

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 403 | JULIO-AGOSTO 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*La bolsa europea frente a la estadounidense:
mind the gap*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Las divisas emergentes: dónde están y hacia
dónde van*

UNIÓN EUROPEA

TARGET2: operación liquidez

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*El sector agroalimentario español: la huerta
de Europa y mucho más*

DOSSIER:

EL NUEVO ENTORNO PARA LA BANCA

*La (r)evolución del marco regulatorio
y supervisor a raíz de la crisis*

*Rentabilidad y riesgos de la banca europea:
tendencias divergentes*

*El sector bancario y el mercado de capitales:
la unión hace la fuerza*

*Las plataformas de financiación
participativa: ¿una alternativa a la
financiación bancaria?*

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2016

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Suscripción a publicaciones impresas:

publicaciones@caixabankresearch.info

Fecha de cierre de esta edición:

30 de junio de 2016

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 *Deuda a ultralargo plazo: el árbol que oculta el bosque*10 *La bolsa europea frente a la estadounidense: mind the gap***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Radiografía de la mejora del mercado laboral en EE. UU.*16 *Las divisas emergentes: dónde están y hacia dónde van***18 UNIÓN EUROPEA**21 *TARGET2: operación liquidez*22 *Empresas más pequeñas y menos productivas en un mercado europeo fragmentado***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La devaluación interna, clave en el auge de las exportaciones*28 *La sostenibilidad de las cuentas de la Seguridad Social, la tarea pendiente*29 *El sector agroalimentario español: la huerta de Europa y mucho más***32 DOSSIER: EL NUEVO ENTORNO PARA LA BANCA**32 *La (r)evolución del marco regulatorio y supervisor a raíz de la crisis*

Gerard Arqué

34 *Rentabilidad y riesgos de la banca europea: tendencias divergentes*

Pau Labró Vila

36 *El sector bancario y el mercado de capitales: la unión hace la fuerza*

Carlos Martínez

38 *Las plataformas de financiación participativa: ¿una alternativa a la financiación bancaria?*

Denis Nakagaki

El nuevo entorno para la banca

Los cambios en el entorno son una constante para todas las empresas: la tecnología, las actuaciones de los competidores, los hábitos sociales, los precios de los insumos, las condiciones de demanda, la regulación... son todos factores que evolucionan sin pausa. En determinados momentos, sin embargo, la velocidad y profundidad de los cambios se disparan hasta transformar radicalmente sectores enteros. Sin duda, desde hace ya unos años, el sector bancario europeo vive uno de esos momentos.

El nuevo entorno para la banca está marcado por varios elementos. En primer lugar, por la pérdida de reputación sufrida durante la crisis. Y un negocio como el de la banca, por definición, no puede prosperar en un clima de desconfianza. Mejorar la reputación, desde la humildad, el foco en el cliente y la responsabilidad social, se impone como una prioridad.

El nuevo marco regulatorio, que despliega los principios de Basilea 3 y la unión bancaria europea, también supone un importantísimo reto de anticipación y adaptación. El fuerte aumento de los requisitos de capital y liquidez derivados de Basilea 3 encarece la intermediación bancaria y presiona la rentabilidad del sector. Algunas normas pendientes de concretar podrían elevar aún más unas exigencias para las que se ha demostrado que de poco sirven las fases de transición: los mercados demandan anticipadamente lo que los reguladores exigen para dentro de unos cuantos años.

La unión bancaria europea, por su parte, implica un proceso de armonización regulatoria que tardará años en culminar; cambios en el mecanismo de supervisión, con costes de ajuste para todas las partes implicadas; y unas nuevas reglas de resolución (aplicables a las entidades que puedan tener problemas), con aspectos importantes todavía pendientes de concretar. Sería conveniente disparar cuanto antes todas estas incertidumbres y adentrarnos en un periodo de estabilidad regulatoria.

La unión bancaria también facilitará la formación de grandes entidades paneuropeas. Quizás no a corto plazo, pero tampoco pasarán muchos años para comenzar a ver integraciones importantes a nivel europeo. Las entidades más fuertes serán las protagonistas.

La regulación no es el único factor que presiona la rentabilidad, ni tan siquiera el más importante. Los bajos tipos de interés, el todavía elevado coste en términos de provisiones y el débil crecimiento de los volúmenes de negocio constituyen los vientos de cara más relevantes. En este contexto, la disciplina de costes y la innovación para ofrecer la mejor propuesta de valor a los clientes devienen fundamentales. Alcanzar niveles de rentabilidad sostenibles no es opcional, es la única manera de garantizar que la banca siga jugando su rol fundamental en la provisión de financiación a la economía real. En esta cuestión, por cierto, a menudo se presenta una falsa disyuntiva entre banca y mercados de capitales cuando la realidad es que ambos ámbitos tienen más de complementarios que de sustitutos.

En términos de tecnología y hábitos sociales, la digitalización abre un nuevo mundo de posibilidades para interactuar con los clientes, conocer mejor sus necesidades y ofrecer un mejor servicio. También aumenta la competencia con la aparición de nuevos competidores. Todo ello pone a prueba la agilidad y la capacidad de innovación de la banca tradicional. Solo las organizaciones flexibles, aquellas capaces de cuestionarse constantemente si como hacíamos las cosas ayer es como deben hacerse hoy, podrán optar al éxito.

En el Dossier del *Informe Mensual* de este mes tratamos algunos de estos temas: el nuevo marco regulatorio de la banca, las presiones sobre la rentabilidad, la interacción entre el sector bancario y los mercados de capitales, y el crecimiento de las plataformas de financiación participativa. Se trata de elementos de cambio que configuran un entorno enormemente retador para el sector. El reto último, sin embargo, no cambia: tener la confianza de clientes, accionistas y del conjunto de la sociedad.

Enric Fernández
Director de Estrategia Bancaria
30 de junio de 2016

CRONOLOGÍA

JUNIO 2016

- 23 Reino Unido vota salir de la UE y se desencadenan fuertes turbulencias en los mercados internacionales.
- 26 Se celebran elecciones generales anticipadas en España.
- 29 El BCE restituye la elegibilidad de la deuda pública griega como garantía en las operaciones regulares de financiación del banco central y reconoce el compromiso del Gobierno heleno por aplicar las medidas de ajuste acordadas.

MAYO 2016

- 11 El Senado de Brasil cesa de forma temporal a la presidenta Dilma Rousseff, lo que ha intensificado la inestabilidad política del país.
- 18 La Comisión Europea propone unos nuevos objetivos de déficit público a España, del 3,7% del PIB en 2016 y del 2,5% en 2017, cuya aprobación se pospone a julio, junto con la decisión sobre la multa por el incumplimiento del déficit en 2015.
- 24 El Eurogrupo aprueba la primera revisión del programa de ayuda financiera a Grecia y el desembolso del segundo tramo (10.300 millones de euros). También acuerda que se alargarán los vencimientos y que se aplazará el pago de intereses de la deuda pública, pero sin concretar detalles.

ABRIL 2016

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

MARZO 2016

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

FEBRERO 2016

- 1 Se inicia el proceso de elecciones primarias para elegir a los candidatos a la presidencia de los Estados Unidos. Las elecciones presidenciales se celebrarán el 8 de noviembre de 2016.
- 24 La Autoridad Bancaria Europea publica la metodología y los escenarios macroeconómicos para llevar a cabo las pruebas de estrés del sistema bancario europeo.

AGENDA

JULIO 2016

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 6 Índice de producción industrial (mayo).
- 15 Cuentas financieras (1T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 21 Comercio exterior (mayo).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 26 Ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 28 Encuesta de población activa (2T).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
- 29 Avance PIB (2T).
PIB de la eurozona (2T).
PIB de EE. UU. (2T).
Avance IPC (julio).
Balanza de pagos (mayo).

AGOSTO 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 5 Índice de producción industrial (junio).
- 15 PIB de Japón (2T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (junio).
- 19 Comercio exterior (junio).
- 25 Contabilidad nacional trimestral (2T).
- 30 Avance IPC (agosto).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (agosto).
- 31 Balanza de pagos (junio).
Ejecución presupuestaria del Estado (julio).

Panorama tras el *brex*it

El *brex*it abre la puerta a una nueva etapa de volatilidad financiera. La evolución de las cotizaciones de los activos de riesgo durante el 2T ha tenido dos fases muy contrastadas. Hasta finales de mayo se prolongó el proceso de recuperación de los precios, que se inició en el pasado mes de febrero. Aunque no se trató de una expansión excesivamente dinámica, ni sin vaivenes, la tendencia de fondo era la de dar claro carpetazo al episodio de fuerte volatilidad del primer mes y medio de 2016. Pero desde principios de junio el mercado empezó a alimentar las dudas sobre su dirección futura. En el sentir de los inversores pesaba, en particular, una conjunción de citas importantes en junio (reuniones de la OPEP y de la Reserva Federal, elecciones españolas y, en especial, el trascendental referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE), lo que justificaba esperar antes de tomar decisiones financieras. A medida que se iban superando los diferentes acontecimientos, la confianza inversora retornaba progresivamente. En esta tesitura, el resultado favorable al *brex*it cogió a los inversores por sorpresa, se saldó con fuertes caídas en las bolsas y los activos de riesgo y con un flujo de capitales hacia los valores refugio. A partir de esta situación, ¿qué cabe esperar?

El impacto económico final del *brex*it dependerá en gran medida de la respuesta en clave política. Existen tres grandes ámbitos políticos que condicionarán los efectos económicos del *brex*it. El primero es el de las relaciones entre la Unión (y la eurozona) y el Reino Unido. El escenario más favorable, también el más lógico, es que se halle un punto de encuentro entre una posición de dureza comunitaria, para disuadir de posibles procesos de emulación en otros socios europeos, y una posición de «divorcio de terciopelo» excesivamente favorable para los británicos. Este equilibrio se verá probablemente acompañado de un refuerzo del compromiso con el proyecto europeo y la moneda única. El segundo es la cristalización de las opciones populistas y euroescépticas. El referéndum sobre la reforma constitucional italiana de octubre y las elecciones legislativas de Francia y Alemania, en 2017, confirmarán, a nuestro juicio, que el peso de dichas opciones se mantendrá acotado. Finalmente, el tercer frente político es el interno del Reino Unido. El relevo anunciado del Primer Ministro, hacia octubre, y la posición escocesa, notoriamente opuesta al *brex*it, debilita la gobernabilidad del país y eleva la presión en aras de un acuerdo que no represente una ruptura radical con el *statu quo* actual.

Reino Unido caerá en recesión, pero el crecimiento global aguantará el golpe. Desde CaixaBank Research se espera que en los tres ámbitos anteriores se alcance un equilibrio suficiente para evitar un impacto generalizado en el crecimiento europeo y mundial. En particular, se prevé que el Reino Unido sufra una caída del PIB debido a que la elevada incertidumbre reinante frenará las decisiones de inversión y consumo. Se tratará, con todo, de una recesión transitoria que se irá difuminando a medida que las negociaciones empiecen, previsiblemente a finales de 2016. Para la eurozona en su conjunto el efecto previsto será una moderada desaceleración del crecimiento, mientras que en el resto del globo el efecto será aún menor (moderado para EE. UU., que no deja de tener vínculos con la UE bastante estrechos; mínimo o nulo en el resto de economías). Este impacto reducido en términos generales se deberá, asimismo, a que el momento económico en el que se produce el *shock* de incertidumbre es razonablemente benigno. Los indicadores disponibles confirman que la economía mundial sigue acelerando su ritmo en el 2T, especialmente en Europa y EE. UU., pero también en muchos emergentes. Un elemento adicional que jugará a favor es que las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias y que se espera que, en los próximos meses, los bancos centrales pospongan cualquier medida de restricción monetaria. Además, los banqueros centrales han reiterado su disposición de proveer de la liquidez que las entidades de crédito puedan demandar en momentos de incertidumbre financiera.

En este contexto, España debería verse relativamente poco afectada. Fuera del turismo (un 23% de nuestros turistas son británicos), los vínculos directos con el Reino Unido no son excesivos. Además, la actividad mostraba en los últimos meses una notable inercia de crecimiento que, de mantenerse, hubiese propiciado probablemente una revisión positiva de la previsión de avance del PIB de 2016 que maneja CaixaBank Research (recordemos, aumento del PIB del 2,8%). Ahora, el efecto del *brex*it neutraliza este sesgo alcista del escenario para 2016 y justifica una mínima revisión a la baja del crecimiento esperado en 2017, del 2,4% al 2,2%. En definitiva, la economía española ejemplifica como pocas la fortuna de estar en buena disposición de capear el temporal de incertidumbre gracias a encontrarse en una coyuntura macroeconómica favorable. Es labor del futuro Gobierno trabajar para que los *shocks* que en tiempos venideros puedan producirse encuentren nuestra economía también en una posición holgada para afrontarlos.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,26	0,52	1,06	0,50	0,50	0,50	0,58	0,83	1,00
Líbor 3 meses	0,23	0,32	0,70	1,31	0,62	0,64	0,72	0,82	0,99	1,20
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,25	1,69	1,17	1,25	1,27	1,29	1,42	1,60
Deuda pública a 2 años	0,44	0,67	0,82	1,58	0,85	0,77	0,75	0,89	1,17	1,45
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	1,81	2,44	1,92	1,75	1,70	1,88	2,10	2,33
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	0,21	-0,02	-0,24	-0,14	-0,19	-0,26	-0,26	-0,26	-0,25	-0,18
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	-0,01	0,13	0,01	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	0,07
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,49	-0,14	-0,46	-0,52	-0,54	-0,45	-0,37	-0,25
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,17	1,00	0,30	0,12	0,06	0,19	0,40	0,80
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,11	1,11	1,07	1,10	1,13	1,11	1,09	1,06	1,07
¥/€	140,42	134,35	121,84	123,65	127,28	122,22	119,03	118,82	121,06	123,85
£/€	0,81	0,73	0,81	0,79	0,77	0,79	0,84	0,84	0,82	0,80
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	46,72	65,58	35,72	47,29	50,60	53,26	58,49	64,39
Brent (€/barril)	74,54	48,30	42,52	61,23	32,38	41,90	46,01	49,79	55,08	60,31

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

Previsiones

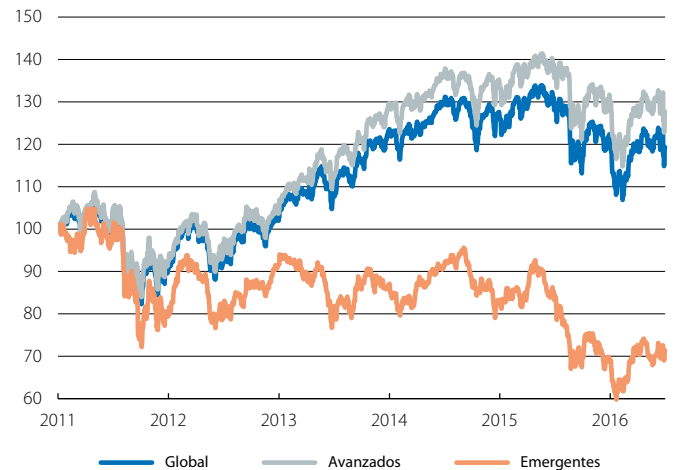
COYUNTURA · El *brexit* sacude los mercados y provoca la búsqueda de refugio

El referéndum sobre el *brexit* truncó la evolución de los mercados en un mes que llevaba buen rumbo. Los primeros compases de junio dieron continuidad al *rally* del mes anterior. A medida que las dudas sobre el entorno global perdieron fuerza, el renovado apetito por el riesgo propició cierta recuperación en los mercados. Sin embargo, esta tendencia se vio truncada a mediados de mes por la creciente tensión en torno al referéndum sobre el *brexit*. Cuatro de los principales bancos centrales (Fed, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Banco Nacional Suizo) mantuvieron su política monetaria sin cambios ante la situación de mercado. Finalmente, la opción de salir de la UE ganó la votación por un estrecho margen, lo que provocó una fuerte depreciación de la libra esterlina y una huida generalizada en los mercados globales, desde los activos de riesgo a los activos más seguros. La mayoría de bolsas cerraron el mes en negativo, y el MSCI World descendió un 1,1%. El Eurostoxx sufrió en mayor medida y cayó un 5,8% en junio. Los mercados emergentes, sin embargo, mostraron el mejor desempeño apuntándose subidas del 4,1%. La renta fija corporativa global también se revalorizó un 1,8% en la categoría de inversión y 0,6% en la de especulación. Por otro lado, el precio del crudo prolongó su tendencia alcista y se situó un 33% por encima de principios de año. En este contexto de inestabilidad e incertidumbre, se ha reforzado la expectativa de que las políticas laxas de la Fed y del BCE se prolonguen aún más en el tiempo.

El sí al *brexit* sorprendió a los inversores y provocó un «viernes negro» que dejará una estela de incertidumbre. Desde mediados de mes, los mercados fueron presa de la incertidumbre generada sobre el referéndum. Las bolsas europeas vivieron varias jornadas de caídas en torno al 2% seguidas de subidas de más del 3% en función de los sondeos que se iban publicando. La libra esterlina, que llegó a acumular una depreciación del 3,2% frente al euro en lo que iba de mes repuntó en los días previos a la votación (con una volatilidad implícita en niveles de la crisis de 2008). Pero el viernes 24 de junio, tras la votación, la libra cayó un 8% frente al dólar y un 7,5% frente al euro. Los mercados internacionales también sufrieron un fuerte revés, especialmente intenso en las plazas europeas (FTSE: -4,2%, Eurostoxx 50: -8,9%, DAX: -7,1%, MIB Italia: -10,9%, Ibex 35: -12,5%), y, en particular, en el sector bancario europeo, que se desplomó un 18%. Una de las consecuencias previsibles de este inestable entorno ha sido la búsqueda de activos seguros que, junto a las decisiones de los bancos centrales, llevó la rentabilidad de la deuda alemana a mínimos históricos. La TIR del bono del Gobierno alemán a 10 años entró en territorio negativo por primera vez en su historia a mediados de mes y, tras el referéndum, descendió 20 p. b. hasta el

Bolsas internacionales por geografía

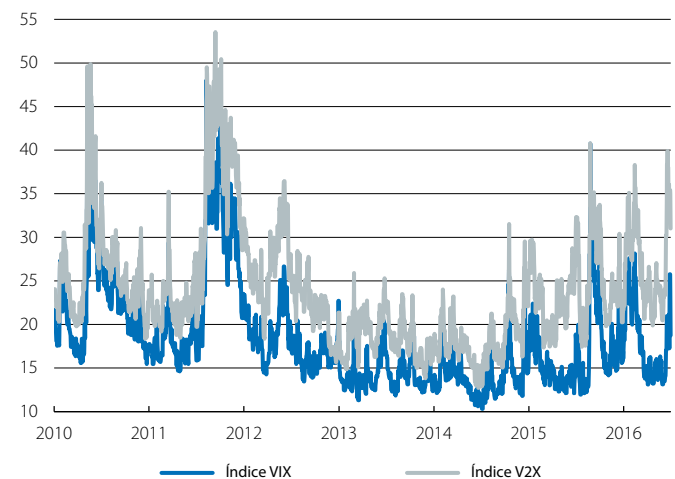
Índice (100 = enero 2011)



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

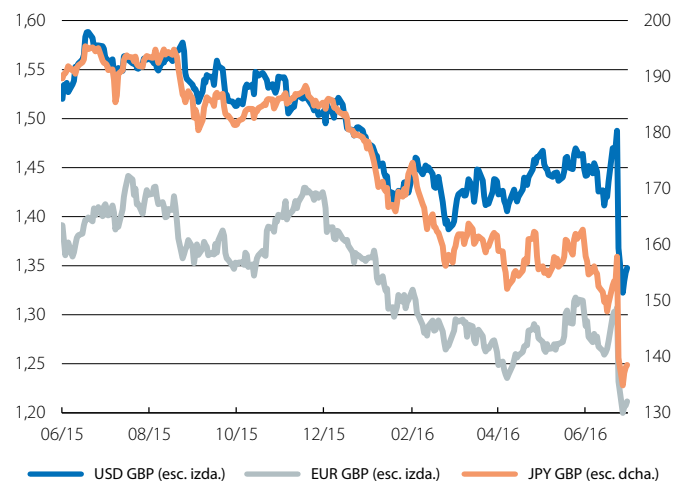
Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

(%)



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

Tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro, el dólar y el yen



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

-0,11%. Ello propició el incremento de las primas de riesgo periféricas, que a final de mes se situaban alrededor de los 130 p. b. en España, 140 p. b. en Italia, y cerca de 310 p. b. en Portugal. Los tipos del mercado monetario también registraron descensos mientras que el oro subió un 8,8%, y ya acumuló un ascenso del 25% en lo que va de año. En las próximas semanas es previsible que se mantenga una elevada volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros a la espera de que se definan pautas claras sobre la futura relación entre el Reino Unido y la UE.

En este contexto de turbulencias, la Fed es probable que posponga unos meses la siguiente subida de tipos. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) del 15 de junio, la Fed decidió mantener el tipo oficial en el 0,25%-0,50%, tal y como estaba previsto. En los días previos a la reunión, y ante la volatilidad de mercado, los contratos de futuros sobre los tipos de interés ya habían eliminado toda expectativa de una subida de tipos en junio. La nota del FOMC apuntó a que, a pesar del mayor crecimiento en la actividad económica, algunos indicadores económicos no han sido concluyentes a favor de una subida de tipos. Las previsiones que publicó la Fed después de la reunión apuntaban a que el *fed funds rate* terminaría 2016 en 0,75%-1,0%, lo que implicaría dos subidas de un cuarto de punto cada una este año. Tras el *brexit*, sin embargo, los contratos de futuros asignan un 12,5% de probabilidad a una subida en marzo de 2017. En cualquier caso, la Fed rebajó sus propias previsiones de tipos para 2017 y 2018 (de 1,9% a 1,6% y de 3,0% a 2,4%, respectivamente), así como el nivel de largo plazo (de 3,3% a 3,0%). De las previsiones macroeconómicas cabe destacar también la ligera revisión a la baja del crecimiento tendencial del PIB, que ahora se sitúa en el 2% de este año en adelante. Inicialmente, los rendimientos de la deuda pública estadounidense descendieron ligeramente, tanto en vencimientos cortos como largos, para terminar el mes en 0,6% y 1,47%, respectivamente, también arrastrados por la votación británica (cayeron 25 p. b. y 30 p. b. el 24 de junio).

