

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 399 | MARZO 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de deuda pública?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Instituciones en América Latina:
el momento decisivo*

UNIÓN EUROPEA

Baja inflación: ¿petróleo y nada más?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La demanda de viviendas toma impulso

DOSSIER: PETRÓLEO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO

La convulsa vida del precio del petróleo

Perspectivas del precio del petróleo

*Estabilidad financiera y petróleo barato:
¿bendición o maldición?*

*La economía española y el petróleo:
una relación estrecha*

INFORME MENSUAL

Marzo 2016

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabank.com/researchresearch@caixabank.com

Suscripción a publicaciones impresas:

publicaciones@caixabankresearch.info

Fecha de cierre de esta edición:

29 de febrero de 2016

Jordi GualDirector Ejecutivo de Planificación
Estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de
deuda pública?*10 *El valor real de la inversión en valor***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Hong Kong: romper o no con el dólar estadounidense*16 *Instituciones en América Latina: el momento decisivo***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Baja inflación: ¿petróleo y nada más?*22 *El BCE frente a la caída del petróleo***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *¿Cómo afecta la modalidad de contrato a la productividad?*28 *Los puntos de apoyo de la rentabilidad empresarial*29 *La demanda de viviendas toma impulso***32 DOSSIER: PETRÓLEO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO**32 *La convulsa vida del precio del petróleo*

Departamento de Macroeconomía

35 *Perspectivas del precio del petróleo*

Departamento de Macroeconomía

38 *Estabilidad financiera y petróleo barato: ¿bendición o maldición?*

Carlos Martínez Sarnago

41 *La economía española y el petróleo: una relación estrecha*

Judith Montoriol Garriga

Petróleo: ¿un recurso escaso barato?

El precio del petróleo es una variable clave para la economía mundial y por ello es fundamental entender cuáles son sus principales determinantes a medio plazo, así como su evolución tendencial a largo. A esta cuestión dedicamos el Dossier del *Informe Mensual* de este mes. Como sucede con otros productos que cumplen también una función de activo financiero, los economistas renunciamos a tratar de explicar los movimientos a muy corto plazo. Renuncia que es muestra de ignorancia, pero tal vez también de sabiduría.

A medio plazo, el precio del crudo sigue los denominados superciclos. Es decir, periodos de alza y descenso cuya duración global es de aproximadamente 10 o 15 años. En esencia, estos superciclos son el resultado de la diferencia que existe entre las respuestas a distintos horizontes temporales por parte de los agentes (productores y consumidores) ante un cambio inicial en el precio. A corto plazo, la reacción de ambos es moderada (esto es, oferta y demanda son relativamente inelásticas al precio), pero a medio plazo sí se modifican en profundidad los comportamientos de producción y consumo. Dicho de otro modo, los bajos precios pueden prolongarse por un tiempo, pero precisamente este fenómeno desata las fuerzas que provocan, al cabo de unos años, aumentos estructurales de demanda y descensos de la oferta, que acarrearán alzas significativas del nivel de precios. En los últimos 45 años, hemos vivido dos fases de aumentos acusados del precio (1973-1980 y 2002-2011), dos fases de fuertes descensos (1980-1986 y 2011-2015) y una inusitada fase de estabilidad en niveles bajos (1986-2002). Este último periodo es testimonio del carácter oligopolístico del mercado internacional del crudo, un factor que también determina crucialmente su devenir. El superciclo se interrumpe si, en la fase de potencial escasez de producción, el cartel del petróleo pierde cohesión y esto impide que, ante la presión de la demanda, los productores respondan con limitaciones de oferta.

Desde la perspectiva del superciclo, el Dossier de este mes argumenta que nos encontramos probablemente en el tramo final de la caída de precios, que ha sido de aproximadamente un 75% desde máximos de 2011, una cifra similar a la de los años ochenta. Si la OPEP es capaz de restablecer cierto grado de disciplina interna bajo el liderazgo de Arabia Saudí, deberíamos registrar mayores niveles de precios en el futuro, recuperándose los 60 dólares a lo largo de los tres próximos ejercicios y superándose los 70 dentro de cinco.

Por lo que respecta al largo plazo, el análisis económico nos indica que deberíamos observar una tendencia al aumento del precio en términos reales, es decir, del precio relativo del petróleo en la economía. Un recurso agotable debiera encarecerse conforme se agotan sus existencias. En la práctica, el precio real del petróleo ha oscilado mucho a lo largo de las últimas décadas, como hemos dicho, pero curiosamente ha revertido hacia una media que se sitúa en aproximadamente 55 dólares (de poder adquisitivo actual). Cuatro décadas ya cualifican como largo plazo, pero las reservas de petróleo han resultado ser mayores de lo esperado y probablemente esto explica que la tendencia al alza del precio haya sido prácticamente inexistente en este pasado medio siglo.

Mirando al futuro, es probable que esa tendencia al alza tampoco acabe de manifestarse. No porque las reservas aún por descubrir sean gigantescas o porque se esperen grandes avances tecnológicos que permitan explotar las fuentes de petróleo de manera más eficiente. Lo que probablemente impedirá ese aumento del precio a largo plazo será el impacto ambiental del consumo de petróleo: si la humanidad desea cumplir sus objetivos de control de emisiones de CO₂, una parte importante de las reservas aún no explotadas de combustibles fósiles serán, de hecho, inservibles. La competencia entre fuentes de energía está servida. Esto introduce un fuerte incentivo para que los países productores de petróleo intenten colocar a tiempo sus reservas en el mercado, renunciando a pactos monopolísticos prolongados que podrían no ser más que pan para hoy y hambre para pasado mañana.

Jordi Gual
Economista jefe
29 de febrero de 2016

CRONOLOGÍA

FEBRERO 2016

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

ENERO 2016

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

DICIEMBRE 2015

- 3 El **BCE incrementa el grado acomodaticio de su política monetaria**: extiende el programa de compra de activos hasta marzo de 2017, incluye títulos de deuda regional y local en el abanico de activos elegibles en el programa y recorta en 10 p. b. el tipo de la facilidad de depósito, hasta el -0,30%.
- 16 La **Reserva Federal** de EE. UU. da comienzo al proceso de **normalización del tipo de interés oficial** con una subida de 25 p. b., hasta el 0,25-0,50%, y mantiene la política de reinversión de los vencimientos de deuda.
- 20 El resultado de las **elecciones generales españolas** deja un arco parlamentario más fragmentado.

NOVIEMBRE 2015

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

OCTUBRE 2015

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

AGENDA

MARZO 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 8 Índice de producción industrial (enero).
- 10 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 15 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 Consejo Europeo.
- 18 Encuesta trimestral de coste laboral (4T).
Créditos, depósitos y tasa de morosidad (enero).
- 21 Comercio exterior (enero).
- 29 Ejecución presupuestaria del Estado (diciembre, enero y febrero).
- 30 Índice de sentimiento económico eurozona (marzo).
- 31 Avance IPC (marzo).
Balanza de pagos (enero).
Posición de inversión internacional neta (4T).
Tasa de ahorro de los hogares (4T).
Saldo de las administraciones públicas (2015).

