,1	5,4
Precio de la vivienda	2,0	3,0
<i>Hogares</i>		
Puestos de trabajo creados (núm.)	537.600	414.000
Renta bruta disponible	2,8	3,2
<i>Sector exterior</i>		
Exportaciones reales	6,1	6,6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,7
<i>Prima de riesgo (p. b.)</i>	121	100

Fuente: CaixaBank Research.

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 energéticas: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

30 de junio de 2015

	MILLONES €
Recursos de clientes	296.412
Créditos sobre clientes	211.559
Resultado atribuido al Grupo (enero-junio 2015)	708
Capitalización bursátil	23.961
Cientes (millones)	13,8
Empleados	33.157
Oficinas en España	5.345
Terminales de autoservicio	9.724

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":
PRESUPUESTO 2015**

	MILLONES €
Sociales	336
Ciencia y medio ambiente	56
Culturales	67
Educación e investigación	41
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., 2015

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