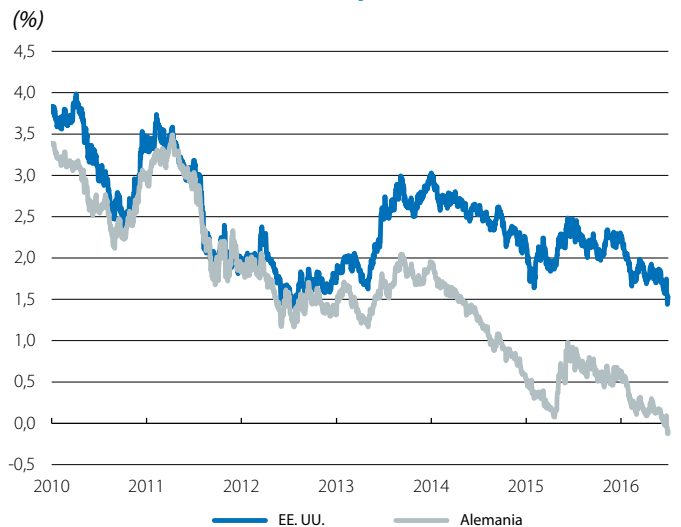
El BCE inaugura el programa de compra de bonos corporativos (CBPP) habiendo producido ya algunos efectos esperados. El pasado 8 de junio el BCE daba comienzo a su programa de compra de bonos corporativos, que incluye bonos corporativos emitidos en euros y con calificación de inversión. El impacto desde el pistoletazo de salida es difícil de medir por haber coincidido en el tiempo con el comienzo de las tensiones por el referéndum británico. Pero, en realidad, sus efectos ya empezaron a notarse desde su anuncio el pasado mes de marzo. Desde entonces, la TIR media del índice Investment Grade European Corporate Bond (publicado por Bloomberg) ha descendido más de 35 p. b. y el volumen de emisiones mantiene una tendencia al alza. A pesar de la caída de las *yields* corporativas, el *spread* frente a la deuda pública alemana se ha mantenido relativamente plano por el notable descenso de la rentabilidad del *bund*. Por otro lado, aunque la deuda calificada como especulativa (*high yield*) no entra en el ámbito del pro-

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



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

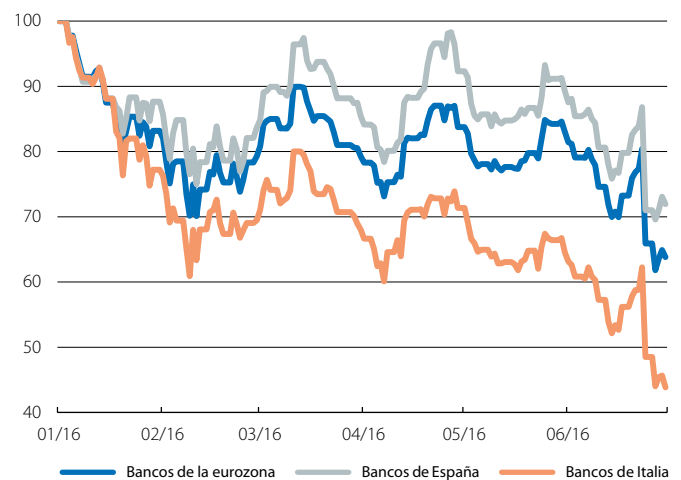
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

Bolsa eurozona: sector bancario

Índice (100 = enero 2016)



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

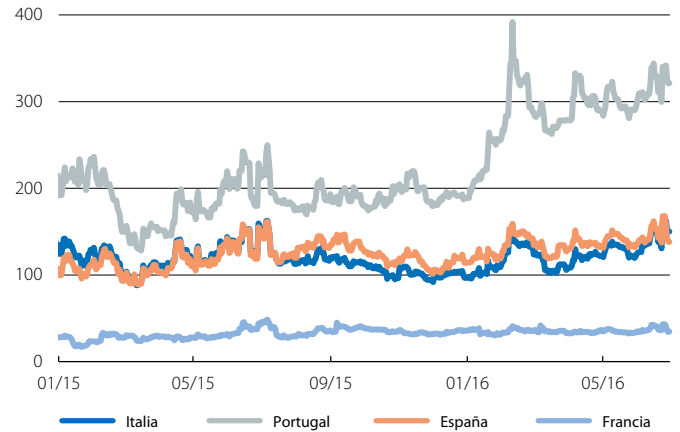
grama de compras del BCE, también se ha beneficiado de dicho programa indirectamente –a través de una recomposición de las carteras de inversión– y ha seguido la misma dinámica de descenso que los bonos con grado de inversión.

La renta variable internacional sufre la incertidumbre provocada por el *brexit* y salda el mes en negativo. Los activos de riesgo británicos parecerían, *a priori*, los más vulnerables a la tensa operativa en las jornadas previas a la votación sobre el *brexit* (registró una caída del 5% en 3 días), pero de hecho fue el índice europeo el que más cedió ante la presión de esas sesiones (Eurostoxx: -6,3%). El mismo mensaje se obtiene de la volatilidad implícita de los índices europeos, que exhibió un repunte máximo en el mes de cerca de 70% (V2X Index para Europa y VFTSE Index para el Reino Unido), mientras que la de la bolsa estadounidense lo hacía en un 49% (VIX Index). En el cómputo global del mes, y con el repunte de los últimos días tras aminorar las dudas por el *brexit*, los principales índices estadounidenses terminaron en plano (S&P 500: +0,25%) mientras los europeos perdieron un 6%. Con ello, el acumulado del año pasa a dibujar un panorama con descensos que van desde el 2% en el Nasdaq hasta el 5% en el Stoxx 600 Europe o el 19,5% en el Nikkei. Esta evolución ha rebajado aún más las valoraciones relativas de la bolsa europea frente a la americana: la ratio CAPE (PER ajustado por el ciclo, por sus siglas en inglés) se sitúa por encima de 16 en Europa y de 25 en EE. UU., y la ratio del precio de mercado sobre valor contable (*Price to Book*) en Europa es 1,38 frente a 2,80 en EE. UU.

Los mercados emergentes y las materias primas capean el temporal en medio de perspectivas de inestabilidad. En este contexto de pérdidas en la cuenta total de 2016, cabe destacar la excepción de los mercados emergentes, que se apuntaron ganancias por encima del 6,5% (MSCI Emerging Markets Index) en el mes de junio, a pesar de que también cayeron con fuerza en los últimos días del mes. Su avance se explica por las mejoras en el marco macroeconómico que se venían observando a principios de mes. A la ausencia de noticias negativas de China hay que añadir el apoyo que las materias primas vienen prestando a la tendencia positiva. El precio del petróleo suma un incremento del 33% en 2016 y, de manera similar, el cobre y el mineral de hierro repuntaron a final de mes para acumular un 2% y un 23% de subida en 2016, respectivamente. Además, el PMI adelantado del G3 para junio (EE. UU., la eurozona y Japón) mostraba signos de mejora. En cualquier caso, a medio plazo, se mantienen los focos de atención en el sector bancario chino (principalmente por los problemas de calidad de activos debido al alto nivel de endeudamiento) y en el aumento de los impagos en su mercado de deuda corporativa, la mitad de los cuales proceden de empresas estatales. A corto plazo, la evolución de los activos de países emergentes estará condicionada por los efectos del *brexit* sobre la aversión al riesgo y sobre las perspectivas o dudas sobre el crecimiento global. La volatilidad será muy probablemente protagonista en los mercados hasta que no disminuya la incertidumbre.

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

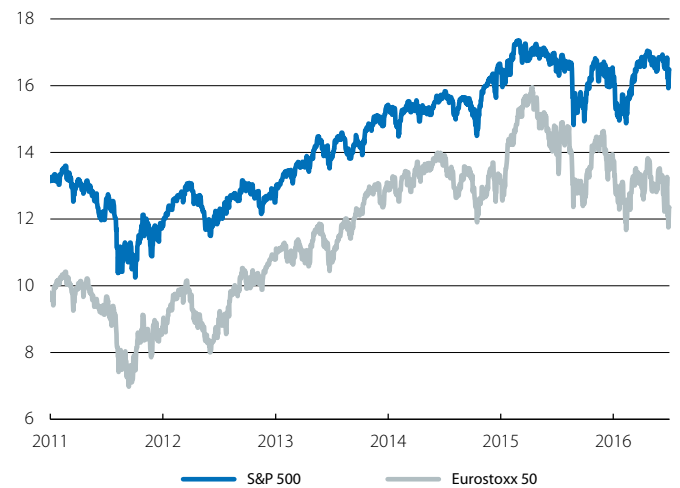
(p. b.)



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

Bolsas desarrolladas: ratios precio/beneficios (PER)

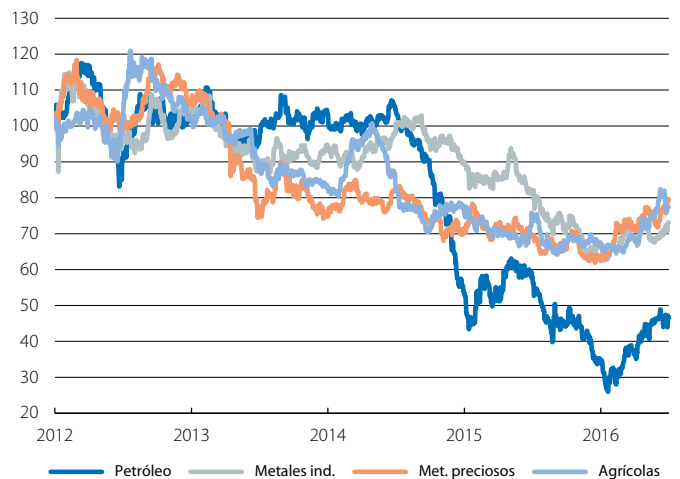
(Ratio)



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

Evolución de las materias primas

Índice (100 = enero 2012)



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

FOCUS · Deuda a ultralargo plazo: el árbol que oculta el bosque

En los últimos meses, varios países europeos han emitido bonos a ultralargo plazo, es decir, con un vencimiento superior a 30 años. Desde principios de 2016, Francia, Bélgica y España han colocado títulos a 50 años mientras que Irlanda y Bélgica han emitido bonos a 100 años.

La emisión de bonos a ultralargo plazo no es una práctica nueva en el mercado de renta fija ni está reservada a los emisores soberanos: a principios de los años noventa, grandes empresas estadounidenses, como Disney o Coca-Cola, emitieron deuda a 100 años y más recientemente, Petrobras o la francesa EDF se unieron al club de los emisores de bonos centenarios. Sin embargo, desde mediados de los años 2000, ha habido un aumento significativo de este tipo de emisiones, cuyo número promedio anual pasó de cerca de 25 en los años noventa a más de 54 entre 2006 y 2015.

Desde el punto de vista del emisor, colocar referencias a muy largo plazo tiene una ventaja evidente: permite reducir el riesgo de refinanciación, al disminuir la proporción de deuda con un vencimiento a corto plazo. Además, en el contexto actual de rentabilidades en mínimos históricos y de primas de plazo muy reducidas (lo que se refleja en el aplanamiento de la curva de tipos de interés), la financiación a muy largo plazo supone para el emisor un coste adicional relativamente modesto. Por ejemplo, la colocación de bonos a 50 años por 3.000 millones de euros en mayo pasado por parte de España acarreó un coste (TIR) del 3,4% anual, solo 51 p. b. más que el coste de financiación a 30 años.

Desde el punto de vista del inversor, comprar un bono con un vencimiento que supera la esperanza de vida en los países más avanzados puede parecer, *a priori*, extraño. Pero la deuda a 50 o 100 años da más rentabilidad que los bonos a 30 sin que aumente de manera significativa el riesgo de tipo de interés, es decir, el riesgo que implica una variación de la TIR sobre el precio del bono. Esto se debe al menor impacto que tiene un cambio del tipo de interés sobre el precio de un bono de más de 30 años (véase el segundo gráfico). Así, ante un nivel de incertidumbre y un riesgo de tipo de interés similares, las referencias a ultralargo plazo poseen una rentabilidad más atractiva que las de 30 años.

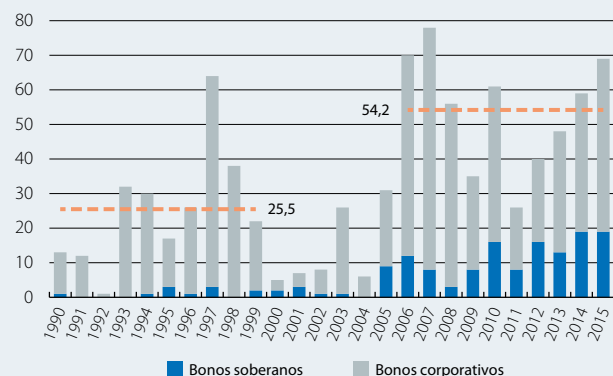
La demanda reciente y relativamente elevada de estos bonos responde también a factores coyunturales. En un entorno de tipos muy bajos, alargar los plazos de una inversión es una de las estrategias para conseguir una mayor rentabilidad. Para algunos inversores, como las aseguradoras o los fondos de pensiones, por cuestiones regulatorias esta estrategia es preferible a invertir en deuda con menor calificación crediticia. Asimismo, el posicio-

namiento de los inversores que anticipan una posible ampliación del abanico de los bonos elegibles en los programas de compra de activos del BCE contribuye, aunque de forma probablemente marginal, a elevar la demanda de bonos con un plazo superior a 30 años.

La emisión de bonos a ultralargo plazo se enmarca dentro de una tendencia más general de alargamiento de los plazos de emisión de la deuda. Según el índice Bloomberg de los bonos soberanos de la eurozona, el promedio ponderado del vencimiento de los bonos de los países de la unión monetaria pasó de seis años y medio en 2010 a más de nueve en la actualidad. Y en otros segmentos del mercado de renta fija, como la deuda corporativa o la deuda emitida en dólares, también se observa el mismo patrón. La prolongación del entorno de tipos de interés muy bajos debería seguir apoyando estas tendencias, que incluso se podrían intensificar con el inicio de las compras de bonos corporativos del BCE a principios de junio.

Nuevas emisiones de bonos soberanos y corporativos a ultralargo plazo *

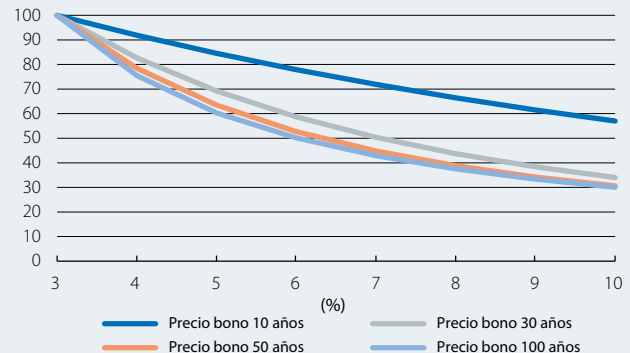
(Número de nuevas emisiones)



Nota: * Vencimiento superior a 30 años en el momento de la emisión.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio de bonos con distinto vencimiento según el nivel de la TIR *

(Valor nominal del bono)



Nota: * Simulación basada en un bono hipotético de un valor nominal de 100 y un cupón anual del 3%. TIR: tasa interna de retorno.
Fuente: CaixaBank Research.

FOCUS · La bolsa europea frente a la estadounidense: *mind the gap*

En los últimos años han abundado las recomendaciones de compra de bolsa europea, con el argumento de que su potencial alcista es mayor que el de la bolsa estadounidense. A la par, no han escaseado los avisos del encarecimiento de la renta variable en EE. UU. Sin embargo, las acciones europeas no han conseguido seguir el ritmo de las norteamericanas.

Los principales índices de bolsa a ambos lados del Atlántico, el S&P 500 y el Eurostoxx, muestran un desempeño marcadamente distinto desde principios de 2010 hasta mediados de junio de 2016. En este periodo, el S&P 500 ha subido un 117,7%, mientras que el Eurostoxx solo se ha revalorizado un 49,3%. La correlación entre sus rendimientos mensuales durante este periodo continúa siendo alta (80%) aunque ha estado por debajo del nivel registrado en 2000-2009 (87%). Con el *rally* de principios de 2015, los activos europeos cerraron parte de la brecha de rentabilidad, pero las caídas del verano de 2015 y principios de 2016 han castigado más a las bolsas del Viejo Continente. Nótese que estas cifras se refieren a los índices *total return*, que incluyen el pago de dividendos. Sin tener en cuenta los dividendos, Europa aún saldría peor en la comparativa porque reparte un mayor porcentaje de beneficios (61,1% frente al 41% en EE. UU.) y el rendimiento por dividendos es superior (del 3,7% frente al 2,0%).

Los fundamentos económicos son probablemente el principal factor que puede explicar la divergencia entre ambas bolsas. El crecimiento promedio del PIB de la eurozona desde 2010 ha sido del 0,9% anual, mientras que el de EE. UU. ha sido del 2,1%. Esto tiene un reflejo directo en el beneficio por acción (BPA) de las compañías, que ha crecido en promedio para el mismo periodo un 9,4% anual en EE. UU., frente a un 2,9% en la eurozona. No menos importante ha sido el efecto de las políticas monetarias respectivas. Tanto en la expansión de balance como en la bajada de tipos de interés la Reserva Federal (Fed) ha actuado más rápido y de manera más agresiva que el BCE, lo que ha beneficiado a la renta variable americana. Además, la eurozona ha tenido que lidiar con importantes episodios locales de aversión al riesgo, como fue la crisis de deuda soberana y, más recientemente, el referéndum sobre el *brexit*.

Por otra parte, analizando el comportamiento sectorial de ambos mercados también se observa un claro patrón. Como se aprecia en la tabla adjunta, Europa ha perdido la batalla con EE. UU. en todos los sectores. Las secciones relacionadas con el consumo, la salud o las tecnologías han obtenido buenos resultados, aunque de todos modos por debajo de los sectores homólogos estadounidenses.

En la otra cara de la moneda se sitúan el sector financiero, el de telecomunicaciones y *utilities*, con rendimientos notablemente inferiores a los correspondientes en el mercado norteamericano.

El flojo desempeño de la bolsa europea ha situado sus métricas de valoración en niveles relativamente atractivos (PER eurozona: 16,3; PER EE. UU.: 25,8, a 15 de junio) que a largo plazo permiten un mayor recorrido alcista. De hecho, los analistas pronostican un fuerte incremento de sus beneficios en 2016, aunque históricamente suelen tener cierto sesgo optimista. No obstante, mucho dependerá de la repercusión del *brexit*, de la fortaleza del proyecto político europeo, de la eficaz implementación de reformas estructurales y de la regulación en sectores clave.

Rentabilidades del S&P 500 y del Eurostoxx

Índice (100 = diciembre de 2005)



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

Rentabilidad de la bolsa por sectores

Rentabilidad media anualizada desde 2010 (%)

Sector	EE. UU.	Eurozona
Energía	4,3%	2,4%
Materiales	8,9%	4,8%
Industria	13,9%	8,7%
Consumo discrecional	17,9%	13,2%
Consumo no discrecional	14,4%	12,9%
Salud	15,6%	11,4%
Financiero	9,3%	-1,0%
Tecnologías de la información	12,2%	10,1%
Telecomunicaciones	12,1%	1,9%
Utilities	12,1%	-6,4%
Índice general	12,3%	5,6%

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	-5,0	-5,0
Euríbor 3 meses	-0,29	-0,26	-3	-15,5	-27,2
Euríbor 12 meses	-0,05	-0,02	-3	-11,0	-21,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,62	-0,53	-9	-24,2	-38,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,66	-0,51	-15	-31,5	-43,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,13	0,14	-27	-75,9	-89,4
Deuda pública a 10 años (España)	1,16	1,47	-31	-61,1	-114,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	129	133	-4	15,1	-24,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,63	0,69	-6	1,2	34,2
Líbor 12 meses	1,21	1,34	-13	3,2	43,9
Deuda pública a 1 año	0,43	0,67	-24	-16,7	16,5
Deuda pública a 2 años	0,58	0,88	-30	-46,8	-6,3
Deuda pública a 10 años	1,47	1,85	-38	-79,9	-88,3

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	84	72	12	6,7	9,2
Itraxx Financiero Sénior	112	90	22	35,2	22,2
Itraxx Financiero Subordinado	233	194	40	77,6	54,1

Tipos de cambio

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,111	1,113	-0,2	2,2	-0,4
¥/€	114,610	123,250	-7,0	-12,3	-16,1
£/€	0,834	0,769	8,6	13,2	17,6
¥/\$	103,200	110,730	-6,8	-14,2	-15,8

Materias primas

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	401,2	412,3	-2,7	7,1	-5,9
Brent (\$/barril)	48,4	48,3	0,2	35,4	-21,1
Oro (\$/onza)	1.322,2	1.215,3	8,8	24,6	12,8

Renta variable

	30-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.098,9	2.097,0	0,1	2,7	1,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	2.864,7	3.063,5	-6,5	-12,3	-16,3
Ibex 35 (España)	8.163,3	9.034,0	-9,6	-14,5	-24,2
Nikkei 225 (Japón)	15.575,9	17.235,0	-9,6	-18,2	-23,0
MSCI emergentes	834,1	807,5	3,3	5,0	-14,2
Nasdaq (EE. UU.)	4.842,7	4.948,1	-2,1	-3,3	-2,9

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

COYUNTURA · Avances significativos de la economía global a pesar de los riesgos derivados del *brexit*

El *brexit* impactará negativamente en el crecimiento mundial aunque muy levemente. Así, las previsiones de CaixaBank Research todavía sitúan el avance económico global en el 3,2% en 2016, ligeramente por encima del 3,1% de 2015, y en el 3,5% en 2017. Las repercusiones de la decisión del Reino Unido de salir de la UE se concentrarán sobre todo en el propio país. Con todo, dada la relevancia económica del Reino Unido, así como su grado de integración económica, comercial y financiera, es de esperar que dichas repercusiones se sientan más allá de sus fronteras, en especial, en el resto de países de la UE. En el ámbito financiero, la aversión al riesgo y la volatilidad se mantendrán elevadas durante semanas, mientras no se despejen las dudas sobre el proceso de salida. En este sentido, las actuaciones de los distintos bancos centrales serán clave para mitigar los efectos del *brexit*. Más allá de un probable descenso del tipo de interés de referencia en el Reino Unido, y de una aceleración en el ritmo de compras de activos por parte del BCE, la Reserva Federal (Fed) podría optar por retrasar un poco más la próxima subida del *fed funds*.