ABRIL 2016

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

Vientos de cara financieros en la economía global

El sentimiento de los mercados financieros mejora. Tras un arranque de año turbulento en los mercados financieros, en las últimas semanas los ánimos se han atemperado. El anuncio de diversas medidas monetarias de carácter expansivo en China y las primeras tentativas de los grandes productores de petróleo de aproximar posiciones sobre una hipotética reducción de la oferta han contribuido a mejorar el sentimiento inversor. A pesar de esta contención del deterioro financiero, la intensidad y la duración del episodio se han comenzado a trasladar a la esfera de la economía real, como empieza a reflejar el deterioro de los indicadores de sentimiento económico. Si a esto le sumamos el hecho de que, en muchas economías avanzadas y emergentes, el final de 2015 fue algo más débil de lo esperado, cabe esperar que el crecimiento mundial en 2016 sea algo menos expansivo de lo que se preveía tiempo atrás.

Un ajuste de perspectivas moderado. En particular, como consecuencia de la revisión a la baja del crecimiento para el presente año en EE. UU., Japón, la eurozona y ciertos emergentes (como México o Indonesia) y de la intensificación prevista de la recesión en Brasil, esperamos que el crecimiento mundial se sitúe en el 3,4% en 2016, respecto al 3,5% anteriormente considerado. Se trata, por tanto, de un ajuste moderado que sigue implicando que la economía mundial acelerará su ritmo respecto a 2015. En este escenario, el grupo de emergentes crecerá en 2016 un 4,4% y el de avanzados, un 1,9%. En 2017, la expansión mundial se reavivará, gracias al mejor tono de los emergentes y, en menor medida, de los avanzados. Aunque el crecimiento mundial será menor de lo esperado, la probabilidad de ocurrencia de un escenario en el que cristalicen los elevados riesgos bajistas que todavía persisten (incluidos un hipotético recrudescimiento de la incertidumbre financiera, dificultades para asegurar el aterrizaje suave de la economía china o deterioros adicionales de la situación de emergentes frágiles como Brasil, Rusia, Sudáfrica o Turquía) no cambia respecto a la que manejábamos el mes pasado.

EE. UU. y la eurozona retardarán algo su expansión. El crecimiento en el 4T 2015 fue idéntico en EE. UU. y la eurozona (0,3% intertrimestral). Ambas economías también comparten un arranque de año menos expansivo de lo previsto, como también es semejante el patrón de crecimiento que esperamos para el conjunto del año, al posponerse la expansión a su segunda mitad. Sin embargo, aquí acaban las similitudes. EE. UU. transita por fases más maduras del ciclo económico que la eurozona, como atestigua la duración de la expansión, la solidez de su mercado laboral

o una inflación más elevada. Tampoco sus respectivas políticas monetarias son equivalentes. Aunque la Reserva Federal probablemente espere algo más de lo previsto a continuar su proceso de normalización monetaria, se trata simplemente de un aplazamiento. En cambio, en respuesta al empeoramiento de las expectativas de inflación y siendo sensible al aumento de la incertidumbre financiera y económica, el BCE ha abierto la puerta a relajar aún más su política monetaria en marzo.

España sigue circulando por la vía rápida. En este contexto de cierto empeoramiento internacional, la economía española exhibe unas perspectivas diferencialmente positivas. Cuando la eurozona crecía un 0,3% intertrimestral en el 4T, España registraba un avance sensiblemente superior, del 0,8%. Mientras que se demora la recuperación en los países de la moneda única, aquí se mantiene sin cambios el crecimiento previsto para 2016. Este contraste deriva de una combinación de factores globales que benefician especialmente a nuestro país (en particular, el abaratamiento del petróleo, que permitió un ahorro en la factura energética equivalente al 1,3% del PIB en 2015), pero también a la evolución de aspectos de carácter interno. Así, por ejemplo, el buen tono del mercado laboral y la ausencia de presiones inflacionistas continúan apoyando el consumo. La recuperación del sector inmobiliario, que se refleja tanto en la evolución de las transacciones como en los precios, apuntala la evolución de la inversión en construcción. Esta se beneficia, como también sucede con la inversión en equipo, de la clara recuperación del flujo de nuevo crédito hacia la economía. Muchas de estas dinámicas, por supuesto, son el resultado de los intensos procesos de ajuste y reforma de los últimos años (ganancias de competitividad, desapalancamiento de familias y empresas, saneamiento bancario, etc.). Si el entorno de la economía española acaba tomando un camino de tintes más graves de los que ahora esperamos, la necesidad de mantener las ambiciones reformistas se intensificará. Pero incluso si este episodio de menor crecimiento mundial acaba siendo temporal, mantener una senda de crecimiento sostenible elevado exigirá perseverar en la agenda de la modernización y la regeneración económicas.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,26	0,58	1,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,58	0,75
Líbor 3 meses	0,23	0,32	0,79	1,54	0,31	0,41	0,62	0,73	0,85	0,96
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,23	1,89	0,83	0,95	1,13	1,20	1,26	1,33
Deuda pública a 2 años	0,44	0,67	0,98	1,77	0,67	0,83	0,84	0,87	1,00	1,22
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	2,05	2,77	2,21	2,19	1,92	1,93	2,07	2,27
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,21	-0,02	-0,12	0,06	-0,03	-0,09	-0,16	-0,15	-0,13	-0,06
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	0,05	0,35	0,16	0,09	0,02	0,02	0,05	0,13
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,36	0,17	-0,24	-0,32	-0,43	-0,40	-0,37	-0,25
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,49	1,62	0,69	0,57	0,36	0,35	0,44	0,80
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,11	1,08	1,09	1,11	1,09	1,10	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,42	134,35	131,80	130,48	135,89	132,94	131,71	133,95	131,02	130,50
£/€	0,81	0,73	0,76	0,74	0,72	0,72	0,76	0,76	0,76	0,75
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	42,64	65,62	51,10	44,70	33,36	39,50	45,50	52,20
Brent (€/barril)	74,54	48,30	39,50	60,16	46,00	40,82	30,29	35,83	42,67	49,19

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · ¿Luz al final del túnel?

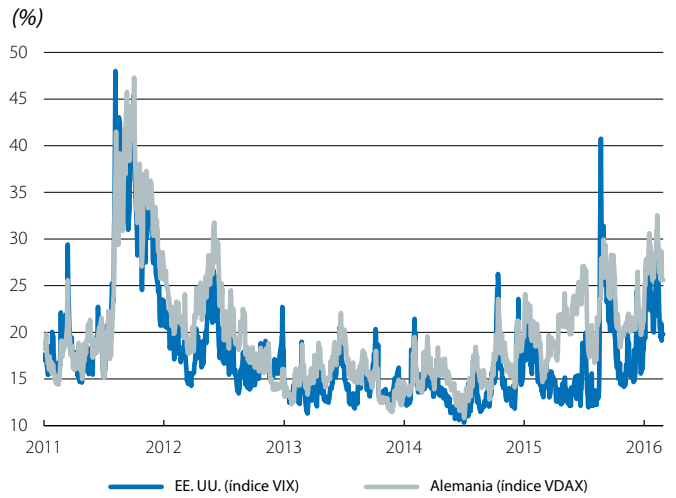
Mejora el sentimiento en las bolsas internacionales tras la prolongación del sell-off de principios de año. El sentimiento de mercado volvía a empeorar al inicio de febrero con nuevas caídas del precio del petróleo y con la continuación de las salidas de capital de China. Según avanzaba el mes, algunos indicadores de desaceleración económica en EE. UU. y los posibles efectos de una política monetaria aún más laxa sobre los bancos de la eurozona acapararon la atención de los inversores. Sin embargo, los mercados consiguieron iniciar un cambio de tendencia tras el acuerdo de la OPEP para congelar la producción de crudo y el anuncio de varias medidas por parte de las autoridades monetarias chinas. A su vez, los últimos indicadores macro y las actas de los bancos centrales contribuyeron a frenar el excesivo castigo bursátil. En cualquier caso, la notable volatilidad seguirá presente hasta que se resuelvan las dudas en estos cuatro frentes: las perspectivas de crecimiento de China, el precio del petróleo, la economía estadounidense y el sector financiero europeo.

Se reduce el impacto en los mercados de la ralentización de China. La incertidumbre que genera la transición del gigante asiático hacia una economía con un mayor peso del sector servicios, unida a las devaluaciones del yuan, dio continuidad a las salidas de capitales en febrero. No obstante, las declaraciones del gobernador del banco central de China (PBoC), en las que argumentaba que las presiones sobre el renminbi no obedecían a razones de fundamento y que la salida de capitales será temporal, contribuyeron a calmar a los inversores. El PBoC anunció también nuevas inyecciones de liquidez para estimular la economía y una reducción de las restricciones a la inversión extranjera en los mercados nacionales de renta fija y variable para contrarrestar las presiones sobre la moneda china.

El petróleo se recupera de sus niveles mínimos y se une a otras materias primas, lo cual apoya el rebote en las bolsas. La persistencia de unos precios bajos del petróleo ha terminado pasando una costosa factura económica y fiscal a los países productores y exportadores. Arabia Saudí manifestaba, poco antes de anunciar una reunión de la OPEP, que sus cuentas públicas se estaban resintiendo considerablemente. El acuerdo para congelar la producción de crudo hacía repuntar el precio del barril Brent un 13% en la segunda mitad del mes. Aunque declaraciones recientes del ministro de Energía iraní volvieron a suscitar cierto pesimismo a los inversores, la posibilidad del acuerdo y el ajuste de la oferta como consecuencia del freno de las inversiones en el sector sientan las bases para esperar subidas más sostenidas. Otras materias primas de relevancia, como el cobre, el mineral de hierro y el zinc, contribuyeron también al tono constructivo de las bolsas en la segunda mitad de mes.

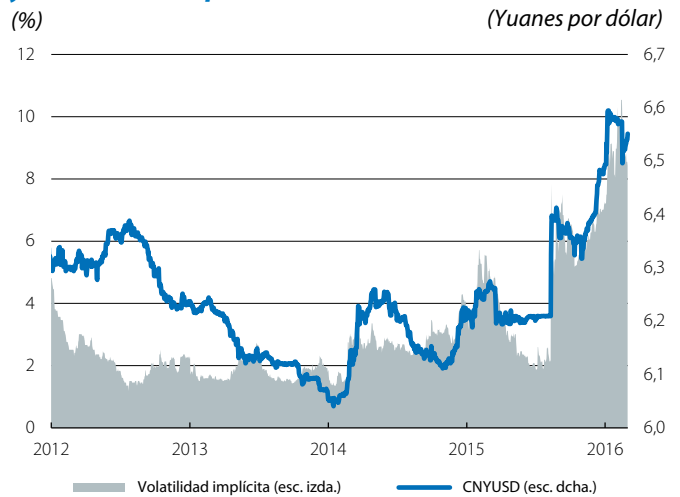
Aumenta la percepción de riesgo de desaceleración en la economía estadounidense, que pierde inercia a la vez que

Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU. y Alemania



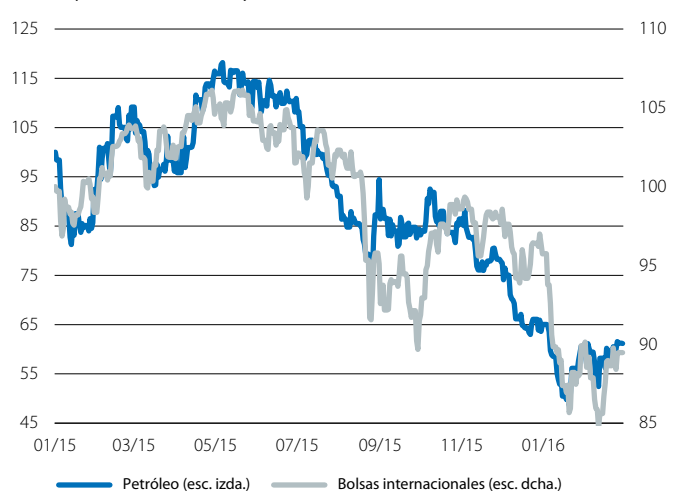
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Cotización del yuan frente al dólar y volatilidad implícita



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

Bolsa mundial y precio del petróleo Brent



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

caen los beneficios empresariales. La última campaña de resultados terminó de crispas algunos nervios tras caer un 7% el beneficio por acción (BPA). El sector energético ha sido, una vez más, el principal causante de esta tendencia, que cobra solidez después de varios trimestres de resultados con la misma tónica. Pero, excluyendo ese sector, tampoco se observa crecimiento en el BPA, y las ventas cayeron un 4%. En cualquier caso, los principales analistas han revisado a la baja las perspectivas de beneficios para 2016. Esta evolución se une a varios indicadores que han afectado negativamente al sentimiento inversor: la producción industrial ha caído en 10 de los últimos 12 meses, las primas de riesgo corporativas van en aumento, las condiciones de préstamo mayorista son ligeramente más estrictas y la curva de tipos es la más plana desde 2007, pero con los tipos cerca de cero. En conjunto, la probabilidad de recesión ha aumentado, aunque sigue siendo reducida, y los cimientos de la economía estadounidense (especialmente el mercado laboral y el de vivienda) parecen estar resistiendo bien a los *shocks* externos.