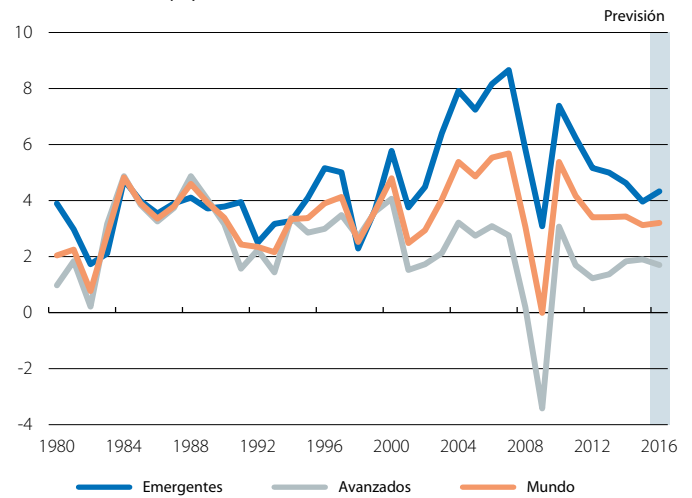
ESTADOS UNIDOS

La Fed: de calentar motores para la segunda subida a punto muerto. Sin duda, la sorpresa del referéndum del Reino Unido, junto al tono marcadamente más *dovish* del acta de la reunión de junio, pesará en las decisiones que tome la Fed estadounidense en los próximos meses. Las voces más decididas sobre la necesidad de seguir con el proceso de normalización monetaria que se escucharon en la reunión de abril seguramente se oirán menos en las siguientes reuniones. En este contexto, la segunda subida de tipos es muy probable que se retrase a diciembre de 2016 según las previsiones de CaixaBank Research, con la confirmación de la solidez de la economía de EE. UU. y una vez vayan remitiendo los riesgos de cola globales. Asimismo, esperamos que el ritmo al que la Fed normalizará la política monetaria será algo más gradual, con subidas de 75 p. b. al año en 2017 y 2018 (en lugar de los 100 p. b. que contemplaba el escenario de previsiones anterior), como sugieren las previsiones del Comité de Mercado Abierto de la Fed de junio.

De todas formas, la recuperación de la inflación y la buena marcha del mercado laboral apoyarán el reinicio de la subida de tipos a finales de año. El IPC general de EE. UU. creció un 1,0% interanual en mayo, 1 décima por debajo del registro del mes anterior, y el IPC subyacente avanzó un 2,2%, 1 décima por encima de abril. En términos intermensuales (con la serie ajustada estacionalmente), tanto el IPC general como el subyacente avanzaron un significativo 0,2% intermensual. Nueva-

PIB mundial: previsiones de CaixaBank Research

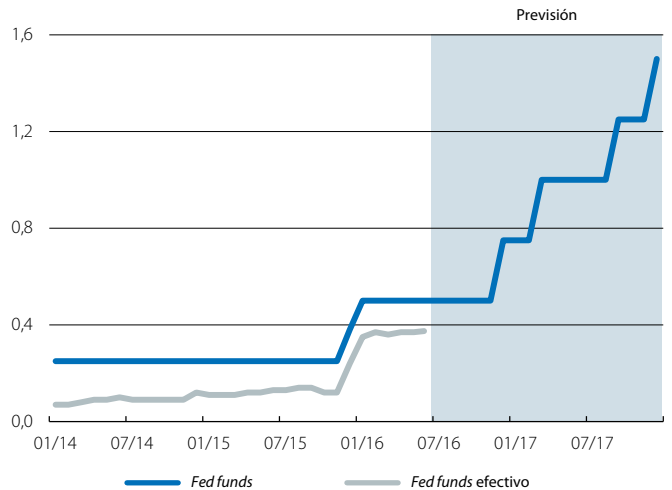
Variación anual (%)



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

EE. UU.: tipo de interés de la Fed

(%)



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

EE. UU.: inflación

Variación interanual (%)



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

mente, destacó el sólido avance del componente energético (+1,2% intermensual). En este sentido, se espera que la inflación general repunte en los próximos meses (cerca del 2,0% en diciembre de 2016) por la recuperación del precio del petróleo y la robustez del consumo. Dicho repunte, junto a la continuada mejora del mercado laboral, apoyarán a que la Fed reanude la subida de tipos a finales de año. Y es que la sorpresa negativa del mercado laboral en mayo (se crearon 38.000 puestos de trabajo, el menor registro en los últimos seis años) es puntual. La afectación que la huelga de los trabajadores de una gran compañía de telecomunicaciones puede haber tenido en la estadística, la fuerte recuperación del mercado desde 2009 (tasa de paro del 4,7%) y los positivos avances salariales (2,5% interanual) matizan el mal dato (véase el Focus «Radiografía de la mejora del mercado laboral en EE. UU.» en este mismo Informe Mensual).

La expansión de la economía estadounidense se mantiene firme. Los datos de actividad del 2T apuntan a una aceleración del crecimiento de la primera economía mundial. El avance de las ventas minoristas y el fuerte registro del índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board de junio (en los 98,0 puntos, significativamente por encima del promedio histórico) reflejan la mejora del consumo privado, que pesa cerca de un 70% del PIB. Asimismo, según la tercera estimación elaborada por el Bureau of Economic Analysis (BEA), el PIB de EE. UU. creció un 0,3% intertrimestral en el 1T (2,0% interanual), superando la primera y la segunda estimación (0,1% y 0,2%, respectivamente). A pesar de esta revisión al alza del 1T, la previsión del cómputo anual de 2016 se mantiene en el 2,0%, como consecuencia de la presión bajista derivada del proceso del *brexit*. De cara a 2017, la previsión de CaixaBank Research se rebaja ligeramente (1 décima), hasta el 2,1% por este mismo factor.

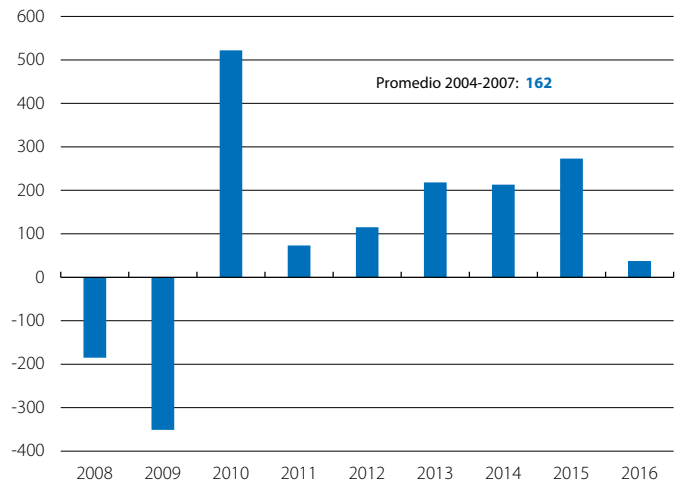
JAPÓN

Japón aplaza la subida del IVA prevista para abril de 2017 (del 8% al 10%) hasta octubre de 2019, ante la persistente debilidad de la demanda interna, las tensiones deflacionistas y las dudas sobre el crecimiento de China. Este aplazamiento comporta unas mejores perspectivas de crecimiento de la economía nipona de cara a 2017 (ahora en el +0,9%). En este contexto, el Banco de Japón no movió ficha en su reunión de junio (antes del referéndum del Reino Unido), aunque es muy probable que la institución monetaria opte por incrementar sus compras de activos (ahora en los 80 billones de yenes anuales) en la reunión de julio, especialmente después de las turbulencias financieras que ha provocado la decisión del Reino Unido.

Persiste la debilidad en la economía japonesa. En particular, destaca la fragilidad de la demanda interna, afectada por las pobres expectativas económicas de consumidores y empresarios ante la falta de ambición reformadora del país. Asimismo, la apreciación del yen está pesando sobre el sector exterior. Así, en mayo, las exportaciones en términos nominales caye-

EE. UU.: empleados

Variación en mayo (miles)



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

EE. UU.: tasa de paro

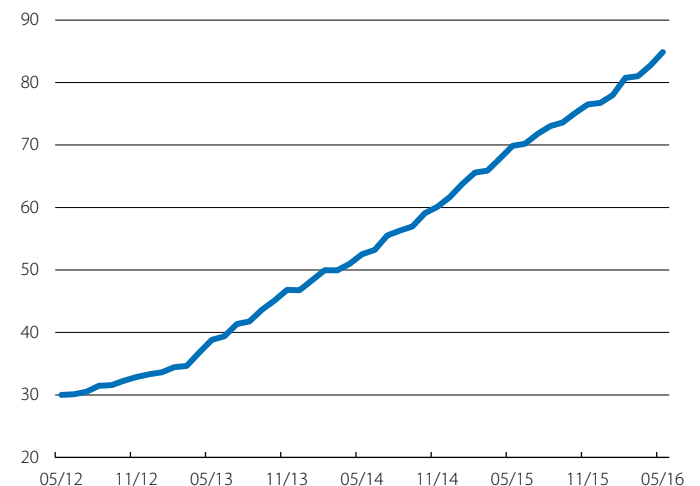
(%)



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

Japón: activos del Banco de Japón

(% del PIB)



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

ron un 11,3% interanual por el retroceso de las ventas a China, a los países del sudeste asiático y a EE. UU. En volúmenes también se registró una caída del 2,4% interanual, en especial, por la disminución de las ventas a EE. UU.

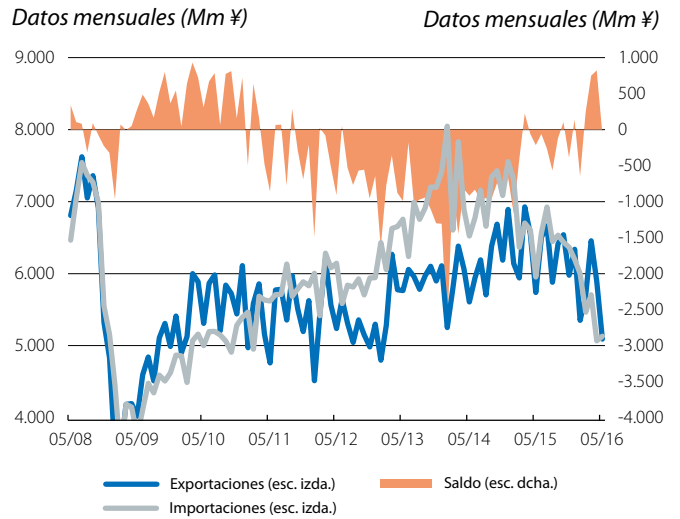
EMERGENTES

Los indicadores de actividad de China se estabilizan en mayo, pero los focos de riesgo persisten. Aunque las exportaciones volvieron a retroceder (-4,1% interanual), las importaciones registraron una ligera caída (del -0,4%) después de meses de fuertes descensos (-13% en promedio entre enero y abril), lo que indica una estabilización de la demanda interna. Asimismo, la producción industrial avanzó un 6,0% interanual, en consonancia con el mes anterior, y las ventas minoristas crecieron un 10,0% interanual, sin mostrar ni una clara mejora ni un evidente deterioro con respecto al 10,7% de 2015.

Preocupa la elevada y creciente deuda de China, especialmente la corporativa. En particular, el nivel de deuda total del país se sitúa en torno al 250% del PIB (166% del PIB, la corporativa). En este ámbito, el FMI señala tres acciones que se deben tomar ante un aumento tan relevante de la deuda corporativa: actuar rápidamente y de manera efectiva, ocuparse de los problemas tanto de acreedores (bancos) como de deudores (empresas), y solucionar problemas de gobernanza corporativa (tanto en las empresas como en los bancos). En cuanto al ámbito de la gobernanza, la experiencia china es evidente. Entre 2003 y 2005 el Ejecutivo saneó buena parte de los grandes bancos gravemente afectados por una elevada tasa de morosidad proveniente de empresas en su mayoría estatales: en tres años se invirtieron cerca de 130.000 millones de dólares en la reestructuración del sistema financiero. Un decenio después, el problema se repite.

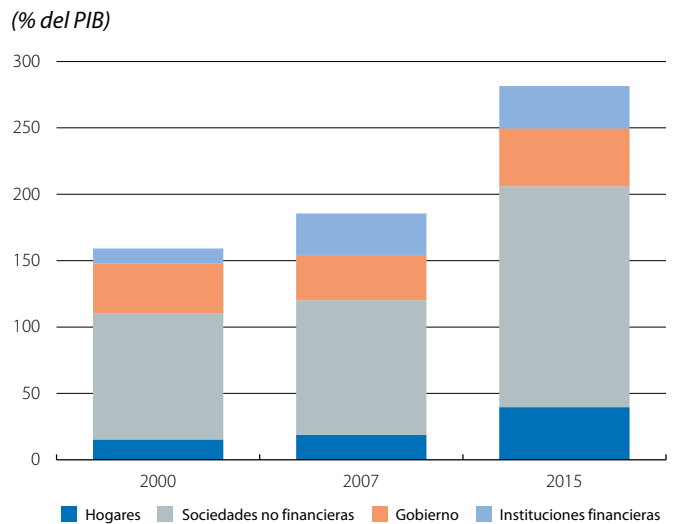
La capacidad de respuesta de los emergentes es variada. A pesar del riesgo que supone el nivel de deuda corporativa en China, es evidente que las palancas con las que cuenta la segunda potencia económica mundial no son compartidas por todos los emergentes. Un elevado nivel de reservas (a pesar del descenso de los últimos meses), una cuenta corriente superavitaria y una inflación contenida son tres puntos de apoyo importantes para sortear los problemas. La India o México son otros dos países cuyos desequilibrios macroeconómicos y capacidad de maniobra son razonables. Al otro extremo tenemos el caso de Brasil y Rusia, con unos desequilibrios difíciles de corregir, especialmente, en la coyuntura recesiva en la que se encuentran actualmente.

Japón: balanza comercial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comercio.

China: deuda total



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

Emergentes: desequilibrios macroeconómicos y herramientas

	Cuenta corriente (% del PIB)	Inflación	Saldo público (% del PIB)	Reservas (% del PIB)	Tipo de cambio
India	-1,1	5,8	-7,2	16	Flexible gestionado
México	-2,8	2,6	-4,1	15	Flexible
Marruecos	-1,4	1,6	-4,3	22	Peg compuesto
China	2,7	2,0	-3,5	30	Banda de fluctuación
Turquía	-4,4	6,6	-1,4	13	Flexible
Sudáfrica	-4,4	6,2	-4,1	13	Flexible
Rusia	5,0	7,3	-5,7	26	Flexible
Brasil	-3,3	9,3	-10,3	20	Flexible

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

FOCUS · Radiografía de la mejora del mercado laboral en EE. UU.

La tasa de paro en EE. UU. ha mejorado sin pausa desde que alcanzó el 10% en 2009. En mayo, concretamente, esta se situó en el 4,7%, cerca de los mínimos alcanzados en 2005 y 2006. Este registro, junto con unos datos de creación de empleo relativamente débiles, ha abierto el debate sobre si el mercado laboral estadounidense ya se encuentra en pleno empleo. Un debate de suma importancia, pues de ello depende, por ejemplo, la premura con la que la Fed debe subir los tipos de interés.

Para poder valorar mejor las condiciones en las que se encuentra el mercado laboral estadounidense, a continuación analizamos dos elementos clave que en los últimos años han experimentado un profundo cambio: la composición demográfica de la fuerza laboral y la tasa de actividad.¹

El cambio demográfico es relevante en la medida en la que los distintos grupos de edad suelen presentar tasas de paro distintas. Así, los jóvenes suelen tener una tasa de paro más elevada que la población de más edad. Por tanto, dado que el peso relativo de los distintos grupos de edad ha cambiado en los últimos años (véase el primer gráfico), también lo podría haber hecho la tasa de paro de equilibrio.

Aunque esta hipótesis es plausible, y a menudo se utiliza para argumentar que la tasa de paro estructural es ahora más baja, el envejecimiento de la población de los últimos años no está teniendo un impacto cuantitativamente muy relevante. Por ejemplo, si los pesos relativos de las distintas cohortes fueran los mismos que en 2005, la tasa de paro solo sería 1 décima superior a la que observamos actualmente.

El segundo factor a tener en cuenta para valorar la tasa de paro actual es la gran disminución de la tasa de actividad, que ha pasado del 66,0% en 2006 al 62,6% en mayo de 2016. En este caso, el impacto potencial sobre la tasa de paro sí que podría ser cuantitativamente muy relevante. Sirva de ejemplo que si las personas que han abandonado el mercado laboral se hubieran mantenido en la población activa en búsqueda de empleo, la tasa de paro sería del 6,5%, 1,8 p. p. superior a la actual.

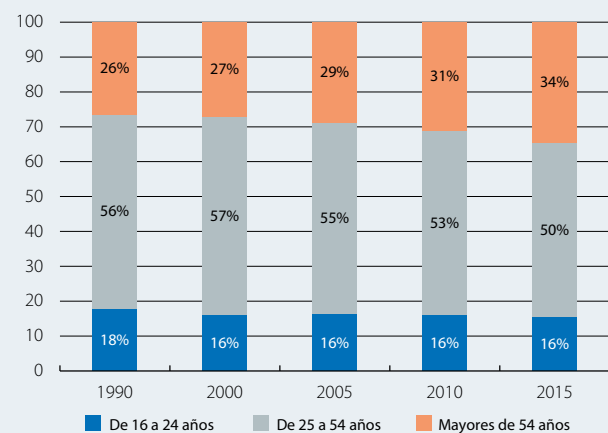
El fuerte descenso de la tasa de actividad ha abierto un intenso debate sobre qué parte de los que han abandonado el mercado laboral volverán a entrar a medida que las condiciones económicas mejoren, y qué parte se mantendrá fuera de la población activa de manera estructural. Aunque no existe un claro consenso sobre qué parte de la caída de la tasa de actividad es estructural, varios estudios

estiman que se sitúa en torno al 30%.² Tomando como válida esta estimación, podemos rehacer el ejercicio anterior añadiendo en la población activa únicamente los que se han desanimado y han abandonado temporalmente la búsqueda activa de trabajo. En este caso, la tasa de paro se situaría en un todavía reducido 5,9%.

En definitiva, aunque hay varios factores que matizan la valoración del bajo nivel en el que se encuentra la tasa de paro en EE. UU., el mercado laboral estadounidense se encuentra muy cerca del pleno empleo. Es de esperar, por tanto, que en los próximos meses las presiones salariales irán aumentando, un elemento que la Fed deberá tener muy presente a la hora de valorar la oportunidad de subir los tipos de interés, además de las turbulentas condiciones financieras internacionales.

EE. UU.: población por grupos de edad

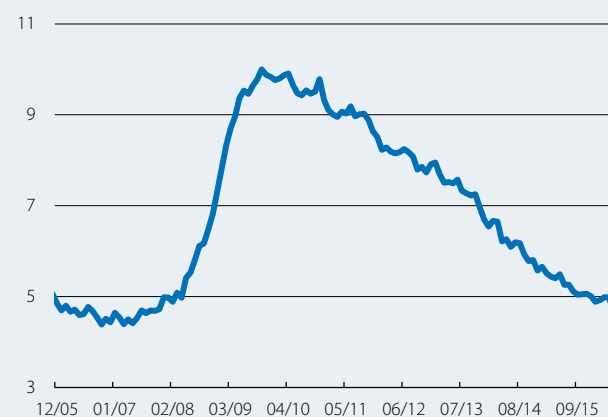
(% del total)



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

EE. UU.: tasa de paro

(%)



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

1. La tasa de actividad es la ratio entra la población activa y la población mayor de 16 años.

2. Véase Aaronson, Daniel, Luoqia Hu, Arian Seifoddini, y Daniel G. Sullivan, «Declining labor force participation and its implications for unemployment and employment growth», *Economic Perspectives* 38, no. 4 (2014).

FOCUS · Las divisas emergentes: dónde están y hacia dónde van

Entre el primero de julio de 2014 y el 31 de diciembre de 2015 las divisas emergentes sufrieron una fuerte corrección de sus cotizaciones frente al dólar. El rublo perdió un 53% de su valor, el real brasileño un 45%, el peso colombiano un 41%, el peso argentino un 37% y el rand sudafricano un 31%. Aunque estas son las cinco divisas emergentes que mayor depreciación registraron, la tendencia a la pérdida de valor de las divisas emergentes ha sido generalizada. Así, el índice de J. P. Morgan de divisas emergentes (una cesta de 10 monedas de referencia) muestra un retroceso del 26% en ese periodo que, además, se ha visto acompañado de un aumento de la volatilidad. Aunque hasta junio de este año el movimiento se ha revertido en parte (la cesta mencionada se ha apreciado un 4,1%), la volatilidad sigue siendo elevada y se está lejos de recuperar totalmente el terreno perdido.

En este contexto, cabe plantearse si, tras estos vaivenes, las divisas emergentes están distantes, o no, de su tipo de cambio de equilibrio (esto es, el tipo de cambio que se corresponde con la situación de sus fundamentales en términos macroeconómicos). Si se comparan los tipos de cambio efectivos reales (TCER) más recientes con los de equilibrio que estima el FMI, se constata que el episodio mencionado ha situado a prácticamente todas las divisas emergentes en una situación de clara infravaloración.¹ Así, la distancia respecto al TCER de equilibrio es fuertemente negativa (con diferencias del orden del 30%) en Sudáfrica, Rusia, Malasia y México, y algo menos intensa en Brasil y Polonia. En el sentido contrario, solo estarían levemente sobrevalorados Turquía y la India.

Partiendo de esta situación, ¿cuál es la trayectoria que podrían seguir las divisas emergentes en los próximos años? A fin de afrontar esta cuestión, hay que contemplar dos grupos de factores que previsiblemente incidirán en estas monedas, los propiamente globales y los que tienen carácter idiosincrático. Por lo que se refiere a los primeros, en estos momentos se pueden identificar tres grandes condicionantes que afectan al conjunto de las economías emergentes. En primer lugar, las divisas emergentes van a verse afectadas por las derivadas financieras del *brexit*. En los días que han seguido al referéndum británico estas monedas han sufrido un proceso de depreciación generalizado, que ha tenido especial intensidad en el caso del rand sudafricano, el esloti polaco, el forint húngaro, el peso argentino y el leu rumano.

Un segundo condicionante global que está operando desde hace tiempo, y que lo va a seguir haciendo, es el impacto en las divisas emergentes del proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed).

1. El TCER es un índice que tiene en cuenta los tipos de cambios nominales bilaterales y la variación relativa de los precios nacionales respecto al precio de los socios comerciales, ponderado por el peso de cada socio comercial en el comercio internacional total del país en cuestión.

Durante la etapa de depreciaciones generalizadas de las divisas emergentes 2014-2015, algunos de los episodios más virulentos de depreciación coincidieron con momentos en los que el mercado descontaba subidas del tipo de referencia norteamericano más cercanas en el tiempo. Pero además de actuar como detonante puntual, las expectativas de normalización monetaria estadounidense han sido un factor de presión sobre las divisas emergentes bastante continuado y que previsiblemente va a intensificarse cuando la inacción actual de la Fed dé paso, seguramente a finales de año, al reinicio del proceso de subida del tipo de interés de referencia.