La banca europea soporta un castigo excesivo. Los índices Eurostoxx Banks y Stoxx 600 Banks se han dejado un 22% en lo que va de año, el doble que los índices de mercado Eurostoxx 50 y Stoxx 600. Los beneficios de dos tercios de las entidades bancarias de la eurozona sorprendieron a la baja, lo cual ha vuelto a situar la rentabilidad del sector en el punto de mira de los inversores en un entorno de bajísimos tipos de interés y curvas inusualmente planas. En febrero, el foco de atención también se situó sobre los *cocos* (bonos contingentes convertibles a capital) a causa del riesgo de no poder cobrar los cupones sobre dichos bonos en una situación ajustada de solvencia o a las pérdidas que acarrearía un escenario en el que la conversión a capital debiera hacerse efectiva. Estas dudas contrastan con los indicadores macroeconómicos de la eurozona, razonablemente sólidos. De hecho, los resultados empresariales arrojaron un crecimiento del 3% en el BPA y del 4% en ingresos (excluyendo ambos el sector energético).

La Reserva Federal (Fed) se vuelve a replegar ante el incierto entorno global. Las actas de la reunión de enero de la Fed, en consonancia con comentarios recientes de miembros del consejo, subrayan la continuación de la mejora del mercado laboral y la dinámica general positiva del conjunto de la economía. Se adoptó, no obstante, un tono de vigilancia al mencionar los riesgos a la baja provenientes de unos indicadores financieros algo más restrictivos (por el aumento de los *spreads* de deuda corporativa y mayores tipos de interés en préstamos a mayoristas) y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento global. Por el momento, la Fed no considera estos riesgos lo suficientemente graves para modificar la previsión del crecimiento de EE. UU. a medio plazo. Sin embargo, para el mercado, son razones suficientes para prever, a lo sumo, una subida del tipo de interés oficial este año.

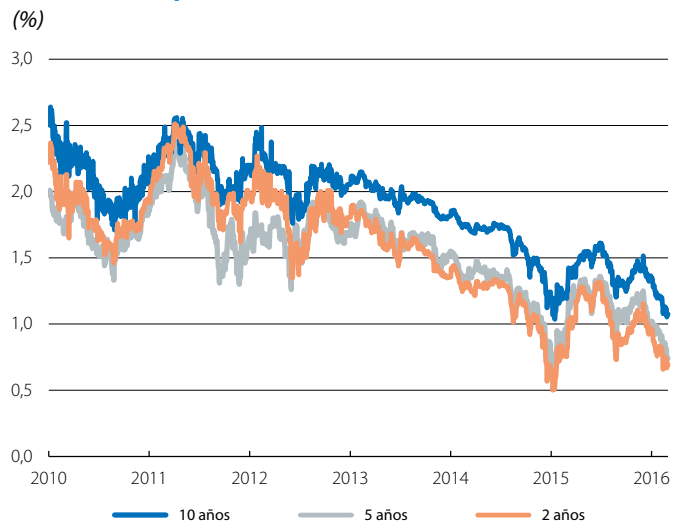
Por su parte, el BCE alimenta la expectativa de nuevas medidas en marzo. Los mismos riesgos globales que amenazan la normalización monetaria en EE. UU. (incertidumbre sobre el

EE. UU.: expectativas de inflación a 10 años *



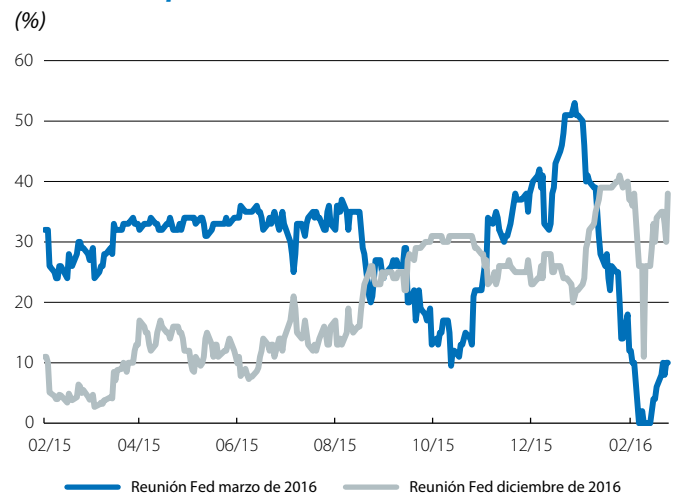
*Nota: * Implicita en la cotización del bono soberano estadounidense indexado a la inflación. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Eurozona: expectativas de inflación



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

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



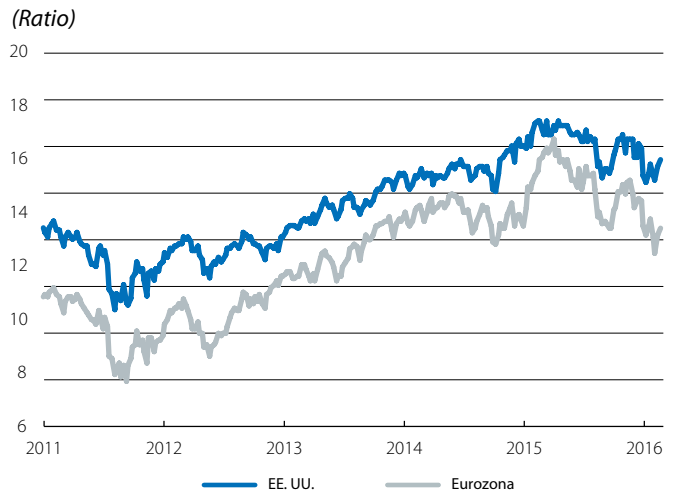
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

crecimiento global, presión a la baja sobre la inflación por la evolución del petróleo y fragilidad del entorno financiero) también han llevado al BCE a sugerir nuevas acciones de política acomodaticia en marzo. El consejo de gobierno del BCE ha querido transmitir que está dispuesto a seguir actuando con todos los recursos, pero los mercados se mantienen escépticos sobre la efectividad de la política monetaria. Los inversores ponderan el riesgo de que a los bancos centrales no les quede mucho margen de maniobra si se materializan *shocks* adversos y de que se agote el espectro de activos elegibles para implementar las medidas (véase el Focus «¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de deuda pública?», en este mismo *Informe Mensual*). Actualmente, se descuenta un recorte adicional de 10 p. b. en la facilidad de depósito en el mes de marzo, así como una ampliación del programa de compras de activos.

Las bolsas emergentes aguantan la embestida mientras predomina la búsqueda de activos seguros. El índice MSCI Emerging Markets es un 6% menor que a principios de año, un comportamiento similar al del S&P 500. La depreciación del dólar respecto a una serie de divisas emergentes les ha ayudado a capear el temporal, pero se mantiene el riesgo por su creciente deuda corporativa, acentuado por el reciente endurecimiento de las condiciones crediticias y el aumento de los préstamos fallidos. En este contexto de incertidumbre y volatilidad, el oro afianza de nuevo su papel de activo refugio tras revalorizarse más de un 16% en 2016. Similar comportamiento presentan los bonos soberanos americano y alemán, cuyas TIR a 10 años han descendido en febrero otros 20 p. b. y 23 p. b., hasta situarse en el 1,74% y 0,12%, respectivamente. La renta variable americana y europea ha experimentado ciertos flujos de salida, sobre todo por parte de inversores minoristas. Sin embargo, muchos de los fondos de inversión estratégicos se han posicionado a la espera de un rebote con un aumento de su exposición a renta variable.