Finalmente, un tercer factor global que ha tendido a acrecentar la presión depreciatoria sobre las divisas emergentes en los últimos tiempos ha sido el de las decisiones de devaluar el yuan, especialmente cuando han coincidido con datos macroeconómicos que sugerían que el proceso de *soft landing* chino podría estar basculando hacia una caída poco controlada de la actividad. Como sucede con los otros dos condicionantes globales mencionados, creemos que China, como foco de riesgo, va a seguir activo en los próximos meses y va a lastrar la cotización de las monedas emergentes.

La incidencia concreta a nivel nacional de estos condicionantes globales se verá intensificada o mitigada por la situación específica de cada emergente. En particular, se perciben dos vulnerabilidades relevantes: la presencia de desequilibrios macroeconómicos y la desconfianza de origen político que padecen algunos de estos países. Por lo que se refiere al primero de estos bloques de factores locales, el más preocupante, por su naturaleza, es la excesiva dependencia de la financiación exterior. En este sentido, destaca negativamente el déficit por cuenta corriente que aún exhiben Turquía, Sudáfrica y Brasil, países en los que, adicionalmente, se complica la situación con una evolución de los precios claramente inflacionista. Brasil, para rizar el rizo, además afronta un desequilibrio de sus finanzas públicas alarmante. El foco de riesgo de naturaleza política es relevante en países como Rusia (en este caso de naturaleza geopolítica) o Brasil (por su reciente dinámica institucional, que complica la gobernabilidad del país y la toma de decisiones de política económica).

Es poco verosímil que se despeje de forma nítida y rápida la incertidumbre sobre el *brexit*, la Fed o China. Tampoco parece elevada la capacidad de los emergentes más frágiles para ganarse su derecho a salir de la zona de peligro gracias a ajustes macroeconómicos apreciables o a cambios en sentido favorable en la situación política. Todo ello configura un contexto, por desgracia, propicio para que se produzcan nuevos episodios de depreciación de las divisas emergentes, probablemente de la mano de dinámicas relativamente poco selectivas de aumento de la aversión global al riesgo.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Actividad								
PIB real	2,4	2,4	2,7	2,1	2,0	2,0	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	4,1	4,1	3,5	4,0	4,4	4,1
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,2	98,3	96,0	96,0	94,7	92,6
Producción industrial	2,9	0,3	0,4	0,1	–1,6	–1,6	–1,2	–1,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	52,6	51,0	48,6	49,8	50,8	51,3
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.156	1.156	1.135	1.146,7	1.167	1.164
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	179	179	182	187	189	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,4	5,2	5,0	4,9	5,0	4,7
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	–3,6	...
Precios								
Precios de consumo	1,6	0,1	0,0	0,1	0,5	1,1	1,1	1,0
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0	2,2	2,1	2,2

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

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

JAPÓN

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Actividad								
PIB real	–0,1	0,6	0,7	1,8	0,8	0,0	–	...
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	41,5	41,0	42,2	41,4	40,8	40,9
Producción industrial	2,1	–1,2	–0,8	–0,4	–1,1	–3,2	–1,7	–1,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	15,0	12,0	12,0	6,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,6	–0,6	–1,4	–1,0	–0,6	–0,2	–0,1	0,0
Precios								
Precios de consumo	2,7	0,8	0,5	0,2	0,3	0,1	–0,3	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	...

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

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

CHINA

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Actividad								
PIB real	7,3	6,9	7,0	6,9	6,8	6,7	–	...
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,2	10,7	11,1	10,3	10,1	10,0
Producción industrial	8,3	6,1	6,3	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	50,2	49,8	49,7	49,5	50,1	50,1
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	383	595	537	570	595	595	606	599
Exportaciones	6,0	–2,9	–2,9	–6,4	–5,2	–10,2	–2,5	–4,1
Importaciones	0,4	–14,3	–13,5	–14,5	–11,8	–13,4	–10,9	–0,4
Precios								
Precios de consumo	2,0	1,4	1,4	1,7	1,5	2,1	2,3	2,0
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,85	4,60	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,2	6,3	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,5

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

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

COYUNTURA · **Brexit: impacto fuerte en el Reino Unido, más difuso en la UE**

La decisión de salir de la UE por parte del Reino Unido acarrea importantes consecuencias políticas. La opción del *brexit* venció en el referéndum del pasado 23 de junio por un estrecho margen (52% vs. 48%). Mientras tanto, se ha instaurado una notable crisis política en el país, que está generando fuerte incertidumbre. Una primera derivada política ha sido la dimisión del *premier* británico, David Cameron. Esta será efectiva en octubre, cuando sea nombrado un nuevo líder del partido conservador, el cual deberá dirigir las negociaciones con la UE. Asimismo, Escocia, donde la opción de permanecer ganó la votación, podría replantearse su relación con el resto del país.

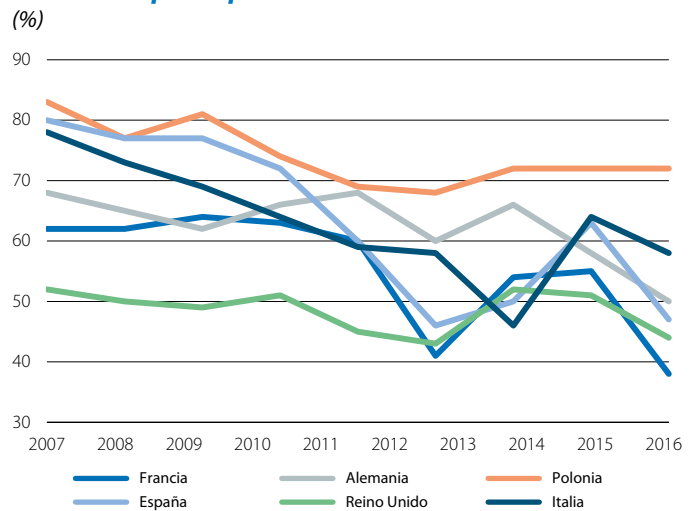
La negociación con la UE, factor clave de los próximos meses.

La UE ha comunicado su voluntad de negociar rápidamente los términos de la salida del Reino Unido para no prolongar la incertidumbre e intentar mantener al país como un socio próximo. La UE deberá encontrar en las negociaciones un punto intermedio entre una posición de dureza, que evite el efecto llamada a nuevas consultas, y una acomodaticia, que minimice el impacto sobre la economía real. Los países miembros se enfrentan al mismo tiempo a un difícil calendario político (referéndum sobre la reforma constitucional italiana en octubre, elecciones legislativas en Alemania y en Francia en 2017, etc.) y a un aumento de la desafección de los ciudadanos europeos sobre el proyecto de la UE, con el factor añadido de un avance de los partidos euroescépticos y populistas. En una perspectiva temporal más dilatada, la salida del Reino Unido podría actuar como catalizador para reforzar el compromiso con el proyecto europeo y con el euro del resto de países. Una posibilidad sería acentuar las diferentes velocidades de integración en Europa, con una mayor intensidad en la eurozona. Sin embargo, la falta de un liderazgo fuerte en la UE y el creciente euroescépticismo podrían hacer descarrilar este escenario de mayor integración europea.

Apreciable impacto económico del *brexit* para el Reino Unido a corto plazo.

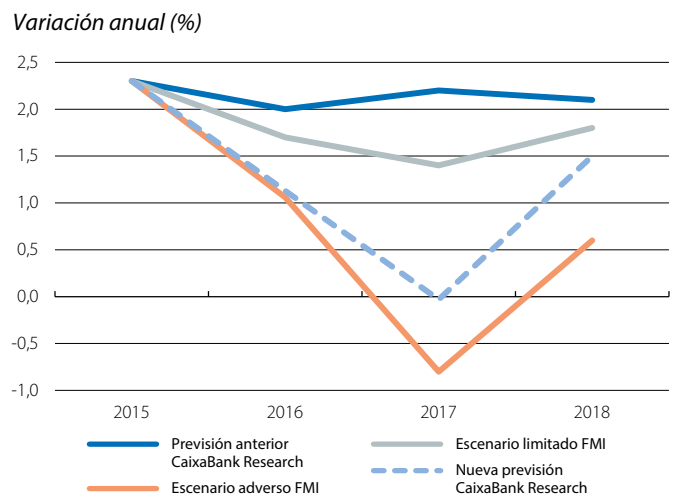
Es probable que el Reino Unido caiga de manera inminente en recesión por la elevada incertidumbre, que frenará las decisiones de inversión, contratación y consumo. Su magnitud y profundidad dependerán de cómo vaya evolucionando la incertidumbre generada. De aumentar esta, se elevará la presión para buscar una salida que no sea una ruptura radical con la situación actual. Preveemos que la economía empiece a normalizarse a medida que se inicien las negociaciones con la UE, probablemente a finales de 2016 o inicios de 2017. De momento, el Banco de Inglaterra ha inyectado liquidez adicional y podría recortar los tipos de interés próximamente. A largo plazo, el coste del *brexit* dependerá en gran medida de cómo se articule la nueva relación con la UE, en particular los acuerdos comerciales y de circulación de personas, y con otros países (véase para más detalle el Focus «Brexit: una apuesta con más costes que beneficios» en el IM05/2016). Las estimaciones del coste en términos de nivel del PIB por parte de varios organismos fluctúan entre un -1% y un -10%.

Unión Europea: opinión favorable sobre la UE*



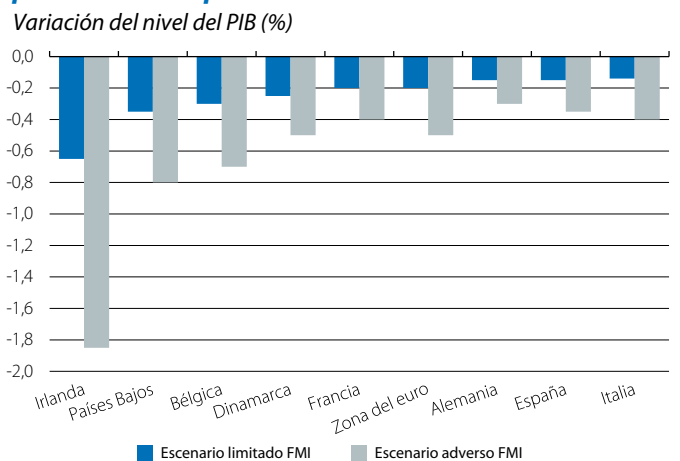
Nota: * Porcentaje de individuos con opinión favorable sobre la UE. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Pew Global Attitudes Survey (junio de 2016).

Reino Unido: previsiones de crecimiento bajo distintos escenarios



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

Impacto económico del *brexit* en distintos países a medio plazo



Nota: Desviación del nivel del PIB del escenario sin salida con respecto al nivel mínimo para el escenario limitado (2018) y para el escenario adverso (2019). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

Las consecuencias económicas para el resto de países miembros deberían ser moderadas. El *brexit* tendrá un impacto directo (a través del canal comercial) en el resto de socios comunitarios debido a la recesión del Reino Unido, y uno indirecto, por el repunte de la incertidumbre. Sin embargo, el efecto agregado debería ser modesto, equivalente a unas pocas décimas para la mayoría de países. La repercusión en algunas economías como Irlanda o los Países Bajos será mayor debido a los fuertes vínculos de estas con el Reino Unido. El deterioro macroeconómico podría ser más acusado si se degrada la cohesión política en el seno de la UE, si las políticas económicas (monetaria, fiscal, etc.) perdiesen efectividad o si se materializaran otros riesgos externos, tanto geopolíticos como económicos.

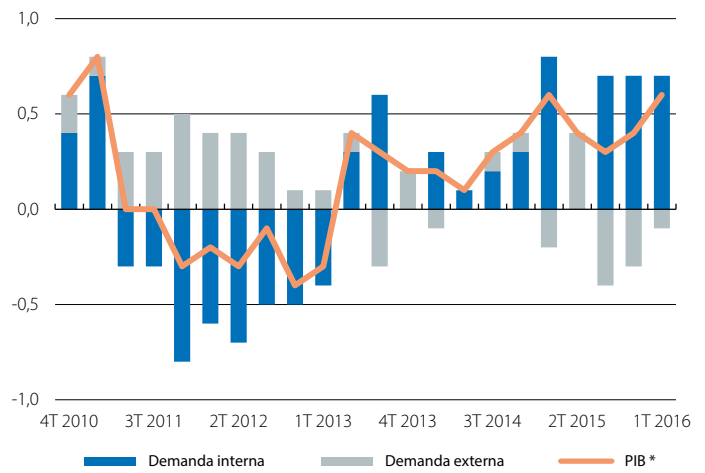
La economía de la eurozona, en condiciones de resistir el shock. El contexto en el cual se produce el *shock* económico del *brexit* es, con todo, relativamente positivo. La eurozona sumó en el 1T 2016 su decimotercer trimestre consecutivo con avances del PIB (que han permitido recuperar el nivel de PIB real previo a la crisis de 2008). Concretamente, en dicho 1T, el incremento intertrimestral del PIB fue del 0,6%, ligeramente superior respecto al 0,4% del 4T 2015. Además de su ritmo de actividad favorable, cabe destacar la equilibrada composición del crecimiento. La demanda interna continuó siendo la principal contribuidora a la variación del PIB (+0,7 p. p.), en particular, gracias al consumo privado (+0,3 p. p.), cuya aportación aumentó. El consumo público y la inversión contribuyeron, respectivamente, con +0,1 p. p. y +0,2 p. p. y, junto con el consumo privado, es probable que sean los pilares del crecimiento de la eurozona en los próximos meses. Dado el carácter inercial que acostumbra a exhibir la demanda interna, su fortaleza provee de cierto margen de autonomía al ciclo de los países de la moneda única respecto a los canales económicos más directos por los que el *brexit* se transmitirá. Por su parte, la demanda externa redujo su contribución negativa al crecimiento en el 1T (-0,1 p. p.), a causa, sobre todo, del menor avance de las importaciones con respecto al de las exportaciones.

Actividad al alza en el 2T. Esta buena dinámica económica no se circunscribe a los tres primeros meses del año. El índice de sentimiento económico en la eurozona alcanzó en mayo el nivel más alto de los últimos cuatro meses (104,5 puntos). Destacan los avances en Francia (+1,5 puntos) y, en menor medida, en Alemania (+0,4 puntos) e Italia (+0,3 puntos). Estos buenos datos más que compensaron el ligero empeoramiento que registró España (-0,4 puntos). Otros indicadores, como la producción industrial y los índices PMI, apuntan igualmente a que en el 2T el avance de la actividad habrá sido similar al registrado en el 1T.

El consumo mantiene un ritmo notable. Los indicadores de consumo sugieren que en el 2T el gasto de las familias creció algo menos que en el trimestre precedente pero todavía en una zona razonablemente positiva. Así, el índice de confianza del consumidor de la eurozona alcanzó los -7,3 puntos en junio, y recuperó, así, prácticamente todo el terreno perdido en el 1T. Los datos disponibles apuntan a que la mejora del consumo alcanza al gasto en bienes duraderos, en particular, a la adquisición de automóviles, una dinámica sin duda relacionada con la progresiva normalización del crédito. Además del consumo privado, la inversión se mantiene como otro puntal de creci-

Eurozona: PIB

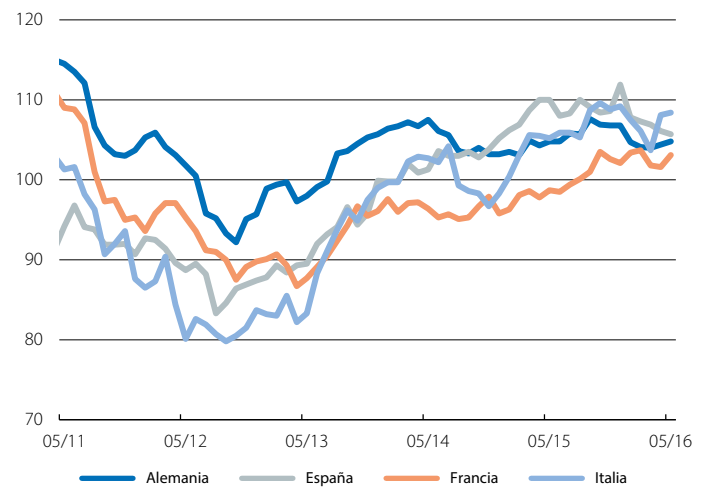
Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)



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

Eurozona: índice de sentimiento económico

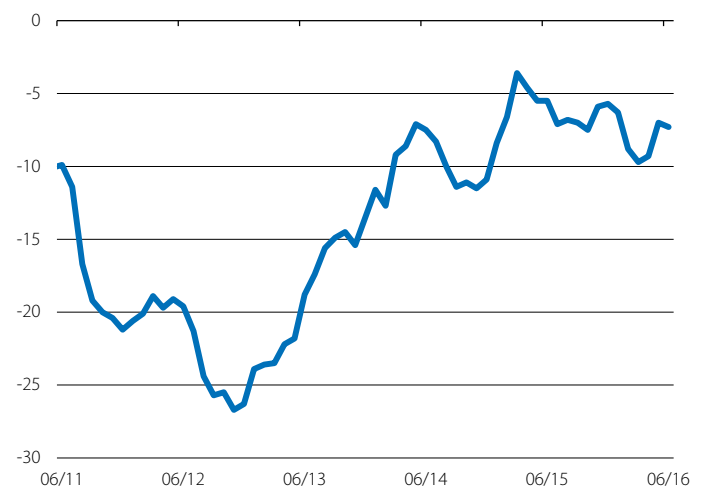
Nivel



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

Eurozona: confianza del consumidor

Nivel



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

miento apreciable como atestigua la producción industrial de bienes de capital, que aproxima la evolución de la formación bruta de capital fijo.

Una mejora del mercado laboral moderada pero continuada.

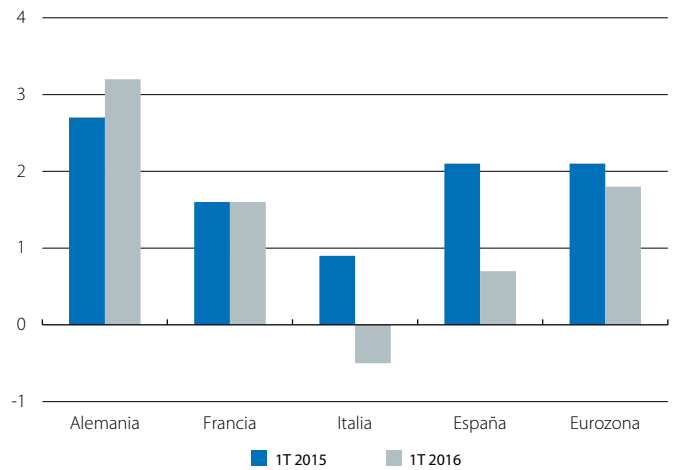
La expansión del consumo se ampara, en gran medida, en la continuada expansión del mercado laboral. En el 1T 2016 se mantuvo en la eurozona un ritmo de creación de la ocupación equivalente a la del segundo semestre de 2015 (0,3% intertrimestral). La tasa de paro, por su parte, se situó en abril en el 10,2% de la población activa, su mínimo desde principios de 2011. Por lo que se refiere a los costes salariales, en el 1T 2016 el crecimiento interanual fue del 1,8%. Aunque se trata de una cierta aceleración respecto al 1,5% interanual del 3T y del 4T 2015, el ritmo de avance es inferior al registrado un año antes, cuando fue del 2,1%, y, en todo caso, es consistente con el proceso de expansión económica que la eurozona está viviendo. Cabe señalar que el proceso de aumento de los costes salariales está siendo notablemente dispar por países. Mientras en Alemania crecieron un 3,2% interanual en dicho 1T, en España el incremento fue un más moderado (del 0,7%). Con todo, la dinámica más contenida es la italiana, país que registró una caída de los costes salariales del 0,5%.

La inflación vuelve a terreno positivo en junio. El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) creció un 0,1% interanual en junio, su primera tasa positiva desde enero pasado. En mayo el IPCA había retrocedido un 0,1%. El avance del nivel general de precios fue resultado, sobre todo, de la menor caída del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en junio en el 0,8% interanual. En los próximos meses, y de cumplirse el escenario de CaixaBank Research, la inflación reflejará progresivamente el aumento del precio del petróleo, de manera que el componente energético reducirá notablemente su contribución negativa a partir de agosto.

Italia presenta un perfil de riesgo elevado. El *brexit* ha acrecentado la percepción de riesgo de las economías periféricas. Uno de los estados que encarna plenamente las preocupaciones de los inversores es Italia. El país transalpino combina una triple fuente de riesgos. De entrada, la recuperación económica de la que ha disfrutado tras la crisis ha sido mucho más moderada que la del conjunto de la eurozona, una situación que no se acaba de corregir (en el 1T el crecimiento italiano fue del 0,3% intertrimestral, frente al 0,6% de la eurozona). Un segundo frente de riesgos deriva de las dudas sobre la solvencia del sector bancario italiano. A pesar de haberse constituido un fondo privado que debería acumular una parte importante de los activos bancarios dudosos, existen interrogantes sobre si podrá cumplir su función, interrogantes que se han visto acrecentados por el hecho de que el Gobierno y el Banco de Italia están sopesando una inyección de liquidez de unos 40.000 millones de euros. El tercer foco de riesgo es el político. En octubre próximo se realizará un referéndum para aceptar el cambio del papel del Senado, modificación que facilitará la toma de decisiones políticas. Los resultados de las elecciones municipales de junio apuntan a que el apoyo del partido gobernante se está erosionando, lo que añade incertidumbre sobre la capacidad de reforma efectiva que el electorado italiano puede estar en condiciones de asumir.

Eurozona: costes salariales por hora *

Variación interanual (%)

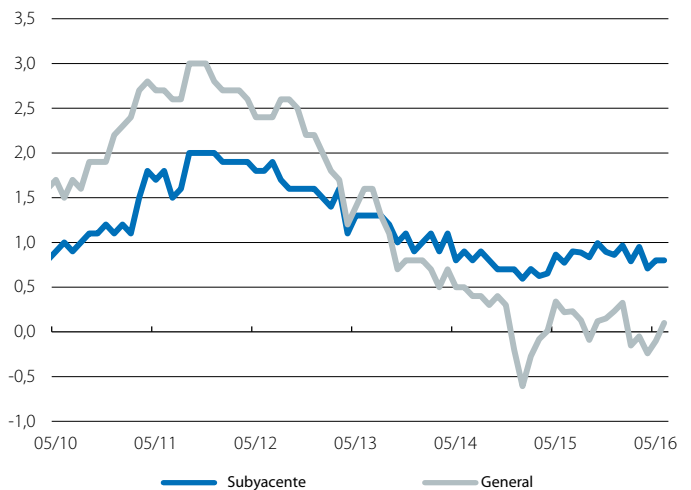


Nota: * Datos desestacionalizados.

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

Eurozona: IPC armonizado

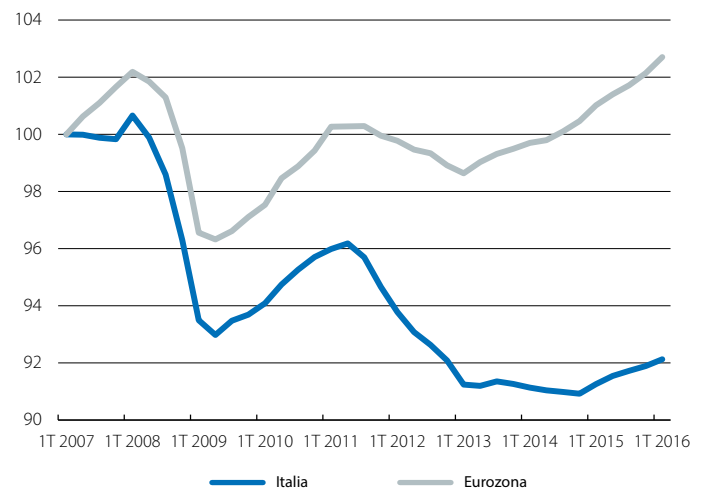
Variación interanual (%)



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

Italia y Eurozona: PIB

Índice (100 = 1T 2007)



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

FOCUS · TARGET2: operación liquidez

El Banco Central Europeo (BCE) delega parte de la implementación de sus funciones a los bancos centrales nacionales (BCN), como la tramitación de las transacciones entre bancos comerciales de los distintos países. El sistema con el que los BCN las gestionan, llamado TARGET2,¹ proporcionó una de las señales de los desequilibrios en la eurozona entre núcleo y periferia durante la crisis. A continuación explicamos su funcionamiento.

El sistema TARGET2 es el mecanismo con el que los BCN de la eurozona vehiculan los pagos entre residentes de distintos países. Por ejemplo, cuando Juan, un ciudadano español con una cuenta en CaixaBank, transfiere 100 euros a Hans, un ciudadano alemán con una cuenta en Deutsche Bank, este movimiento se efectúa a través de las reservas que CaixaBank y Deutsche Bank tienen, respectivamente, en el Banco de España y en el Bundesbank, de modo que las de CaixaBank disminuyen en 100 euros y las de Deutsche Bank aumentan en 100 euros. Ello significa que el Banco de España elimina 100 euros de la economía mientras que el Bundesbank los añade. En compensación, en vez de que el Banco de España transfiera activos al Bundesbank, el BCE se hace responsable del derecho del Bundesbank y registra la obligación del Banco de España. Así, la transferencia de Juan a Hans hace que el Banco de España incurra en una obligación frente al BCE (obligación TARGET2) y que el Bundesbank obtenga un derecho respecto al BCE (derecho TARGET2).

En la medida en que el comercio internacional genera transferencias entre bancos comerciales, cabría esperar que los saldos TARGET2 de cada país tuvieran relación con su comercio exterior. Por ejemplo, cuando las importaciones de un país del resto de la eurozona superan a sus exportaciones, los ciudadanos deben efectuar pagos netos. No obstante, entre 2000 y 2008 la periferia de la eurozona mantuvo un déficit por cuenta corriente en la balanza de pagos y, sin embargo, sus obligaciones TARGET2 no eran cuantitativamente significativas (véase el gráfico). La razón es que la financiación de este déficit por cuenta corriente procedía del propio sector bancario del núcleo europeo. Es decir, en el ejemplo, la transferencia de 100 euros que Juan le hacía a Hans procedía de un crédito que Juan había solicitado previamente a un banco alemán. De este modo, el flujo de la transferencia de Juan a Hans quedaba compensado por el flujo del préstamo del banco alemán a Juan: en conjunto, la transacción no producía saldos TARGET2. Sin embargo, tras la congelación del mercado interbancario a raíz del estallido de la crisis, Juan solo podía financiar la transferencia con un préstamo que su banco comercial obtenía del Banco de España. Así, sin ningún flujo compensatorio procedente de Alemania, el Banco de España incurría en una obligación TARGET2 y el Bundesbank recibía un derecho TARGET2. Es decir, los saldos TARGET2 nos informan de desequilibrios por cuenta corriente cuando estos están financiados por la liquidez del BCE (vehiculada

1. Del inglés Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

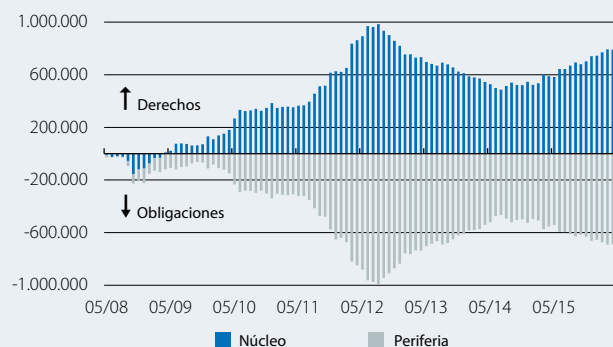
mediante los BCN). O, lo que es lo mismo, nos indican las distintas necesidades de liquidez del BCE que tiene cada país de la eurozona. Como vimos en un focus anterior,² la periferia demanda la mayor parte de liquidez que proporciona el BCE mientras que el núcleo principalmente aporta esta liquidez. Del mismo modo, la evolución de los saldos TARGET2 subraya la necesidad de liquidez de la periferia (que se tradujo en un aumento de las obligaciones TARGET2) mientras que esta es abundante en el núcleo (cuyos depósitos en el BCE se reflejan en los créditos TARGET2 acumulados).

Sin embargo, hay elementos que «contaminan» el contenido informativo de los saldos TARGET2. Uno de ellos es la organización geográfica de un banco comercial: por ejemplo, cuando un banco con matriz alemana decide financiarse a través de su subsidiaria en Italia (es decir, a través del Banco de Italia) y redistribuir esta liquidez hacia la matriz, se producen saldos TARGET2 que en realidad no reflejan las distintas necesidades de liquidez de los países. Otro factor es que los bancos de fuera de la eurozona, como los de la City de Londres, operan con el TARGET2 mediante un BCN europeo, de modo que sus transacciones también distorsionan la información de los saldos TARGET2. Finalmente, hay que tener en cuenta que no todas las transacciones se vehiculan a través del sistema TARGET2.³

En conclusión, aunque en tiempos normales los saldos del sistema TARGET2 son un producto natural de los intercambios internacionales, durante la congelación del mercado interbancario reflejaron la sustitución de la financiación privada por la proporcionada por el BCE y, así, las distintas necesidades de liquidez del núcleo y la periferia. Su persistencia muestra que todavía quedan desequilibrios financieros por corregir.

Saldos TARGET2 de los bancos centrales nacionales respecto al BCE

(Miles de millones de euros)



Nota: Núcleo incluye a Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Países Bajos y Luxemburgo; Periferia incluye a España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

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

2. «La liquidez del BCE en el núcleo y en la periferia», IM06/2016.

3. Aunque el TARGET2 vehicula un volumen importante de ellas: en 2015, registró transacciones por un valor de 469,8 billones de euros, 45 veces el PIB de la zona euro.

FOCUS · Empresas más pequeñas y menos productivas en un mercado europeo fragmentado

La eurozona ha experimentado en los últimos 15 años un crecimiento menor que los EE. UU., a pesar de que ambas economías tienen dimensiones y niveles de desarrollo similares. El principal factor que explica la debilidad de la eurozona es el menor crecimiento de la productividad, que sigue lastrada, entre otros factores, por la fragmentación de los mercados nacionales.

A pesar de que el mercado único europeo es teóricamente una realidad, en la práctica persisten muchas barreras que dificultan el crecimiento de las empresas europeas. Por ejemplo, el coste de operar en varios países se mantiene elevado ya que, en la mayoría de sectores, la regulación sigue siendo muy distinta en cada país y las empresas tienen que adaptar los productos o servicios ofrecidos a los estándares locales. En cambio, en los EE. UU. la regulación es más homogénea entre los distintos estados y ello facilita el crecimiento de las empresas.

La evidencia empírica respecto a la mayor atomización de las empresas europeas y la relación que ello guarda con la fragmentación del mercado europeo es contundente. Por ejemplo, las empresas grandes (de más de 250 trabajadores) son más pequeñas en la eurozona que en EE. UU. Concretamente, el tamaño medio de una empresa grande en EE. UU. es de 1.903 empleados mientras que en la eurozona se sitúa alrededor de los 1.000 empleados. Además, esta diferencia es especialmente acusada en los sectores con un mayor nivel de regulación, como el de la energía y el de los servicios públicos. En concreto, las empresas estadounidenses en sectores no regulados tienen un tamaño 1,9 veces mayor que las europeas, pero en los sectores regulados las empresas de EE. UU. son 2,5 veces más grandes que las europeas.

Asimismo, es importante remarcar que es precisamente en los sectores regulados donde las economías de escala suelen ser mayores. Por tanto, los beneficios potenciales de ampliar el tamaño del mercado (o los costes de no hacerlo) son especialmente relevantes para las empresas de estos sectores. Así, en EE. UU., las empresas de más de 250 empleados son más grandes en los sectores regulados que en los no regulados. En cambio, en Europa no existen diferencias significativas de tamaño empresarial entre sectores (véase la tabla).

La preocupación por la elevada atomización del tejido empresarial europeo no es baladí, ya que tamaño empresarial y productividad suelen ir siempre de la mano. El gráfico adjunto ofrece una buena muestra de ello: la productividad laboral en empresas de más de 250 empleados es mucho mayor que la de las empresas de menor tamaño. Es interesante notar que el diferencial de productividad

entre empresas de distinto tamaño es más acusado en el sector manufacturero que en el de los servicios. Probablemente, ello se debe a la mayor necesidad de inversión en activos fijos del sector manufacturero. Finalmente, para ilustrar la importancia de la estructura empresarial sobre la productividad, sirva de referencia que si la eurozona tuviera una distribución del tamaño empresarial igual a la estadounidense, la productividad laboral media de la eurozona sería un 14% más elevada que la actual.¹

En resumen, los beneficios potenciales de poseer un tejido empresarial con empresas más grandes son, a todas luces, enormes. Por tanto, todas las medidas destinadas a reducir las barreras regulatorias y no regulatorias que impiden un mayor aprovechamiento del mercado único europeo deberían estar al orden del día de la agenda de reformas europea. El contexto económico y social apremia.

Tamaño medio empresarial de EE. UU. y de la eurozona

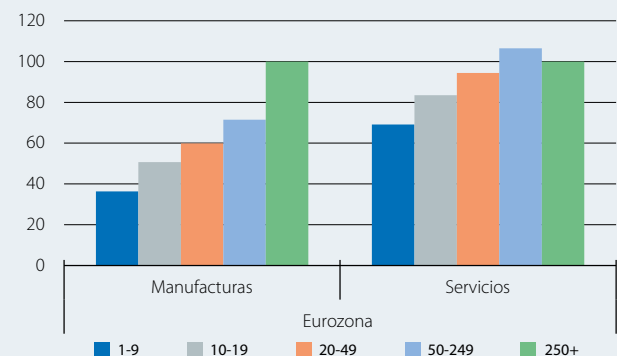
Número medio de empleados en empresas grandes *

	EE. UU.	Eurozona	Tamaño relativo (EE. UU./eurozona) (%)
Sectores regulados **	2.605	1.027	254
Sectores no regulados **	1.903	997	191
Tamaño relativo (sector regulado/ no regulado) (%)	137	103	

Notas: * Empresas grandes corresponde a aquellas con más de 250 empleados.
 ** Los sectores regulados incluidos son los sectores de suministro de gas, electricidad, agua, etc. (ISIC 4, sectores 35 a 39). La información sobre el sector bancario y asegurador no está disponible.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de OECD Structural and Demographic Business Statistics.

Productividad laboral en la eurozona por tamaño de la empresa

Valor añadido por empleado, índice (100 = empresas grandes *)



Nota: * Empresas grandes corresponde a aquellas con más de 250 empleados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de OECD Structural and Demographic Business Statistics.

1. Se asume que la productividad laboral por tamaño empresarial se mantiene constante.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16	06/16
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,4	2,8	2,7	3,4	2,5	2,3	1,4	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	0,9	1,6	1,4	2,0	1,3	1,6	2,0	...	...
Confianza del consumidor	-10,2	-6,2	-5,2	-7,0	-6,4	-8,3	-9,3	-7,0	-7,3
Sentimiento económico	101,5	104,2	103,7	104,5	106,2	104,0	104,0	104,6	104,4
PMI manufacturas	51,8	52,2	52,2	52,2	52,8	51,7	51,7	51,5	52,6
PMI servicios	52,5	54,0	54,1	54,0	54,2	53,3	53,1	53,3	52,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,6	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4	-	...	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	11,6	10,9	11,0	10,7	10,5	10,3	10,2	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,0	4,6	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,4	10,4	10,5	10,2	10,1	9,9	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,6	11,9	12,2	11,6	11,6	11,6	11,7	...	...
España (% pobl. activa)	24,5	22,1	22,5	21,6	20,9	20,4	20,1	...	...

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Saldo corriente: eurozona	2,6	3,4	3,1	3,3	3,4	3,3	3,4	...
Alemania	7,3	8,5	8,0	8,3	8,5	8,7	8,9	...
Francia	-0,9	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,9	-0,9	...
Italia	1,9	2,2	2,0	2,2	2,2	2,3	2,4	...
España	1,0	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,7	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	91,1	92,7	92,4	94,1	94,8	95,0

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,9	1,2	1,4
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,7	0,5	1,0	1,3	1,5	1,5	1,6
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,6	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,5	11,8	12,5	11,9	11,2	10,7	10,0
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,9	-4,0	-4,7	-4,0	-2,6	-2,8	-2,0
Instrumentos negociables	-7,2	3,0	5,7	2,0	0,7	-1,3	-2,1	2,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	...

Notas: 1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

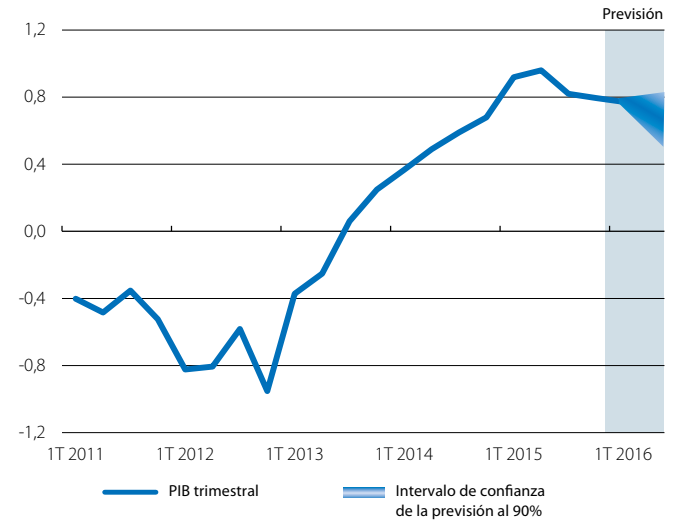
COYUNTURA · La economía española navega en un entorno externo más desfavorable

La economía española aguanta el tipo en el primer semestre, pero el segundo se presenta con más nubarrones. La información disponible correspondiente a los meses de abril a junio, todavía muy incompleta, muestra que el crecimiento económico siguió siendo robusto en el 2T 2016. En concreto, el indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research predice un avance del 0,7% intertrimestral, lo que implica una mínima desaceleración respecto al 1T (0,8% intertrimestral). Este menor ritmo de crecimiento entra dentro del guion previsto y obedece en gran medida al progresivo agotamiento de una serie de factores que temporalmente están impulsando la economía española, entre los que destacan la rebaja fiscal y la caída del precio del petróleo. Esta tendencia se acentuará en el segundo semestre, puesto que estos factores seguirán perdiendo fuerza y, además, nuevos nubarrones han aparecido en escena: la decisión del Reino Unido de salir de la UE (*bretxit*) ha abierto un periodo de fuerte incertidumbre y turbulencias financieras que moderará el ya exiguo crecimiento europeo. Para la economía española prevemos un avance del PIB más moderado, del 0,5% intertrimestral en los próximos trimestres, de modo que el cómputo anual queda en el 2,8% para 2016 y en el 2,2% para 2017 (anterior: 2,4%).

El impacto del *bretxit* sobre la economía española será moderado. España tiene importantes relaciones económicas y comerciales con el Reino Unido de modo que es de esperar que la entrada en recesión del país anglosajón la note la economía española, aunque el impacto tendrá un alcance moderado. El efecto a través del canal comercial será modesto en comparación con otros países europeos, puesto que el Reino Unido es el destino del 7,3% de las exportaciones de bienes españolas (equivalente al 1,7% del PIB español), aproximadamente la mitad de la exposición que la eurozona tiene al Reino Unido. De todas formas, destaca la importancia que tiene el Reino Unido para el sector turístico, ya que es el primer país emisor de turistas internacionales para España (cerca del 23% del total). Asimismo, cabe señalar que un importante número de visitantes anglosajones tienen residencia permanente o temporal en España (800.000 personas en 2015). Por otro lado, las empresas españolas poseen un elevado *stock* de inversión extranjera directa (IED) en el Reino Unido (un 17% de la IED española total, equivalente al 7% del PIB español). Una libra débil y un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento del país anglosajón afectan negativamente al valor de estas inversiones, tal y como se ha reflejado en el descenso de las cotizaciones bursátiles tras el referéndum. El Reino Unido es también una fuente de IED relevante para España: la inversión británica representa el 12,4% del total de IED en España. Sin embargo, en los últimos años los flujos de entrada de IED provenientes del Reino Unido han sido muy limitados (alrededor

Indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research.

Relaciones económicas entre España y el Reino Unido

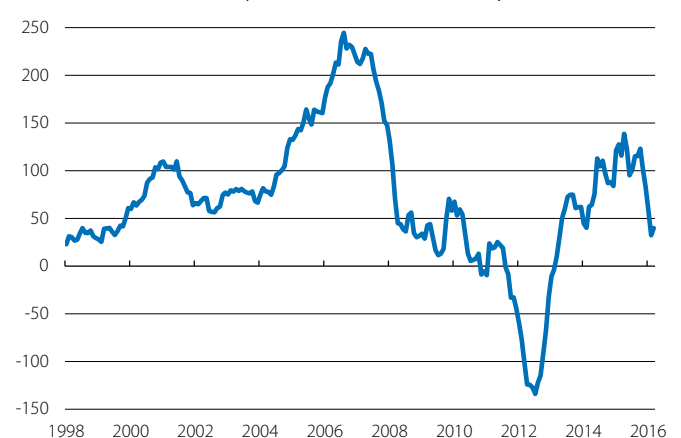
	Millones de euros	% del total
Exportaciones de bienes al Reino Unido	18.231	7,3
Importaciones de bienes del Reino Unido	12.584	4,6
Gasto de turistas del Reino Unido	9.558	19,5
IED española en el Reino Unido	75.568	17,1
IED del Reino Unido en España	59.439	12,4

Nota: Último dato disponible.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y el Dept. de Aduanas.

Entradas de inversión extranjera directa e inversión en cartera *

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: * Neto de desinversión.

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

del 0,1% del PIB). Además de estos efectos directos, el impacto sobre la economía española podría ser mayor dependiendo del efecto final sobre la eurozona y, sobretudo, si la situación de incertidumbre se alarga y alimenta nuevos episodios de turbulencias financieras.

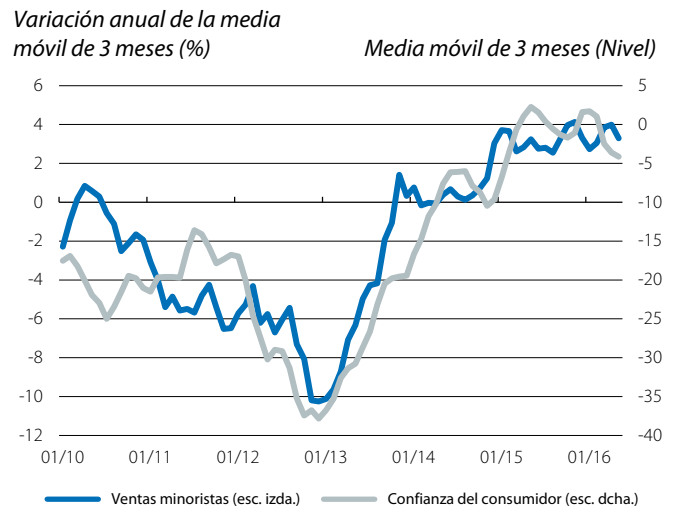
Las turbulencias financieras podrían ralentizar el ritmo de entradas de capital a la economía española. Uno de los factores que ha impulsado la recuperación desde 2013 ha sido el flujo positivo de capitales que ha recibido la economía, tanto en forma de inversión en cartera (sobre todo deuda pública) como de IED. Así, en los 12 meses hasta marzo, las entradas netas de IED e inversión en cartera se situaron cerca de los 40.000 millones de euros, cifra ligeramente inferior a la de los dos años precedentes, pero todavía muy significativa. Además, mantener la confianza de los inversores internacionales es de vital importancia puesto que la economía española tiene un elevado endeudamiento con el resto del mundo (la posición deudora neta ascendió al 90,8% del PIB en el 1T 2016). El riesgo de que un episodio de *risk-off* en los mercados financieros globales disminuya el apetito inversor hacia las economías periféricas no es desdeñable y podría entorpecer la recuperación económica.

Por el momento, los elementos en los que se apoya la recuperación siguen siendo fuertes. Por el lado de la demanda, los indicadores ligados al consumo privado (ventas minoristas y confianza del consumidor) se mantienen muy robustos, lo cual indica que este componente continuó ejerciendo de motor de la demanda interna en el 2T. A su vez, el dinamismo del consumo se apoya en una mejora continuada de las condiciones de financiación y de la renta bruta disponible de los hogares (2,3% interanual en el 1T). De este modo, en conjunto, los hogares compatibilizan el aumento del consumo con el mantenimiento de la capacidad de ahorro en cotas razonables; en concreto, la tasa de ahorro se situó en el 9,3% de la renta bruta disponible en el 1T, una cota algo inferior al promedio histórico del 9,7%.