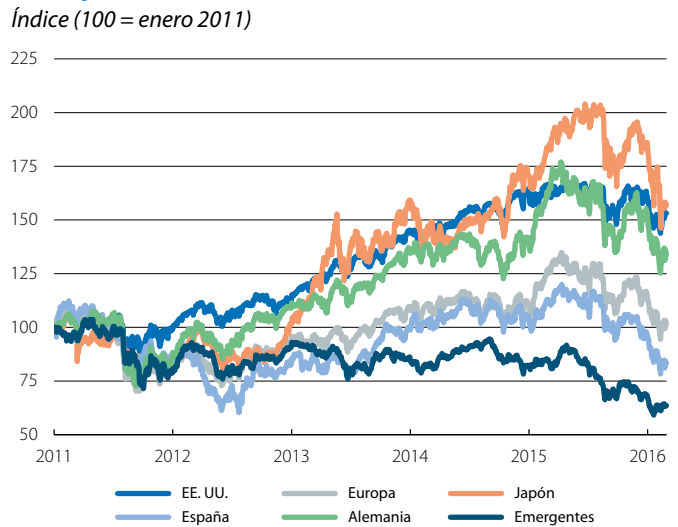
Los riesgos a la baja para los mercados siguen siendo moderados. Si bien el eje petróleo-China continuará siendo el principal motor de los mercados a corto plazo, seguiremos observando por el retrovisor la posibilidad de desaceleración en EE. UU., la efectividad de la política monetaria y el referéndum sobre la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*). Los sectores asociados al crudo han continuado lastrando las bolsas y el riesgo de crédito en el sector energético ha aumentado notablemente a raíz de las primeras quiebras de pequeñas empresas en EE. UU. Sin embargo, hoy por hoy no es probable que dicho riesgo se vuelva sistémico. Goldman Sachs cifra las exposiciones de los bancos a préstamos relacionados con el sector energético en un 2,5% de los activos, mientras que la exposición a hipotecas en 2007 era del 33% (véase el artículo «Estabilidad financiera y petróleo barato: ¿bendición o maldición?» en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*). En el ámbito de las divisas, el actual debate sobre el *brexit* depreció la libra esterlina alrededor de un 6% respecto al dólar y al euro.

Bolsas internacionales: ratios precio/beneficios (PER) *



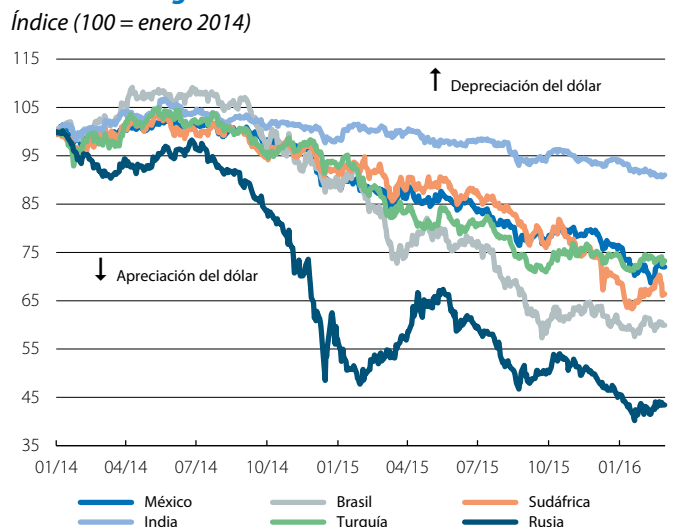
Nota: * Ratios PER calculadas a partir de los beneficios esperados por el consenso de analistas a 12 meses vista.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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

Divisas emergentes frente al dólar



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

FOCUS · ¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de deuda pública?

El 21 de enero, casi un año después de anunciar el lanzamiento de su programa de compra de deuda pública (QE), el BCE dejó entrever la posibilidad de implementar más estímulos para cumplir con su objetivo de inflación. Sin embargo, la perspectiva de una versión ampliada del QE despierta dudas sobre la capacidad de la institución de adquirir un volumen de deuda mayor del que ya está previsto en la actualidad.

Inicialmente, el programa preveía compras de deuda pública nacional y de entidades supranacionales (como el Banco Europeo de Inversiones) por valor de 50.000 millones de euros al mes entre marzo de 2015 y, al menos, septiembre de 2016 (de estos 50.000 millones, 44.000 corresponden a deuda pública nacional). Este programa de compra de deuda pública vino a complementar el de compra de titulizaciones y cédulas bancarias vigente desde septiembre de 2014 (cuyo importe representa alrededor de 10.000 millones de euros al mes). En diciembre del año pasado, se anunció que las compras se prolongarían, como mínimo, hasta marzo de 2017 y que se complementarían con la reinversión de los bonos que fueran venciendo. Como la deuda que adquiere el BCE tiene unos vencimientos mínimos de dos años, estas operaciones de reinversión no comenzarán a hacerse efectivas hasta marzo de 2017 (cuando tendrán lugar los primeros vencimientos).

Durante 2015, en respuesta a una incipiente preocupación por una posible escasez de bonos elegibles para el QE, el BCE realizó varios ajustes. En julio, amplió la lista de agencias nacionales cuyos bonos son elegibles. En septiembre, incrementó del 25% al 33% el límite de bonos que puede adquirir de una sola referencia (siempre que su posición no sea capaz de bloquear un proceso de reestructuración de deuda). Y, en diciembre, incluyó deuda regional y local en el programa. Además, la decisión de recortar la remuneración de la facilidad de depósito del $-0,20\%$ al $-0,30\%$ también supuso una ampliación del volumen de deuda elegible, ya que añadió los bonos cuyo rendimiento se sitúa dentro de este intervalo (aunque este efecto se vio limitado por la disminución de rentabilidades que provocó este recorte de tipos).

Con estos cambios, el BCE podrá implementar el QE en sus términos actuales hasta aproximadamente marzo de 2017, momento en el que comenzarían a ser efectivas algunas de las restricciones del programa. En concreto, se estima que, para entonces, comenzaría a no haber suficiente deuda alemana elegible para cubrir las compras previstas. Estas restricciones empezarán a ser efectivas antes de finales de este mismo año si el BCE decidiera aumentar el volumen de compras del QE en, por ejemplo, 20.000 millones de euros a partir de marzo de 2016.¹

Más allá de la cuestión de la cantidad de bonos elegibles en circulación, las condiciones actuales del mercado y la reticencia de algunos inversores a vender este tipo de activos también pueden dificultar una ampliación significativa del QE. Por ejemplo, el volumen de compras de deuda alemana, francesa o española contemplado bajo el QE ya supera las emisiones netas de deuda previstas en los próximos trimestres (véase la tabla). Esto implica que otros inversores deberán reducir sus posiciones en estos activos para venderlos al BCE. No obstante, algunas instituciones, como las aseguradoras, tienen incentivos limitados para hacerlo, principalmente por motivos regulatorios o de liquidez. Además, otros inversores también pueden ser reticentes a desprenderse de deuda pública si el contexto de aversión al riesgo se prolonga. Por otra parte, el mercado de titulizaciones y cédulas hipotecarias tampoco parece lo suficientemente profundo como para llevar a cabo una ampliación significativa del ritmo de compra.