La creación de empleo es muy dinámica y la moderación salarial se mantiene. El crecimiento de la renta bruta disponible de los hogares en el 1T se explica por el aumento de las rentas salariales (3,2% interanual), y estas por el incremento del empleo (3,5% interanual) puesto que la remuneración por asalariado sigue prácticamente estancada (-0,3% interanual). A juzgar por el incremento moderado de los salarios pactados en convenio en mayo, del 1,1% interanual, la contención salarial proseguirá en los próximos trimestres y ello contribuirá a mantener el dinamismo de la creación de empleo (el ritmo de afiliación a la Seguridad Social se mantiene en cotas elevadas, del 2,6% interanual en mayo).

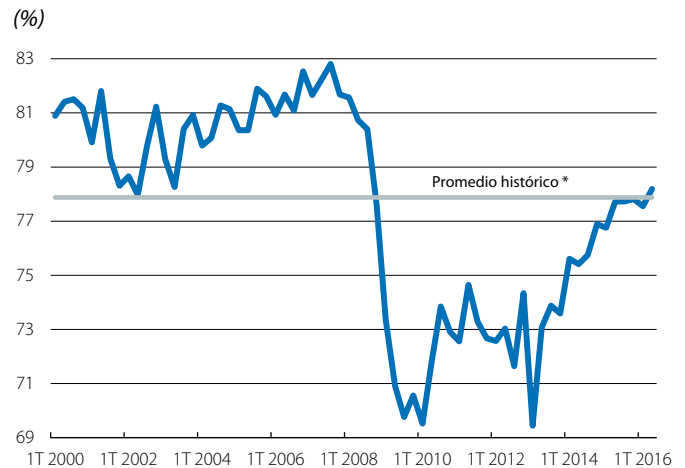
La inversión empresarial se ralentiza, como es habitual en esta fase más avanzada del ciclo. Los indicadores disponibles señalan que el tono expansivo de la actividad empresarial se prolongó durante el 2T, aunque a un ritmo algo más moderado que en los tres primeros meses del año. En concreto, el indicador de sentimiento empresarial (PMI) del sector manufacturero

Indicadores de consumo



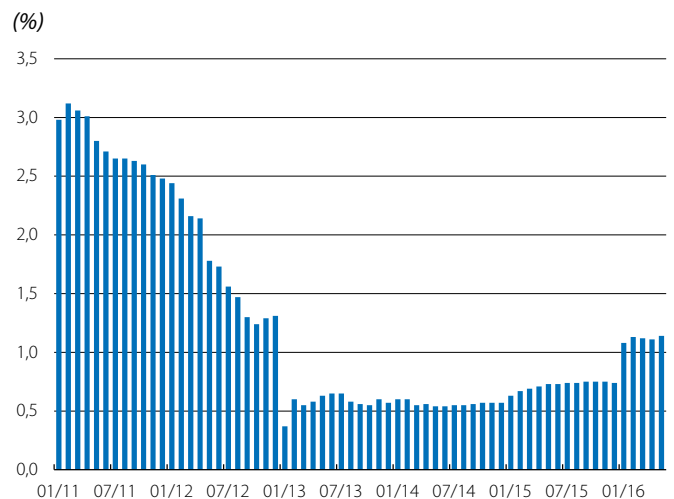
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de la Comisión Europea.

Grado de utilización de la capacidad productiva en la industria



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

Incrementos salariales pactados en convenios colectivos



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

flexionó a la baja en mayo y la cifra de negocios de la industria retrocedió ligeramente en abril (-0,7% interanual). Con todo, el incremento de los pedidos industriales provenientes del exterior (6,0% interanual en el acumulado de 12 meses), tanto de la eurozona (7,3% interanual) como del resto de destinos (4,4% interanual), vaticinan una mejora del sector industrial en los próximos meses. Por lo que respecta al sector servicios, los indicadores también apuntan, en su conjunto, a un mantenimiento del dinamismo de la actividad. Así, el índice PMI mostró una leve mejora y se sitúa por encima del promedio del 1T. Otro indicador que refleja cómo poco a poco la economía española se adentra en una fase más madura del ciclo económico es la utilización de la capacidad productiva, que se emplazó en el 78,2% en el 2T 2016, un registro ligeramente superior al promedio histórico desde 1980.

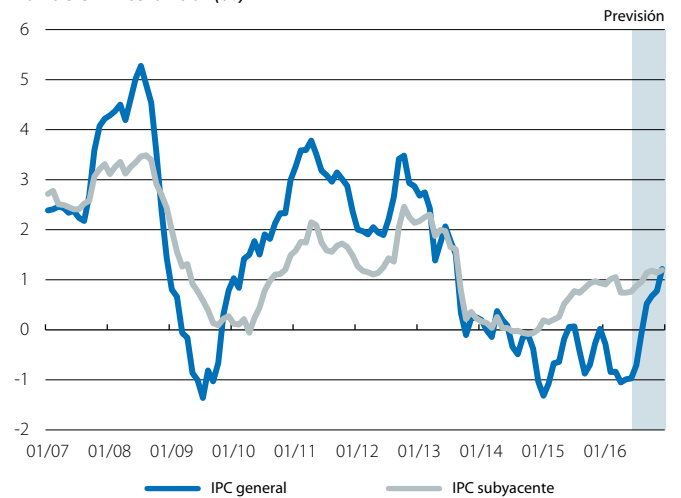
La inflación pronto reflejará la situación cíclica de la economía. A pesar de que ya hace más de tres años que se inició la recuperación económica, la inflación todavía sigue en terreno negativo. Aunque esta situación obedece en gran parte al desplome del precio de los carburantes en el último año, la falta de presiones inflacionistas en un contexto de elevado crecimiento económico puede parecer sorprendente. Pero esta situación está cerca de cambiar. En junio, la inflación se recuperó 2 décimas, hasta el -0,8%, y de cara a los próximos meses se prevé que inicie una rápida tendencia alcista al deshacerse el efecto escalón de la caída del precio del petróleo. Asimismo, después del bache de mayo, el IPC subyacente recuperará la tendencia suave al alza gracias al constante dinamismo del consumo privado.

El ajuste del déficit público sigue pendiente. La ejecución presupuestaria hasta abril sitúa el déficit (excluidas las corporaciones locales) en el 1,2% del PIB, 1 décima por encima del registro de hace un año. Aunque la Administración central y las comunidades autónomas han mejorado su saldo, continúa el deterioro del superávit de la Seguridad Social (véase el Focus «La sostenibilidad de las cuentas de la Seguridad Social, la tarea pendiente» en este mismo *Informe Mensual*). La falta de ajuste de las cuentas públicas en la primera mitad del año sugiere que, para conseguir reducir el déficit público hasta el 3,6% contemplado en la Actualización del Plan de Estabilidad presentado por el Gobierno, será necesario tomar medidas en el segundo semestre.

El crédito bancario sigue recuperándose y la morosidad, descendiendo. El desglose del crédito del 1T 2016 muestra que cada vez más segmentos pasan a anotar tasas de variación interanual positivas. Además del crédito al consumo y al sector agrícola, que empezaron a crecer en 2015, en el 1T también lo ha hecho el crédito a la industria, una muestra más de que el crédito está apoyando la recuperación de la actividad productiva empresarial. Por su parte, la tasa de morosidad siguió descendiendo en todos los segmentos, aunque cabe señalar que la de la construcción y la del crédito al promotor todavía siguen en cotas muy altas. Esta tendencia se mantendrá, gracias a las políticas expansivas del BCE, y apoyará el consumo y la inversión.

IPC

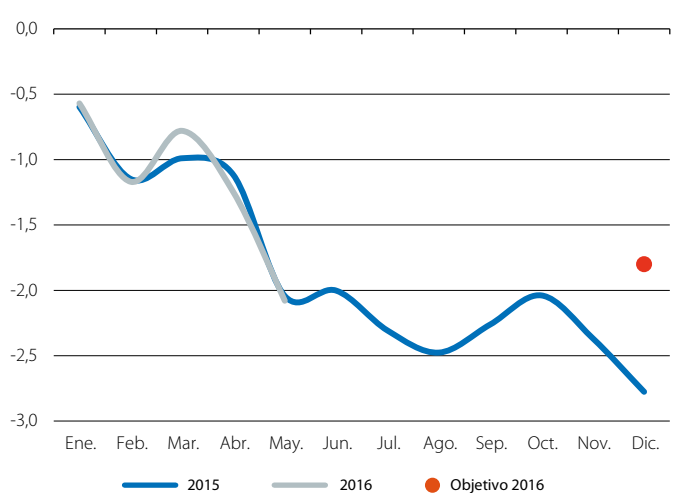
Variación interanual (%)



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

Ejecución presupuestaria del Estado

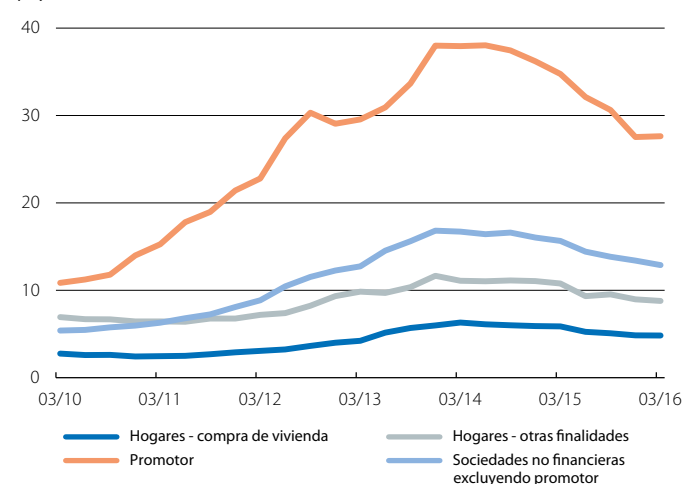
(% del PIB)



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

Tasa de morosidad por segmentos

(%)



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

FOCUS · La devaluación interna, clave en el auge de las exportaciones

La pujanza de las exportaciones de bienes y servicios españolas, cuyo peso sobre el PIB pasó del 24% en 2009 al 33% en 2015, una cota nunca antes vista, ha sido crucial para reducir el déficit por cuenta corriente e impulsar la economía. Un factor fundamental que explica esta dinámica son las ganancias de competitividad, tal y como refleja la depreciación del tipo de cambio efectivo real, del 18,5% en ese mismo periodo (véase el primer gráfico).¹

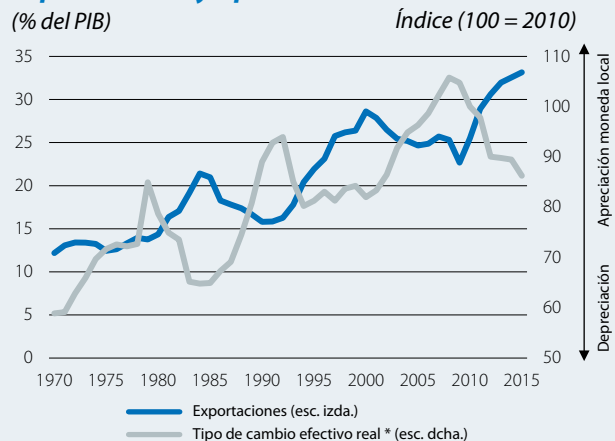
Desde una perspectiva histórica, la primera gran devaluación de la peseta desde 1970 ocurrió a finales de la década, en plena transición, en un contexto de gran incertidumbre política y elevada inflación. En 1982, se efectuó la segunda devaluación, en ese caso de un 8% con respecto al dólar. Entre 1992 y 1993, se llevaron a cabo tres devaluaciones más, del 5%, 6% y 8%, respectivamente. Todos los episodios mencionados se caracterizan por una devaluación nominal de la moneda, un instrumento de política cambiaria que potencia las exportaciones, al hacerlas más baratas. Sin embargo, con la introducción del euro en 1999 se perdió la potestad sobre este instrumento, de modo que el último episodio de depreciación del tipo de cambio efectivo real, en marcha desde 2009, se ha conseguido, en gran parte, mediante la reducción de los costes laborales unitarios (CLU) relativos, fenómeno conocido como «devaluación interna». Concretamente, los CLU de la economía española respecto a los de sus principales socios comerciales han caído un 17%, lo que ha permitido que el descenso del tipo de cambio real haya sido superior al de los episodios anteriores (véase el segundo gráfico).

Asimismo, es destacable que la respuesta de las exportaciones a la mejora de la competitividad es similar a la que se produjo en los episodios de devaluación nominal de la peseta. Concretamente, por cada 1% de descenso del tipo de cambio efectivo real, la ratio de exportaciones sobre el PIB aumenta 0,6 p. p. Además, los efectos a medio y largo plazo de una devaluación interna suelen ser más persistentes. Las devaluaciones nominales se caracterizan por la inmediatez de la respuesta del tipo de cambio real, pero gran parte del efecto es temporal, ya que tarde o temprano la devaluación nominal acaba generando un repunte de la inflación, lo que deshace las ganancias de competitividad iniciales. En cambio, los efectos de la devaluación interna puede que inicialmente tarden más en aparecer, pero *a priori* no hay ninguna fuerza que de manera «automática» deshaga las ganancias de competitividad. De hecho, hay dos factores que sugieren que las ganancias de competitividad conseguidas se consolidarán o incluso pueden aumentar durante los próximos años. Primero, suele haber una mayor correspondencia entre el crecimiento de los

salarios y el crecimiento de la productividad en las empresas que exportan.² En este sentido, es alentador que muchas de las empresas que han hecho el salto al mercado internacional se están consolidando como exportadoras regulares.³ Segundo, las reformas impulsadas durante los últimos años, como la Ley de Desindexación de la Economía Española o las mejores herramientas que tienen trabajadores y empresas para ajustar las condiciones al ciclo económico, deberían favorecer un mejor ajuste de los costes laborales a la productividad en todo el tejido productivo.

De todas formas, aunque hay motivos para el optimismo, para que esta tendencia se consolide en el futuro y el peso de las exportaciones se acerque, tal vez a medio plazo, al 47% que registró Alemania en 2015, es imprescindible seguir adoptando medidas que impulsen la posición competitiva internacional de la economía española.

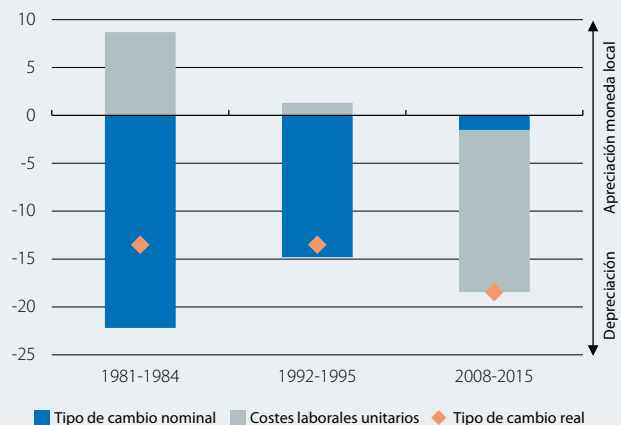
Exportaciones y tipo de cambio



Nota: * Tipo de cambio efectivo real basado en costes laborales unitarios.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial y la OCDE.

Composición de las devaluaciones

Variación acumulada en el periodo de referencia (%)



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

1. El tipo de cambio efectivo real se obtiene tras deflactar el tipo de cambio efectivo nominal con una medida de precios relativos, como pueden ser los IPC relativos, los costes laborales unitarios o los precios de exportación.
2. Además, el crecimiento de la productividad suele ser mayor en las empresas que exportan.

3. Véase el Focus «Las exportaciones españolas se consolidan» en el IM05/2016.

FOCUS · La sostenibilidad de las cuentas de la Seguridad Social, la tarea pendiente

El año 2015 fue muy favorable para España en términos de actividad económica: el PIB creció un 3,2% y se crearon más de medio millón de empleos. Sin embargo, la buena marcha de la economía no bastó para sufragar los problemas presupuestarios de la Seguridad Social: el déficit empeoró 1 décima respecto a 2014, hasta el 1,26% del PIB, superando el objetivo del 0,6%. Teniendo en cuenta que no parece que el déficit vaya a corregirse de forma significativa a medio plazo, la situación merece ser discutida.

La Actualización del Programa de Estabilidad (APE), presentado por el Gobierno en abril, establece un nuevo objetivo de déficit para la Seguridad Social del 1,1% en 2016, mientras que el objetivo fijado hace un año era del 0,3%. Además, resulta especialmente inquietante que la APE prevea que la Seguridad Social siga registrando un déficit del 0,7% en 2019 (véase el primer gráfico), año en el que la economía española habrá cerrado su brecha de producción.¹ Que se mantenga un déficit crónico, incluso durante la etapa expansiva del ciclo, pone de manifiesto el problema estructural del que adolece el organismo. Además, los objetivos de déficit de la Seguridad Social presentados no parecen alcanzables sin medidas adicionales, tal y como advierte la AIReF.²

Todo parece indicar, por tanto, que la Seguridad Social seguirá en déficit a medio plazo. En los últimos años, el déficit se ha financiado a través del Fondo de Reserva. Este fondo se creó en 2003, y acumula los activos (básicamente deuda pública española) en los que se invirtieron los superávits que la Seguridad Social tuvo entre 2003 y 2008. El objetivo estaba bien definido: hacer frente al pago de las pensiones contributivas en situaciones prolongadas de déficit de la Seguridad Social. En un principio, la disposición anual de activos se limitó al 3% del total del citado gasto.³ Sin embargo, el límite se suprimió de manera excepcional a partir de 2012, de manera que, entre ese año y 2015, se llegaron a utilizar 47.201 millones de euros, lo que representa más del 70% de los recursos que tenía el Fondo de Reserva en 2011.

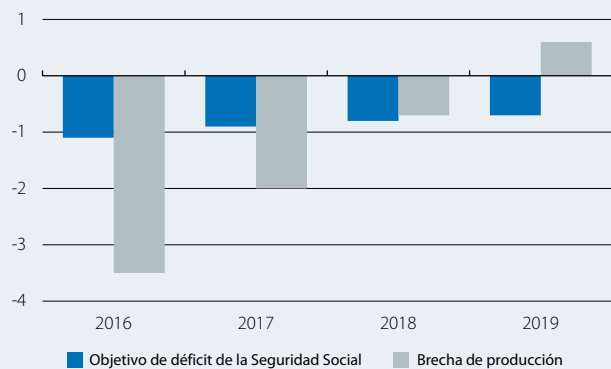
A finales de 2015, el Fondo de Reserva disponía de 32.481 millones de euros. Si en los próximos ejercicios se extiende la excepción del límite del 3% y el déficit se sigue financiando con el fondo, este se agotaría en 2018. Si, por el

contrario, a partir de 2017 se elimina la prórroga de la suspensión del límite del 3%, el descenso del tamaño del fondo será mucho más gradual (véase el segundo gráfico). Sin embargo, en ese caso, la financiación del déficit de la Seguridad Social debería hacerse directamente a través de transferencias del Estado. En este sentido, los Presupuestos Generales del Estado de 2016 incorporan la posibilidad de que se amplíen las pensiones que se consideran no contributivas y se financien con transferencia de la Administración central.

De todos modos, el *quid* de la cuestión es el déficit de la Seguridad Social en sí mismo, y no tanto cómo se financia. Resulta indispensable abordar el problema del desequilibrio estructural de la Seguridad Social y tomar sin dilación las decisiones necesarias para corregirlo.

Objetivo de déficit de la Seguridad Social y brecha de producción según la APE

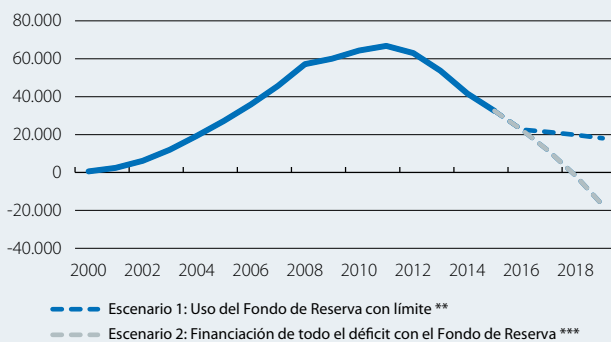
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2016-2019.

Fondo de Reserva *

(Millones de euros)



Notas: * Los activos se contabilizan a precio total de adquisición. ** Se asume que se recupera el límite a la disposición de fondos a partir de 2017. *** Se asume que se prorroga la excepción del límite a la disposición de fondos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del Informe a las Cortes Generales del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

1. La APE estima que en 2019 el PIB superará el PIB potencial, es decir, se cerrará la brecha de producción (*output gap*), que es la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial que se obtendría si se utilizaran todos los factores productivos.

2. Véase AIReF (2016), «Informe sobre la actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2016-2019».

3. El gasto incluye el pago de las pensiones contributivas y los gastos derivados de su gestión.

FOCUS · El sector agroalimentario español: la huerta de Europa y mucho más

A pesar de la tendencia secular a la terciarización de la economía, el sector agroalimentario es un pilar fundamental del tejido productivo español. Si bien la actividad primaria ha ido perdiendo peso,¹ la industria alimentaria, encargada de la elaboración de alimentos procesados de mayor valor añadido, ha mantenido su aportación alrededor del 3,0% del VAB total y se ha consolidado como la primera rama industrial: en 2014 aportó el 22,3% del VAB de la industria manufacturera y ocupó a 430.400 personas. Asimismo, es destacable que la cifra de ocupados en esta rama no ha sufrido caídas tan significativas como otros sectores (véase el primer gráfico).

Uno de los pilares de la buena evolución del sector agroalimentario es el continuo aumento de las exportaciones. Con un crecimiento promedio del 6,5% en los últimos 10 años, superior al 5,1% del resto de sectores, alcanzaron los 40.500 millones de euros en 2015 (un 16,2% del total de exportaciones de bienes), una cifra comparable con los 42.600 millones del sector del automóvil. La internacionalización de las empresas del sector ha sido espectacular: 17.375 empresas exportaron alimentos al resto del mundo en 2015, casi duplicando las 10.000 del año 2000 y, a diferencia de la estabilización del número total de empresas exportadoras en los dos últimos años, este sector ha mantenido la tendencia ascendente (véase el segundo gráfico).