En definitiva, el BCE no parece disponer de un amplio margen de maniobra bajo las condiciones actuales del QE. Así pues, su expansión requeriría ajustar algunas reglas del programa para incluir, por ejemplo, deuda corporativa o bancaria o poder adquirir deuda de acuerdo al *stock* existente en cada país (y no, como está establecido actualmente, en proporción a la clave de capital de cada país miembro en el BCE). Se trataría de medidas políticamente sensibles y, por lo tanto, no serían sencillas de tomar. Más si cabe cuando no existe una gran unanimidad en torno a la necesidad de ampliar el QE, a la vista de los rendimientos decrecientes de las políticas cuantitativas y sus posibles efectos adversos.

Emisiones de deuda elegible y compras previstas del BCE en 2016

(Miles de millones de euros)

	Emisiones brutas de deuda	Emisiones netas de deuda	Compras previstas por el BCE
Alemania	159	-9	109
Francia	187	43	92
Italia	270	106	88
España	140	50	62
Países Bajos	48	3	25
Bélgica	33	2	18
Austria	17	1	14
Portugal	13	7	13
Finlandia	12	7	9
Irlanda	14	9	8

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

1. Véase Claeys, G. y Leandro, A. (2015), «The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks», Policy Contribution 2016/02.

FOCUS · El valor real de la inversión en valor

Mayo de 1984, Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, Nueva York. El público abarrotado una conferencia en la que Warren Buffett defiende un estilo de inversión denominado «inversión en valor» (*value investing*). Explica la experiencia de un grupo de gestores de carteras que, siguiendo esta estrategia, habían obtenido unas rentabilidades a largo plazo muy superiores a las del promedio del mercado. ¿Funciona realmente este estilo de inversión? Y, si así es, ¿por qué no lo aplican la mayoría de inversores?

Aunque Buffett está considerado el gran exponente del *value investing*, esta escuela tiene sus raíces en la teoría que Ben Graham y Dave Dodd expusieron en su influyente libro *Security Analysis* en los años treinta. El principio básico de la inversión en valor es sencillo: comprar activos que cotizan muy por debajo de su valor intrínseco. Esta brecha de valoración proporciona el denominado «margen de seguridad» (*margin of safety*), que ofrece un amplio recorrido al alza en el precio de la acción a la vez que limita las posibilidades de pérdidas si este cayera. Esta concepción contrasta con la relación habitual entre riesgo y rentabilidad, que postula que una mayor rentabilidad esperada debe asociarse necesariamente a un mayor riesgo.

La clave de esta estrategia es saber aproximar de forma relativamente precisa el valor intrínseco de una acción. En principio, ello involucraría estimaciones precisas del flujo futuro de beneficios de una empresa y calcular su valor presente. No obstante, la evidencia empírica apunta a que una serie de criterios ayuda a identificar empresas de «valor»: por ejemplo, que cotice a ratios *price-to-book* (cotización sobre valor contable) o *price-to-earnings* (precio sobre los beneficios por acción) relativamente bajas, que esté poco endeudada (por ejemplo, con una deuda inferior al 50% del total de activos) y que cuente con un buen modelo de negocio (no excesivamente complejo) y directivos de calidad. El análisis también puede complementarse con una perspectiva sectorial para poder localizar factores (regulación, nuevos competidores, perspectivas de demanda, etc.) que puedan condicionar la evolución de la acción y que expliquen unas valoraciones que, a primera vista, pueden parecer injustificadamente pobres. Sin olvidar que puede haber valores que se encuentren en la denominada «trampa de valor» (*value trap*), para los que nunca se materialice un supuesto potencial alcista.

Además de capacidad analítica, esta estrategia de inversión requiere otro ingrediente: paciencia. La apuesta de fondo es que los activos adquiridos materializarán, con el tiempo, su potencial alcista, acercando la cotización al valor fundamental. La experiencia indica, sin embargo, que en muchos casos el horizonte mínimo en el que el *value investing* empieza a reportar mejores resultados que el

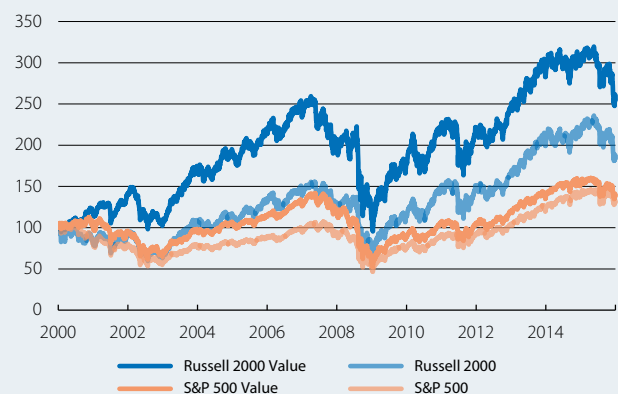
mercado u otros métodos de inversión es de 10-15 años. Un periodo de tiempo considerable en un mundo en el que los resultados de los gestores se evalúan a mucho más corto plazo, lo que les fuerza a seguir estrategias que no les alejen demasiado del comportamiento del mercado.

La superioridad del *value investing* a largo plazo contradice la denominada «hipótesis de los mercados eficientes». Según esta hipótesis, en un mercado suficientemente líquido, el precio de una acción reflejará en todo momento la mejor estimación posible sobre su valor fundamental o intrínseco. Así, un activo solamente podrá ofrecer una mayor rentabilidad esperada si también tiene un mayor riesgo (una mayor volatilidad asociada a dicha rentabilidad). En la práctica, sin embargo, las compañías identificadas como *value*, de acuerdo con una serie de criterios relativamente sencillos, del índice Russell 2000 (índice de referencia para empresas de tamaño pequeño y medio) han arrojado retornos ajustados por riesgo notablemente superiores a los del conjunto del índice y también al del S&P 500. La explicación más plausible a esta ineficiencia de mercado es que existe menos información sobre este tipo de empresas, lo que requiere un mayor esfuerzo de recopilación y análisis. Al ser, por tanto, compañías menos seguidas por los analistas, es más probable que se puedan dar errores en su cotización que generen un amplio margen de revalorización.

Como ha dicho el propio Buffett: «Cuando un rebaño de Wall Street puede influir en la cotización de una acción y la persona más emocional, más avariciosa o más deprimida puede determinar su precio, cuesta argumentar que el mercado fije siempre el precio de forma racional. De hecho, a menudo las cotizaciones no tienen sentido alguno». Muy probablemente, el pánico que en las últimas semanas ha afectado a las bolsas mundiales ofrece múltiples ejemplos de esta máxima.