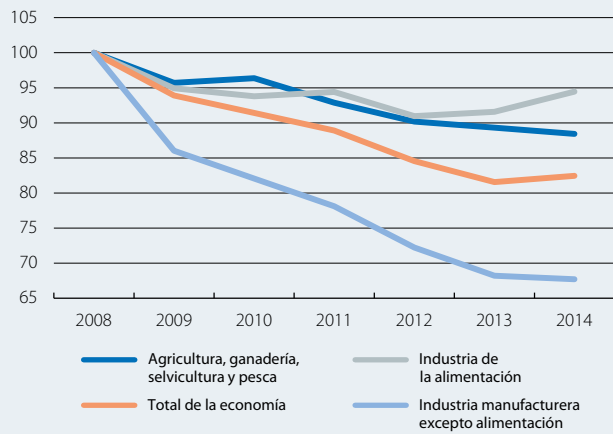
Los productos hortofrutícolas, con un peso del 40% de las exportaciones agroalimentarias, copan las ventas al exterior, lo que ha conferido a España el calificativo de la «huerta de Europa». Pero la gama de productos exportados es cada vez más amplia y de mayor valor añadido. Además, el sector ha sido capaz de aumentar y profundizar en el abanico de destinos: si bien la eurozona sigue acaparando el grueso de las exportaciones alimentarias (60,0% en 2015), su peso ha ido descendiendo a favor de mercados más lejanos, como Asia, África o América Latina (8,6%, 4,3% y 2,8% respectivamente en 2015). Esta buena evolución del sector ha permitido que España se mantenga en el octavo puesto en el ranking mundial de países exportadores de productos agroalimentarios.²

A pesar de los logros conseguidos, en gran parte gracias a la modernización y tecnificación llevada a cabo, el sector todavía presenta un alto grado de atomización: solamente el 3,6% de las empresas de la industria alimentaria tiene más de 50 empleados. Un análisis de los subsectores de la industria alimentaria revela que las exportaciones crecieron más en aquellos con una mayor proporción de empresas grandes (véase el tercer gráfico). Por tanto, aumentar el tamaño empresarial es una vía que permitiría seguir mejorando la competitividad de las empresas del sector en un mercado cada vez más global.

1. El peso del VAB de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca se ha reducido del 4,2% en 1995 al 2,5% en 2014. En términos de ocupados equivalentes a tiempo completo, el descenso de su peso ha sido todavía mayor: del 7,3% al 4,2%, aunque sigue empleando a 685.500 personas.
 2. La cuota española en el mercado mundial de bienes agroalimentarios es del 3,1%, superior a la cuota del 1,7% para el total de bienes (OMC).

Ocupación por sectores

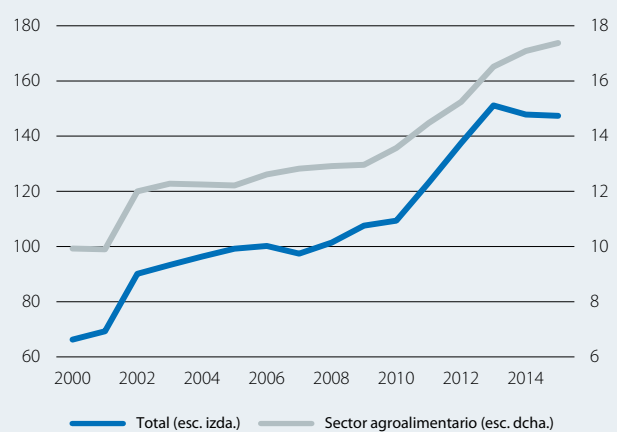
Índice (100 = 2008)



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

Número de empresas exportadoras

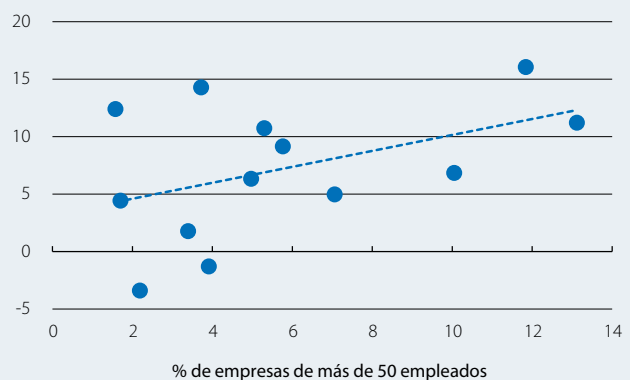
(Miles)



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

Relación entre el tamaño empresarial y exportaciones en el sector agroalimentario

Variación exportaciones 2014-2015 (%)



Nota: Cada punto representa un subsector de la industria alimentaria.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Agricultura.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16	06/16
Industria									
Consumo de electricidad	-0,1	1,6	-0,1	2,5	2,5	-0,6	3,0	-0,5	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	3,5	4,0	4,2	2,6	2,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	0,9	0,7	0,3	-1,9	-2,2	-4,2	-2,1
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	54,8	52,8	52,5	54,3	53,5	51,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-7,7	20,0	17,0	19,7	31,1	45,2	46,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	-5,6	10,8	10,3	12,3	11,6	10,3	12,7	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	7,2	5,6	5,9	5,0	4,8	5,9	7,1	7,2	...
PMI de servicios (valor)	55,2	57,3	58,3	58,1	55,9	54,7	55,1	55,4	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	2,8	3,3	3,4	3,9	4,2	1,8	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	13,6	23,1	17,1	8,0	21,2	20,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	1,6	-1,3	1,6	-2,5	-4,3	-3,0	-2,4

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

Indicadores de empleo

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,8	2,8	2,6
Construcción	-1,6	4,7	5,6	4,6	4,1	2,6	2,2	1,6
Servicios	2,2	3,5	3,7	3,5	3,4	3,1	2,9	2,9
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,8	3,6	3,6	3,4	3,0	2,9
No asalariados	2,2	1,9	2,2	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0
TOTAL	1,6	3,2	3,5	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6
Población ocupada²	1,2	3,0	3,0	3,1	3,0	3,3	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	18,8	12,3	7,7	9,7	7,6	8,3	18,2	17,0
Temporales	13,1	11,2	11,2	9,7	11,8	6,2	6,0	10,6
TOTAL	13,4	11,3	10,9	9,7	11,5	6,4	7,0	11,1
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-9,3	-13,4	-11,7	-10,9	-10,7	-12,4
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,4	-7,7	-7,5	-7,8	-7,1	-7,2
TOTAL	-5,6	-7,5	-7,6	-8,2	-7,9	-8,1	-7,4	-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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16	06/16
General	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,7	-1,1	-1,0	-0,8
Subyacente	0,0	0,6	0,5	0,8	0,9	1,0	0,7	0,7	...
Alimentos sin elaboración	-1,2	1,8	1,9	2,3	2,5	2,1	3,2	2,6	...
Productos energéticos	-0,8	-9,0	-6,4	-9,7	-10,2	-13,1	-15,1	-14,0	...

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

Sector exterior

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	03/16	04/16
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	5,4	3,4	3,8	0,2	-3,3	6,3
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	5,8	3,3	3,3	-0,7	-3,6	-1,2
Saldo corriente	10,2	15,0	14,3	15,1	15,0	15,5	15,5	18,4
Bienes y servicios	26,0	25,6	27,1	26,5	25,6	25,2	25,2	27,1
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-10,5	-12,8	-11,4	-10,5	-9,7	-9,7	-8,6
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	14,7	21,0	18,4	20,8	21,0	21,4	21,4	23,6

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

Sector público

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-5,9	-5,1	-2,9	-3,1	-5,1	-0,7	-
Administración central	-3,7	-2,6	-1,8	-2,1	-2,6	-0,8	-1,1
Comunidades autónomas	-1,7	-1,7	-0,8	-1,1	-1,7	-0,1	-0,2
Corporaciones locales	0,6	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1	-
Seguridad Social	-1,0	-1,3	-0,4	-0,3	-1,3	0,2	0,1
Deuda pública (% PIB)	99,3	99,2	99,8	99,7	99,2	100,5	...

Nota: 1. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	Saldo 04/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-6,2	-3,9	-3,9	-4,0	-3,1	-3,6	-4,0	1.626,1
Empresas no financieras	-7,1	-4,0	-4,0	-4,3	-3,0	-4,1	-4,8	908,2
Hogares ³	-5,1	-3,7	-3,7	-3,6	-3,3	-3,1	-3,0	717,9
Administraciones públicas ⁴	6,9	4,7	4,6	4,3	4,3	3,5	3,9	1.078,8
TOTAL	-1,8	-0,7	-0,8	-1,0	-0,3	-0,9	-1,0	2.704,9
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-0,5	-0,4	-0,7	1.148,2
A la vista	10,8	18,5	19,5	18,8	17,7	16,2	15,7	402,5
De ahorro	5,8	12,9	12,3	13,7	15,2	13,4	13,1	258,3
A plazo	-7,6	-15,3	-15,5	-16,3	-15,8	-15,4	-16,3	466,3
En moneda extranjera	1,1	5,6	10,5	5,1	-2,3	-4,0	-6,4	21,1
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-11,5	-14,0	-15,1	-16,7	-14,8	92,9
TOTAL	-1,7	-2,2	-2,2	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	1.241,1
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	11,0	10,7	10,1	10,0	9,9	...
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	59,2	60,0	60,6	59,2	59,0	59,0	...

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.

EL NUEVO ENTORNO PARA LA BANCA

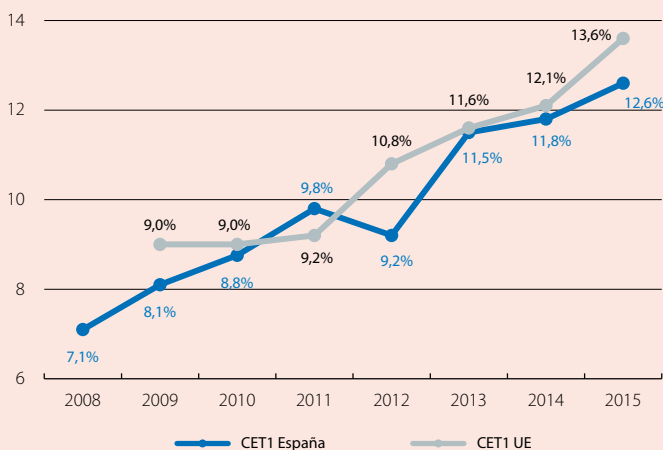
La (r)evolución del marco regulatorio y supervisor a raíz de la crisis

Han pasado ya casi 87 años del «Martes Negro», más conocido como el *crack* bursátil de Wall Street de 1929. Este pavoroso evento supuso el pistoletazo de salida a un largo periodo de depresión económica global. Una de las consecuencias que conllevó aquella crisis fue el endurecimiento de la regulación sobre el sector financiero (en 1933 se aprobó la *Banking Act* en EE. UU. que, entre otras medidas, introdujo un sistema de garantía de depósitos y la separación entre la banca comercial y la de inversión). Bien sabemos todos que este viejo conocido del sector financiero, la crisis, volvió a visitarnos en 2008. De un modo similar al de entonces, la principal respuesta de las autoridades económicas se ha encaminado, una vez más, a reforzar el marco regulatorio bancario con el objetivo de hacer el sector más robusto y con una mayor capacidad de absorción de *shocks*.

Este artículo hará un repaso de las reformas regulatorias más relevantes que se han introducido en los últimos años. Pero antes, y para entender mejor dichas medidas, recordemos algunas evidencias que nos deparó la crisis financiera. Por un lado, los bajos niveles de capital del sector para absorber pérdidas ante *shocks* imprevistos hicieron necesarias las ayudas públicas para recapitalizar algunas entidades (*bail-outs*). La crisis también puso de relieve carencias en el marco de supervisión, así como los riesgos sistémicos causados por bancos considerados como demasiado grandes para caer (*too big to fail*), pero también por grupos de entidades pequeñas (*too many to fail*). Por otro lado, la crisis comportó un cierre indiscriminado de los mercados mayoristas que puso en evidencia la inadecuada estructura de financiación de algunas entidades en relación con su modelo de negocio.

Ratio de capital para la banca española y europea

Ratio de capital CET1 Basilea 3 phase-in * (%)



Nota: * La ratio phase-in considera los requisitos aplicables cada año (no todos los que aplicarán cuando Basilea 3 esté plenamente implementada).

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

Una de las medidas regulatorias globales más importantes implementadas a raíz de la crisis ha sido la reformulación del marco de capital, conocido como Basilea 3 y plasmado en la directiva de requisitos de capital (CRD IV) en Europa, que ha comportado en la práctica una mayor exigencia de capital, y de mayor calidad, así como la introducción de requisitos de liquidez para poder afrontar escenarios adversos. Para implementar estos mayores requisitos minimizando el impacto sobre la estabilidad financiera, se fijó un periodo transitorio hasta 2019. Aun así, entre los diversos agentes (mercados, supervisores, etc.) prevalece la preferencia por las ratios con carga plena (*fully loaded*), es decir, una vez aplicadas todas las medidas exigibles en 2019. Resultado de todo ello es que en los últimos años se ha producido un aumento continuo de la solvencia, tanto de la banca española (a excepción de 2012, un año en el que se realizaron elevadas provisiones), como de la europea en su conjunto (véase el gráfico). Si bien el marco de Basilea ha evolucionado sustancialmente con Basilea 3, es justo decir que el marco anterior que comenzaba a imple-

mentarse en muchos países cuando la gran crisis de 2008 estaba a punto de estallar, Basilea 2, ya representaba un avance significativo en la medición y gestión del riesgo entre las entidades (aunque no llegó a tiempo y seguramente tampoco habría sido suficiente para evitar la crisis).

En Europa, otro gran acontecimiento regulatorio ha sido la creación de la unión bancaria, un proyecto que surge a raíz de la crisis de deuda soberana de 2012 y que, fundamentalmente, busca desligar el riesgo soberano del bancario. Con este objetivo en mente, la unión bancaria se ha edificado con tres pilares básicos: el mecanismo único de supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), el mecanismo único de resolución (SRM) y el sistema de garantía de depósitos común (EDIS). El SSM entró en vigor en 2014, otorgándole al BCE el rol de supervisor único de todos los bancos de la zona del euro, una tarea que realiza coordinadamente con las autoridades nacionales competentes. En su proceso para supervisar y evaluar homogéneamente a las entidades, el SSM ha adoptado una aproximación prospectiva (o *forward-looking*) y orientada al riesgo. Este proceso, denominado SREP por sus siglas en inglés de *Supervisory Review and Evaluation Process*, analiza cuatro aspectos clave: el modelo de negocio, la gobernanza y gestión del riesgo, la estructura de capital y la estructura de liquidez de las entidades. Este análisis permite al SSM, como supervisor prudencial, establecer los requisitos de capital y liquidez de cada entidad.

El segundo pilar, el SRM, supuso establecer un marco normativo (la directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito o BRRD, por sus siglas en inglés) con potestades e instrumentos específicos para intervenir las entidades financieras con problemas de forma ágil y con el menor coste posible para el erario público. Una de las piedras angulares del marco de resolución es la recapitalización interna o *bail-in*, que ha entrado en vigor este 2016 y que extiende a los acreedores del banco la obligación de absorber pérdidas. Así, se establecen los pasivos susceptibles de amortizarse o de convertirse en capital para recapitalizar el banco («pasivos admisibles»), siguiendo un orden de prelación predeterminado: los accionistas absorben pérdidas primero, seguidos de los tenedores de híbridos y de pasivos subordinados, etc. Recientemente, han surgido algunas voces, como la del gobernador del Banco de Italia o el FMI, que recomiendan flexibilizar el nuevo marco de resolución y, por ejemplo, permitir utilizar ayudas públicas temporales dentro de la BRRD.

El tercer y último pilar aún se encuentra en fase de ardua discusión. El EDIS tiene el objetivo de garantizar que todos los depósitos de la unión bancaria gocen de un mismo nivel de protección con independencia de la entidad y del país de procedencia. La propuesta que ha realizado la Comisión Europea, de ser aceptada, se introduciría de forma gradual en tres fases, pasándose de un sistema de reaseguro (los sistemas nacionales podrían acceder al fondo europeo una vez hubiesen agotado sus recursos), a uno de mutualización progresiva en régimen de coaseguro (ambos fondos se responsabilizarían de los costes), y finalmente se conseguiría la mutualización completa (prevista para 2024). Algunos Gobiernos, como el alemán, desean condicionar avances en el EDIS a una reducción de la exposición de los bancos europeos a la deuda pública de sus respectivos gobiernos, la mayoría altamente endeudados.

La creación de la unión bancaria debería favorecer un proceso de mayor consolidación a nivel transfronterizo, lo que permitiría mejorar la rentabilidad de la banca en un entorno muy complejo, como ha destacado el BCE. En todo caso, hoy por hoy, este proceso de consolidación se antoja lento, pues todavía existen importantes barreras regulatorias, económicas y culturales que limitan las economías de escala a nivel paneuropeo.

Los profundos cambios que suponen la CRD IV y la unión bancaria hacen que la incertidumbre sobre la aplicación y funcionamiento del nuevo marco regulatorio sea muy elevada. Aunque muchas de las iniciativas que hemos repasado ya se han implementado (o están en proceso), determinadas normas todavía no se han testado (como el *bail-in*), por lo que todavía existen dudas sobre su efectividad práctica. Esta incertidumbre regulatoria afecta a muchos otros ámbitos. Por ejemplo, precisamente en relación con el *bail-in*, todas las entidades europeas deben cumplir con un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (ratio MREL – *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) que aún no se ha especificado, y que implicará que los bancos tengan que emitir nuevos pasivos relativamente costosos. Otro ejemplo proviene del ámbito del Comité de Basilea, que está revisando los modelos tanto internos como estándar para reducir las elevadas e injustificadas diferencias en las ponderaciones por riesgo en los activos (APR) de las distintas entidades. La armonización de estos modelos no debería comportar un aumento significativo de los requisitos de capital, pero existe una elevada incertidumbre en torno a su impacto final. El Comité de Basilea también está revisando la ratio de apalancamiento (una ratio simple de capital sobre activo, sin tener en cuenta el riesgo de este), así como la posibilidad de endurecer el tratamiento de la deuda soberana, actualmente exenta de requisitos de capital. De cara a 2018, también está previsto introducir nuevas reglas para el cálculo de las provisiones contables relativas al deterioro de activos (el Banco de España acaba de introducir algunos cambios en las reglas existentes, un paso en esta dirección). Todas estas incertidumbres afectan negativamente a la banca y dificultan, aún más si cabe, su capacidad de reforzar los recursos propios y pasivos admisibles que exige la nueva regulación.

Ante esta situación han surgido distintas voces, incluidas las de varias autoridades supervisoras del Eurosistema, reclamando un periodo de cierta estabilidad regulatoria para facilitar la implementación efectiva y coherente, por parte de entidades y supervisores, de todo el nuevo marco regulador y supervisor, y comprobar en la práctica los resultados de su aplicación para la estabilidad financiera. La iniciativa de la Comisión Europea, denominada *Better regulation*, está encaminada precisamente a revisar y simplificar, en la medida de lo posible, las nuevas regulaciones para intentar que sus objetivos se alcancen a un coste que no sea excesivo. Ello redundaría, al fin y al cabo, en un menor coste de intermediación financiera.

Gerard Arqué

Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Rentabilidad y riesgos de la banca europea: tendencias divergentes

El entorno macroeconómico y la política monetaria están condicionando la rentabilidad de los bancos de la zona del euro. Por un lado, la lenta recuperación económica y el desapalancamiento del sector privado en algunos países limitan el crecimiento del volumen de créditos y de recursos. Por otro lado, los bajos tipos de interés (incluso negativos en algunos casos) y unos costes derivados de la crisis todavía altos (especialmente por provisiones de crédito) presionan también los beneficios de las entidades. En este contexto, el retorno sobre fondos propios (ROE) de los bancos europeos se situó en el 5,0% de media en 2015, casi el doble que en 2014 (2,7%) pero aún lejos de su promedio desde 2000 (10,1%).

Otro factor que explica, en parte, la baja rentabilidad son los mayores requisitos regulatorios de capital. Desde 2009, la ratio de capital de máxima calidad (CET1) ha pasado del 9% a cerca del 14% en 2015. Este menor apalancamiento ha contribuido a reducir el ROE en 1,6 puntos porcentuales.

Teóricamente, el mayor peso de los fondos propios en la estructura de balance de los bancos debería reducir el riesgo percibido por los accionistas. Como son los primeros en absorber las pérdidas, si el grado de capitalización de una entidad es bajo, el riesgo de perder una gran parte de los fondos propios es mucho mayor que si el nivel de capitalización es más elevado. Además, la gestión de una entidad tenderá a ser más precavida si los accionistas tienen más capital en juego. De esta manera, cabría esperar que, si la inversión en acciones de bancos se percibe como menos arriesgada, la rentabilidad exigida por los inversores o coste de los fondos propios (por las siglas en inglés de *cost of equity*, COE) también debería ser menor. Pero no ha ocurrido así.

Utilizando el modelo CAPM,¹ estimamos un COE para la banca europea del 9,7% para 2015 y del 10,0% para el periodo histórico 2000-2015. Si bien son cifras similares, la descomposición del COE entre el tipo de interés libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado y la prima de riesgo del sector bancario revelan cambios significativos en la contribución de cada uno de estos componentes. Así, el tipo de interés libre de riesgo es ahora menor en aproximadamente 3 p. p. respecto al promedio histórico, mientras que la prima de riesgo de mercado ha aumentado casi 1 punto y la prima de riesgo bancario ha aumentado en 1,7 p. p.

Descomposición del coste de los fondos propios para los bancos de la zona del euro

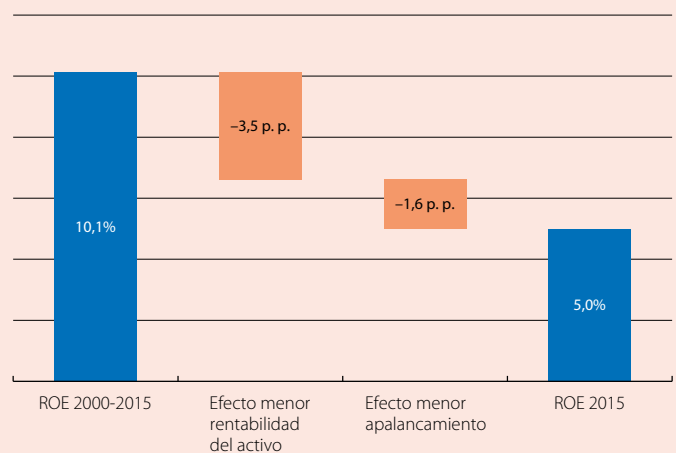
	2000-2015	2015
Interés libre de riesgo	3,3%	0,5%
Prima de riesgo de mercado	5,0%	5,8%
Prima de riesgo bancario	1,7%	3,4%
COE	10,0%	9,7%

Nota: Utilizamos el bono soberano alemán a 10 años como activo libre de riesgo y calculamos la prima de riesgo de mercado en base a los dividendos esperados (véase el recuadro 5 del «Financial Stability Review» del Banco Central Europeo de mayo de 2015). La beta se obtiene en base al índice Eurostoxx de la zona del euro aplicando una ventana temporal de cinco años con datos mensuales. La prima de riesgo bancario es (beta-1) x prima de riesgo de mercado.

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

En este sentido, los inversores pueden estar descontando que el actual entorno de bajo crecimiento económico (que se ve acompañado por unos bajos tipos de interés y un débil crecimiento o estancamiento de los volúmenes de negocio) es

Descomposición de la caída de la rentabilidad de los bancos de la zona del euro



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

Los bajos tipos de interés libres de riesgo son fruto de la actual política monetaria expansiva. Por lo tanto, a medida que se normalice la política monetaria, el coste de los fondos propios de la banca debería aumentar si a su vez no se corrige la prima de riesgo bancario. ¿De qué depende, entonces, que se relaje la prima de riesgo bancario? ¿Por qué la banca es aún percibida como una inversión arriesgada si los esfuerzos regulatorios aspiran justamente a lo contrario?

Tal y como recoge una encuesta reciente de la consultora PWC² sobre los riesgos que afronta la banca, el entorno macroeconómico constituye una de las mayores preocupaciones para la banca mundial y especialmente para las entidades europeas.

1. Véase el Dossier «Un coste del capital más bajo para la banca» del IM10/2014.

2. Véase «Banking Banana Skins 2015» de CSFI y de la consultora PWC.

estructural, lo que afectaría al modelo de negocio de la banca de forma permanente. Otra tendencia que, además de oportunidades, también plantea riesgos e incertidumbres para las entidades bancarias tradicionales es la digitalización en la medida en que puede erosionar la rentabilidad con la aparición de nuevos competidores tecnológicos y porque no está claro que todas las entidades tengan suficiente capacidad innovadora para seguir ofreciendo una propuesta competitiva a sus clientes (véase el artículo «Las plataformas de financiación participativa: ¿una alternativa a la financiación bancaria?», en este mismo Dossier).

El segundo riesgo destacado en la encuesta es el regulatorio. El marco regulatorio aún no se ha estabilizado y quedan por definir medidas y requerimientos con un impacto todavía incierto sobre las cuentas de resultados del sector. Lógicamente, un inversor exigirá un retorno esperado sobre fondos propios mayor mientras no se resuelvan estos focos de incertidumbre. Por otra parte, el coste de los fondos propios también puede haber aumentado por la práctica eliminación de las garantías públicas implícitas (el principio de *no bail-out*). Además, existe el temor de que las propias presiones sobre la rentabilidad induzcan a algunas entidades a asumir riesgos no observables de forma precisa por el supervisor o los accionistas, lo que se traslada a un mayor COE exigido para el conjunto del sector.

En cualquier caso, aunque se resuelvan favorablemente los riesgos e incertidumbres mencionados y ello conlleve una reducción de la prima de riesgo bancaria, nada garantiza que dicha reducción compense la normalización de los tipos libres de riesgo y que el COE se sitúe por debajo de los niveles previos a la crisis. De hecho, la mayoría de analistas lo sitúa a medio plazo alrededor del 10%, su nivel promedio a largo plazo. Por lo tanto, los niveles de rentabilidad actuales de la banca deberán aumentar significativamente para superar dicho umbral. Según la encuesta de diciembre de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), menos de la mitad de las entidades respondieron que su rentabilidad en 2015 era suficiente para cubrir el COE. Una rentabilidad persistentemente baja de los bancos de la zona del euro reduce la acumulación orgánica de capital y dificulta su captación externa, lo que limita el crecimiento de la financiación bancaria, principal mecanismo de financiación para la economía europea (véase el artículo «El sector bancario y el mercado de capitales: la unión hace la fuerza», en este mismo Dossier).

La mejora de la rentabilidad deberá basarse en diversas palancas. Por una parte, en la adaptación del modelo de negocio a los bajos tipos de interés, que comprimen los ingresos por intereses, y a un entorno cada vez más digital. No cabe duda de que una estricta disciplina de costes también será imprescindible para apuntalar las cuentas de resultados. Asimismo, aquellos sistemas bancarios más fragmentados y con baja eficiencia pueden impulsar su rentabilidad a través de procesos de consolidación nacionales que reduzcan excesos de capacidad. Las adquisiciones transfronterizas, dentro de la unión bancaria, de entidades relativamente débiles o con margen de mejora en eficiencia también pueden servir para mejorar la rentabilidad del conjunto del sistema (aunque, hoy por hoy, las economías de escala paneuropeas no son significativas dadas las diferencias regulatorias, institucionales y culturales entre países). En definitiva, existe una variedad de vías para mejorar la rentabilidad y poder llegar a retribuir adecuadamente y de forma sostenible a los accionistas de los bancos. Solo los que lo consigan podrán decir que han dejado finalmente la crisis atrás.

Pau Labró Vila

Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

El sector bancario y el mercado de capitales: la unión hace la fuerza

El papel que desempeñan las entidades bancarias y los mercados de capitales como mecanismos canalizadores del ahorro hacia las oportunidades de inversión dio lugar a un intenso y animado debate en los círculos académicos durante la década de los noventa con el foco en las bondades e inconvenientes asociadas a ambas alternativas. En los años posteriores al estallido de la Gran Recesión, dicho debate ha vuelto a cobrar protagonismo, especialmente en Europa, donde se ha forjado cierto consenso en torno a la conveniencia de impulsar el desarrollo de los mercados de capitales y reducir una dependencia excesiva de la financiación bancaria en la eurozona. El proyecto impulsado por la Comisión Europea que contempla la creación de una unión del mercado de capitales en Europa es una iniciativa en esta dirección. Sin embargo, conviene no reducir la cuestión de fondo a un simple debate «bancos frente a mercados de capitales», ya que ambas esferas del sistema financiero resultan complementarias entre sí y no tanto alternativas contrapuestas.

Tradicionalmente, la eurozona y Japón han constituido claros ejemplos de economías con un elevado grado de bancarización: entre el 70% y el 80% de la financiación ajena del sector corporativo es de procedencia bancaria. El porcentaje se eleva hasta el 85% en el caso de las pequeñas y medianas empresas del continente europeo. En efecto, los mercados de capitales desempeñan un papel muy modesto, ya sea a través de la emisión de bonos o de la captación de capital (*equity*), en el patrón de financiación del tejido empresarial europeo. Por el contrario, la obtención de fondos procedentes de los mercados de capitales y, en particular, del mercado de deuda corporativa, es el esquema de financiación predominante en EE. UU. y la financiación bancaria tan solo representa entre un 10% y un 15% del total de los recursos financieros ajenos del sector empresarial estadounidense. No obstante, cabe matizar que el reducido papel de la banca en EE. UU. en términos de provisión de fondos al sector privado presenta cierto sesgo a la baja debido a que no se tienen en cuenta los elevados volúmenes de crédito titulizado originados por las entidades bancarias. Con todo, las diferencias con la experiencia europea son también muy significativas atendiendo a la reducida apelación bancaria de las pequeñas y medianas empresas norteamericanas, que alcanza el 35% frente al 85% en el caso europeo. Con estos datos en mente, muchas han sido las voces en los últimos tiempos que, desde distintos ámbitos, han propugnado la conveniencia de reducir considerablemente el papel del sector bancario en la eurozona y delegar en los mercados de capitales el grueso de la movilización de capital para satisfacer las necesidades financieras empresariales.

Sin embargo, dichas propuestas no siempre tienen en cuenta los efectos positivos de la financiación bancaria en general y sobre la capacidad de acceder al mercado de capitales. En primer lugar, la actividad crediticia de las entidades bancarias va asociada a un importante proceso de cotejo y análisis de la capacidad y calidad crediticia de las empresas, tanto *ex ante* como a lo largo de la relación entre el banco y el cliente. Fruto de lo anterior y de la relación a largo plazo que en muchos casos se establece entre ambas partes, la asimetría de información en torno a la solvencia del deudor se ve reducida y, con ello, su coste de financiación.¹ En segundo lugar, la monitorización y selección de los proyectos y del destino de los fondos recibidos incentiva el refuerzo de las políticas de gobernanza empresarial y esto último, a su vez, tiende a mejorar la capacidad crediticia del conjunto del sector privado y, como el caso anterior, a reducir los costes de financiación del mismo. En paralelo, la señalización y la reducción de asimetrías de información que surgen de la extensión de crédito bancario repercuten favorablemente en aquellas empresas que deciden apelar al mercado de capitales para captar fondos. En particular, las compañías que mantienen cierto grado de vinculación bancaria logran reducir sus costes de emisión de deuda y *equity* respecto a aquellas empresas con un grado de vinculación menor.² Así pues, los efectos derivados de la actividad bancaria tradicional van más allá del propio ámbito bancario y trascienden al mercado de capitales.

Por su parte, las fortalezas de los mercados como mecanismo de financiación son, principalmente, dos. Por un lado, permiten la transferencia de riesgo (*risk sharing*) entre agentes en función de sus preferencias y, en particular, de su tolerancia al riesgo. Por otro lado, cuando los mercados en los que se negocian los títulos de deuda o *equity* son suficientemente líquidos y la base inversora amplia, los costes de financiación empresariales tienden a disminuir. Ello normalmente requiere un tamaño mínimo de empresa y de emisiones. La posibilidad de negociar valores en el mercado secundario enriquece el proceso de formación de precios, ya que estos últimos reflejan, de forma aproximada y en ausencia de distorsiones significativas, las expectativas agregadas de los inversores sobre la viabilidad del proyecto empresarial.

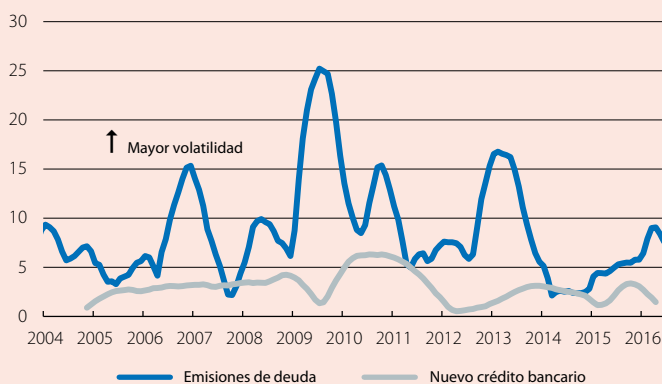
1. La literatura sobre el papel de los bancos en la reducción de las asimetrías de información es muy extensa. El lector encontrará una referencia interesante en Song, F. y Thakor, A. (2010), «Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets», *Economic Journal*.

2. Sobre esta cuestión, véanse Drucker, S. y Puri, M. (2005), «On the benefits of concurrent lending and underwriting», *Journal of Finance*, y «Banks in capital markets», *Handbook of Corporate Finance*, Vol. I (2007).

Así pues, bancos y mercados se alejan de la visión que tiende a conceptualizarlos como compartimentos estancos puesto que, en la práctica, ambas alternativas están estrechamente relacionadas y resultan complementarias entre sí.³ Más aún si introducimos en el análisis la actividad de titulización, vínculo natural entre banca y mercados. Además, a corto o medio plazo difícilmente los mercados de capitales pueden jugar un papel sustitutivo de la financiación bancaria porque el acceso de las empresas de la eurozona a los mercados de bonos corporativos y *equity* es actualmente muy limitado (especialmente a este último). Ello se debe tanto a la ausencia de un marco operativo, regulatorio y de insolvencias común como a aspectos relacionados con la predominancia de empresas de reducido tamaño en la eurozona. Un estudio reciente del Banco Mundial pone de manifiesto esta circunstancia y revela que aquellas empresas que emiten deuda o capital son mucho mayores que aquellas que no lo hacen.⁴ En concreto, los autores analizan una muestra de 45.000 empresas y 51 países en el periodo 2003-2011 y encuentran que la empresa mediana emisora de capital dobla en dimensión (en términos de activos totales) a la empresa mediana no emisora. El contraste es aún más acentuado entre las empresas emisoras de bonos y las no emisoras, ya que la inmensa mayoría de los fondos captados a través de la emisión de deuda se concentra en unas pocas empresas de gran tamaño.

Eurozona: volatilidad de los flujos de financiación del sector corporativo no financiero *

Coefficiente de variación (%)



Nota: * Bancos: flujos correspondientes a las nuevas operaciones de crédito bancario de la eurozona al sector corporativo no financiero, acumulado de 12 meses. Mercado de capitales: flujos correspondientes a las emisiones de bonos del sector corporativo no financiero de la eurozona, acumulado de 12 meses. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y Bloomberg.

menoscabar la estabilidad financiera y económica. En este sentido, el análisis llevado a cabo por economistas del BIS muestra que la profundidad de las recesiones normales (en términos de pérdida de PIB) en economías bancarizadas es menor que en economías más basadas en los mercados de capitales.⁶

En conclusión, lejos de ser alternativas puramente competidoras, bancos y mercados conforman un binomio en el que el desarrollo de una parte redundante de forma positiva sobre la otra. Iniciativas como la unión del mercado de capitales son oportunas, en tanto que vendrán a complementar a largo plazo el canal de financiación bancario. Más aún después de todos los esfuerzos que se han llevado a cabo para robustecer el sistema bancario de la eurozona.

Carlos Martínez Sarnago

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

3. En línea con la tesis que sostienen diversos estudios, entre los que sobresale Levine, R. (2002), «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better?», *Journal of Financial Intermediation*.

4. Didier, T., Levine, R. y Schmukler, S. (2015), «Capital Market Financing, Firm Growth and Firm Size Distribution», Policy Research Working Paper 7353, The World Bank.

5. Sobre la prociclicidad del sistema financiero, véase Jódar-Rosell, S. y Gual, J. (2014), «La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas», Documentos de Economía de CaixaBank.

6. Gambacorta, L., Yang, J. y Tsatsaronis, K. (2014), «Financial Structure and Growth» *BIS Quarterly Review*, marzo de 2014.

Las plataformas de financiación participativa: ¿una alternativa a la financiación bancaria?

Las plataformas de financiación participativa¹ son una nueva vía de intermediación que tiene el potencial de sustituir o complementar el sistema financiero tradicional. Estos portales financieros 100% *on-line* facilitan el contacto directo entre prestamistas y prestatarios y ofrecen servicios de preselección de préstamos, calificación crediticia, gestión de pagos y cobros y recobro de la morosidad. En parte, se trata de un tipo de *fintech* que busca utilizar la tecnología para ofrecer servicios financieros con un enfoque especial, aunque no exclusivamente, en segmentos de mercado que pueden no ser rentables para la banca tradicional,² en particular nichos de crédito al consumo o de financiación para micro y pequeñas empresas.

Las *fintechs* se están desarrollando a gran velocidad en China, EE. UU. y el Reino Unido, como evidencia el hecho de que, en 2015, las plataformas financiadas por fondos de capital riesgo captaran más de 3.500 millones de dólares en capital en los tres países.³ Se prevé que estas inversiones, asociadas a un elevado interés por parte de inversores particulares e institucionales en búsqueda de rentabilidad, impulsen un fuerte crecimiento en estos mercados. Algunos analistas, por ejemplo, estiman que el volumen de préstamos en estos tres países puede aumentar cerca de un 75% anual en los próximos años y pasar de 89.000 millones de dólares en 2015 hasta 467.000 millones de dólares en 2018.⁴ De cumplirse las previsiones, las plataformas de financiación participativa demostrarían su potencial para convertirse en una alternativa importante a la financiación bancaria.

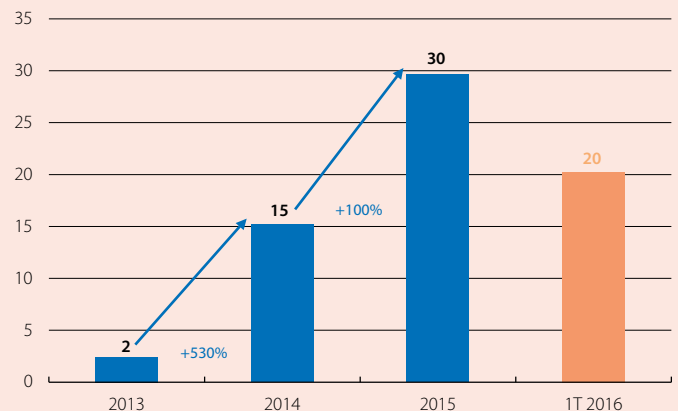
En España, el mercado está en sus comienzos. Se estima que el volumen de crédito financiado por plataformas de financiación participativa ascendió a, aproximadamente, 30 millones de euros en 2015,⁵ lo cual representa todavía una parte muy pequeña del crédito total del sector.

Las *fintechs* más innovadoras buscan diferenciarse de la banca tradicional a través de la reducción de los costes operativos, el desarrollo de nuevos modelos de riesgo y la mejora de la experiencia del cliente. La ventaja de los costes operativos deriva de un modelo de negocio basado en la cesión de crédito (que no se retiene en balance), la distribución en exclusiva a través de canales de distribución digitales y la automatización de procesos. Además, como no son entidades que captan depósitos, no deben cumplir con los mismos costes regulatorios que las entidades bancarias (véase el artículo «La (r)evolución del marco regulatorio y supervisor a raíz de la crisis» en este mismo Dossier). El segundo de los pilares estratégicos de estas plataformas consiste en desarrollar nuevos modelos de riesgo de crédito basados en la explotación de una gran cantidad de datos,⁶ incluyendo fuentes no tradicionales, como las redes sociales o información sobre la velocidad a la que se rellena la solicitud de crédito. Esta innovación puede contribuir a reducir el fraude y refinar las evaluaciones de solvencia en la medida en que las nuevas fuentes de datos pueden mejorar la capacidad predictiva de los modelos. Por último, estos factores diferenciadores permiten que los procesos de evaluación de las solicitudes de préstamo sean relativamente ágiles, un aspecto clave de la experiencia del cliente.

Por otro lado, hay una serie de consideraciones que constituyen serios retos al modelo de negocio de las plataformas de financiación participativa. Por una parte, la capacidad de predicción y exactitud de algunos de los nuevos modelos de riesgo no se podrá validar hasta que hayan pasado por diferentes momentos del ciclo de crédito.⁶ Otro aspecto a tener en cuenta es la volatilidad en

España: estimación del mercado de las plataformas de financiación participativa

(Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Indexa Lending, Arboribus, Circulantis, Comunítas, Funding Circle, Growly, LoanBook, MytripleA y Zank.

1. También conocidas como empresas de *marketplace lending*, *crowdlending* o *peer-to-peer lending*.

2. En razón de determinados requerimientos normativos (por ejemplo, la prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo) o políticas de crédito.

3. Véase KPMG, CB Insights (2016), «The Pulse of Fintech, 2015 in Review».

4. Véase Citi (2016), «Digital Disruption, How FinTech is Forcing Banking to a Tipping Point».

5. Para estimaciones del mercado en 2013 y 2014 véase AltFi o University of Cambridge, EY (2015), «Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmarking Report».

6. Véase U.S. Department of the Treasury (2016), «Opportunities and Challenges in Online Marketplace Lending».

la financiación de las *fintech*. En una fase bajista del ciclo, es decir, en un entorno de elevada morosidad o de tipos de interés más altos, estas plataformas podrían ver reducidos sus flujos de financiación como resultado de un menor interés por parte de inversores.⁷ Asimismo, a diferencia de los bancos, que financian los préstamos con depósitos, las *fintechs* dependen de una base de inversores que exige una rentabilidad mucho más alta que el coste medio de los fondos de los bancos. Así, se estima que los menores costes operativos de las plataformas de financiación participativa se compensan de hecho por un mayor coste de financiación, de manera que los costes totales de los bancos y de las plataformas no son tan distintos.⁸ Finalmente, un tamaño de mercado relativamente pequeño, como España, también puede dificultar la captación de inversores por parte de las plataformas de préstamos de financiación participativa.

Además de estas consideraciones sobre su modelo de negocio, las *fintechs* deben operar en un entorno complejo y muy competitivo. En España, con el objetivo de proteger al pequeño ahorrador, el régimen jurídico de las plataformas limita el volumen de los préstamos individuales, la inversión máxima que un inversor no acreditado puede realizar y la inversión que una plataforma puede retener en su balance.⁹ Además, la proliferación de *fintechs* junto al avance de la digitalización en las entidades financieras tradicionales aumenta el nivel de competencia en un sector en el que alcanzar economías de escala es crucial en la medida en que se permite agregar más información del comportamiento de los prestatarios para desarrollar modelos, e invertir en innovación y seguridad. Asimismo, muchas empresas pueden tener dificultades para mantener los elevados ritmos de crecimiento observados hasta ahora, como demuestra la desaceleración que comienzan a registrar las inversiones en plataformas de financiación participativa en Europa, particularmente aquellas con escala limitada.¹⁰

En este sentido, los bancos tradicionales también poseen una serie de ventajas competitivas frente a las *fintechs* (economías de gama y de escala, fuentes de financiación más estables y redes de distribución omnicanal integradas) que les permiten soportar tanto los costes de regulación como las inversiones necesarias en tecnología y seguridad. En este contexto, la teoría de la innovación disruptiva¹¹ sugiere que las organizaciones dominantes aceleran sus innovaciones frente a nuevos competidores que inicialmente pueden ofrecer mejores productos o servicios a sus clientes actuales. En definitiva, el riesgo es alto para aquellas entidades menos ágiles en innovar.

Al fin y al cabo, el principal reto para cualquier empresa –sea una *fintech* o una entidad financiera tradicional– es ofrecer una buena propuesta de valor y ganarse la confianza de clientes e inversores. Todavía es pronto para saber cómo evolucionará el modelo de negocio de las plataformas de financiación participativa en los próximos años, pero sí es posible prever que no todas las entidades superarán este reto, ni las tradicionales ni las *fintechs*.

Denis Nakagaki

Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

7. Véase McKinsey & Co (2015), «The Fight for the Customer. McKinsey Global Banking Annual Review 2015».

8. Véase Deloitte (2016), «Marketplace Lending: A Temporary Phenomenon?».

9. Las plataformas de financiación participativa en España son supervisadas por el Banco de España (actividad de cobro y pago) y la CNMV (actividad de plataforma de financiación participativa). Cada proyecto puede captar hasta 2 millones de euros, excepto los destinados exclusivamente a inversores acreditados (5 millones de euros). Un inversor no acreditado puede invertir hasta 3.000 euros en un mismo proyecto y hasta 10.000 euros en todas las diferentes plataformas de financiación participativa en un periodo de 12 meses. Una plataforma puede utilizar su balance y financiar hasta el 10% del objetivo de financiación de cada proyecto.

10. Véase KPMG, CB Insights (2016), «The Pulse of Fintech, Q1 2016».

11. Véase Christensen, C., Raynor, M. y McDonald, R. (2015), «What Is Disruptive Innovation?», Harvard Business Review.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

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

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

MILLONES €

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de CaixaBank Research.

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