Rendimientos de la inversión en valor respecto al mercado

Índice (100 = marzo 2000)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-feb	29-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,21	-0,16	-4	-7,4	-24,5
Euríbor 12 meses	-0,02	0,02	-4	-8,0	-25,3
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,48	-0,45	-3	-10,2	-29,5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,57	-0,49	-8	-22,5	-34,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,11	0,33	-22	-51,9	-21,8
Deuda pública a 10 años (España)	1,53	1,51	2	-24,1	27,0
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	142	119	24	28,1	49,1
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,64	0,61	3	2,7	37,8
Líbor 12 meses	1,16	1,14	2	-1,8	48,0
Deuda pública a 1 año	0,60	0,45	15	0,3	41,2
Deuda pública a 2 años	0,77	0,77	0	-27,8	15,2
Deuda pública a 10 años	1,73	1,92	-19	-53,9	-26,3

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	29-feb	29-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	100	93	8	23,2	50,9
Itraxx Financiero Sénior	109	92	17	32,1	54,6
Itraxx Financiero Subordinado	238	208	30	82,3	116,2

Tipos de cambio

	29-feb	29-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,087	1,083	0,4	0,1	-2,9
¥/€	122,530	131,210	-6,6	-6,2	-8,5
£/€	0,781	0,761	2,7	6,0	7,7
¥/\$	112,690	121,140	-7,0	-6,3	-5,8

Materias primas

	29-feb	29-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	383,6	383,3	0,1	2,4	-8,9
Brent (\$/barril)	35,9	33,2	8,3	0,5	-41,9
Oro (\$/onza)	1.238,7	1.118,2	10,8	16,7	2,1

Renta variable

	29-feb	29-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	1.932,2	1.940,2	-0,4	-5,5	-8,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	2.945,8	3.045,1	-3,3	-9,8	-18,2
Ibex 35 (España)	8.461,4	8.815,8	-4,0	-11,3	-24,3
Nikkei 225 (Japón)	16.026,8	17.518,3	-8,5	-1,6	-14,7
MSCI emergentes	740,3	742,4	-0,3	-6,8	-25,2
Nasdaq (EE. UU.)	4.558,0	4.614,0	-1,2	-9,0	-8,2

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

COYUNTURA · Economía mundial: la incertidumbre financiera lastra el sentimiento económico

La economía mundial levanta el pie del acelerador (pero no frena en exceso). Un final de 2015 algo más débil de lo esperado en muchas de las economías avanzadas y emergentes y una cierta translación de la incertidumbre financiera al ámbito de la economía real (reflejada, por el momento, en los indicadores de sentimiento) hacen esperar un crecimiento mundial en 2016 algo menos expansivo de lo previsto. En particular, fruto de la revisión a la baja del crecimiento para el presente año en EE. UU., Japón, la eurozona y ciertos emergentes (como México o Indonesia) y de la intensificación de la recesión prevista en Brasil, esperamos que el crecimiento mundial se sitúe en el 3,4% en 2016, frente al 3,5% anteriormente previsto. En este escenario, el grupo de emergentes crecerá en 2016 un 4,4% y el de avanzados, un 1,9%. En 2017, la expansión mundial se acelerará gracias al mejor tono de los emergentes y, en menor medida, de los avanzados.

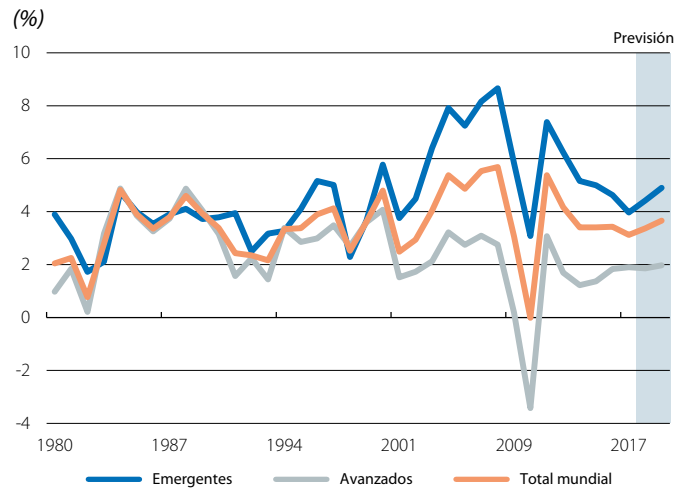
La revisión a la baja del escenario central no implica disminuir la probabilidad de ocurrencia de escenarios más adversos. A pesar de que el crecimiento mundial será menor de lo esperado, la probabilidad de ocurrencia de un escenario en el que cristalicen los elevados riesgos bajistas que todavía persisten (incluidos un hipotético recrudescimiento de la incertidumbre financiera, dificultades para asegurar el aterrizaje suave de la economía china o deterioros adicionales de la situación de emergentes frágiles como Brasil, Rusia, Sudáfrica o Turquía) no cambia respecto a la que manejábamos el mes pasado.

ESTADOS UNIDOS

Final de año renqueante en EE. UU. Según la última revisión del PIB que efectuó el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense avanzó un 0,3% intertrimestral en el 4T 2015, una cifra que decepcionó tanto por ser inferior al crecimiento del 3T (0,5% intertrimestral) como por la propia composición del dato, puesto que reitera la debilidad de los componentes de inversión no residencial y exportaciones. A pesar de este cierre a la baja de 2015, el crecimiento del conjunto del año se situó en el 2,4%, la misma cifra que la registrada en 2014.

Los datos de principios de 2016 no auguran un despegue inmediato de la economía. Los indicadores de actividad empresarial de enero sugieren que el pulso económico en el 1T va a ser, en el mejor de los casos, solo levemente mejor que el del 4T 2015. Así, el indicador ISM de manufacturas, aunque consiguió estabilizar su nivel de diciembre, se mantuvo en enero en niveles indicativos de contracción de la producción industrial. Por otra parte, el indicador ISM de servicios experimentó su tercer mes consecutivo a la baja: aunque todavía se mantuvo por encima del nivel de 50, lo que sugeriría expansión de la actividad del sector terciario, otros indicadores similares, como el avance del PMI de servicios, elaborado por Markit, se situaron por debajo del límite de los 50 puntos. Los indicadores de sen-

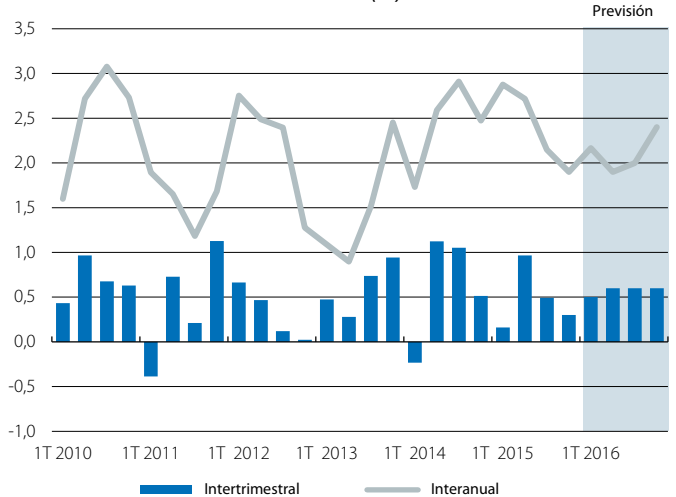
Crecimiento del PIB mundial: previsiones de CaixaBank Research



Fuente: CaixaBank Research.

EE. UU.: PIB

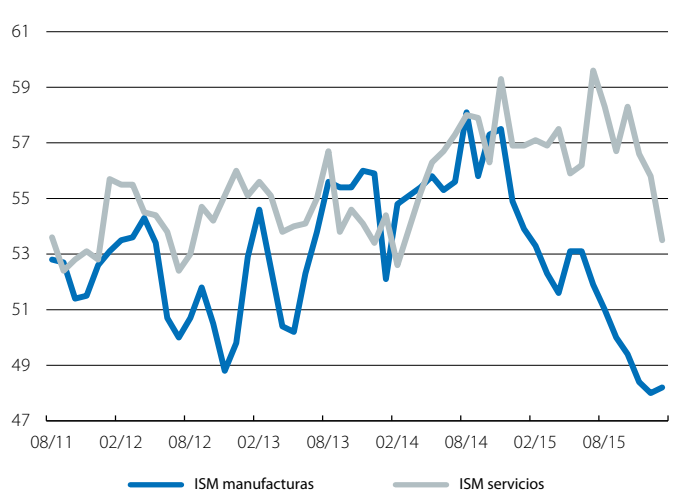
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial

Variación interanual (%)



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

timiento, por construcción, reflejan de forma especialmente rápida los cambios en la percepción empresarial. Es lógico, por tanto, que estén capturando las incertidumbres financieras del momento. Más matizada es la lectura de las perspectivas económicas norteamericanas que se obtienen de los indicadores de demanda y, en particular, de los de consumo: se confirma una mejora de las ventas minoristas.

Un escenario de desaceleración moderada, el más probable para 2016. Un final de 2015 decepcionante y un inicio de 2016 solo algo mejor condicionan, en parte, nuestras previsiones de crecimiento. Aunque al avanzar el año la economía estadounidense recuperará algo de tracción, el crecimiento promedio, del 2,1%, se situará por debajo del registro de los dos años anteriores (2,4%). Se trata de una desaceleración de intensidad limitada, toda vez que el consumo privado resiste, el consumo público acelera y la inversión residencial mantiene su ritmo de avance. En cambio, las perspectivas de la inversión no residencial son más contenidas, puesto que no encontrará el apoyo de unos buenos datos de beneficios empresariales. En este contexto, creemos probable que la Reserva Federal espacie en el tiempo la continuación de su proceso de normalización del tipo de referencia: si antes esperábamos una nueva subida, del 0,50% al 0,75% en junio, ahora la situamos en septiembre. Se trata, no obstante, de una simple pausa, porque las condiciones de inflación, que seguirá repuntando en los próximos meses, y laborales (la tasa de paro se situó en enero en el 4,9%, el mínimo desde febrero de 2008) justifican la normalización monetaria.

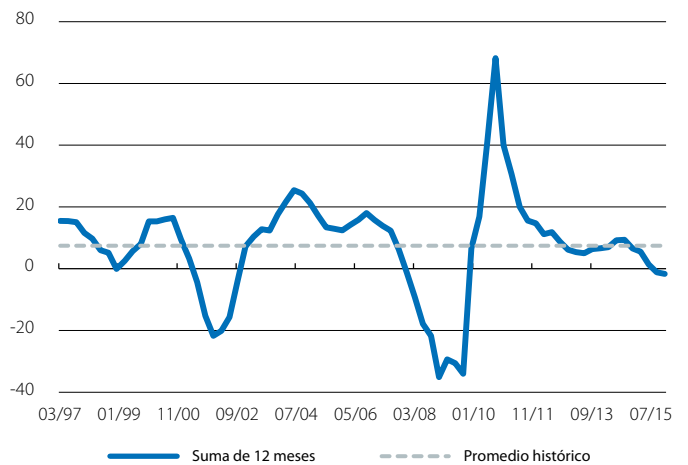
JAPÓN

Traspié en el 4T. Cuando se esperaba un crecimiento bajo, pero positivo, el PIB nipón descendió 4 décimas en el 4T, con lo que el promedio de 2015 se situó en el 0,5%. El retroceso económico fue consecuencia, fundamentalmente, del mal tono del consumo privado y, en menor grado, de las exportaciones. Por el contrario, la inversión se mostró dinámica, siendo, de lejos, el aspecto más positivo de la composición del PIB. La inflación, por su parte, continuó reflejando el tono alicaído de la demanda interna. En enero, el IPC sin alimentos pero con energía (referencia del Banco de Japón) se situó en el 0,0% de variación interanual, muy lejos del objetivo del 2%.

Mejoría relativa en 2016. Partiendo de estas tendencias, esperamos que este año la economía se acelere, pero a un ritmo moderado (un 0,9%, 1 décima menos de lo que pensábamos antes de conocer el dato del PIB del 4T). La recuperación nipona topa con tres lastres: la perenne debilidad del consumo privado, la atonía exportadora (afectada por la disminución de las compras de EE. UU. y China) y el proceso de ajuste de existencias. En esta tesitura, se especula con que la política económica siga tratando de apoyar el crecimiento: en el 1T se pondrá en marcha un nuevo paquete fiscal, equivalente al 0,3% del PIB, cuya ampliación en este mismo año no cabe descartar, y es probable que el Banco de Japón adopte nuevas medidas de expansión monetaria. Sin embargo, la efectividad de la política monetaria posiblemente será limitada, visto el escaso efecto registrado por anteriores medidas similares.

EE. UU.: beneficios empresariales *

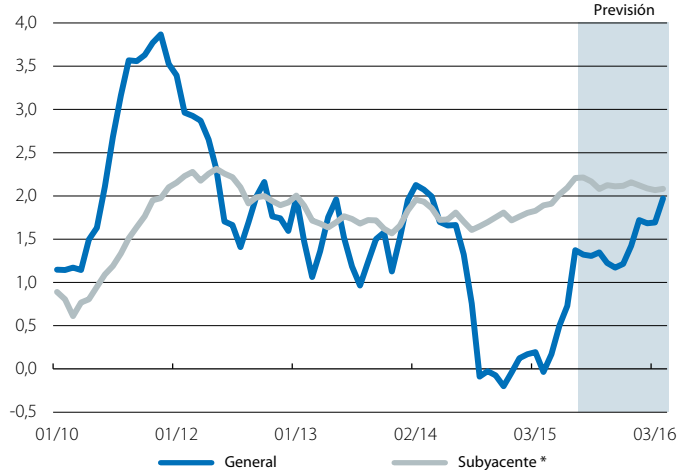
Variación interanual (%)



Nota: * Beneficio por acción del índice bursátil S&P 500.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

EE. UU.: IPC

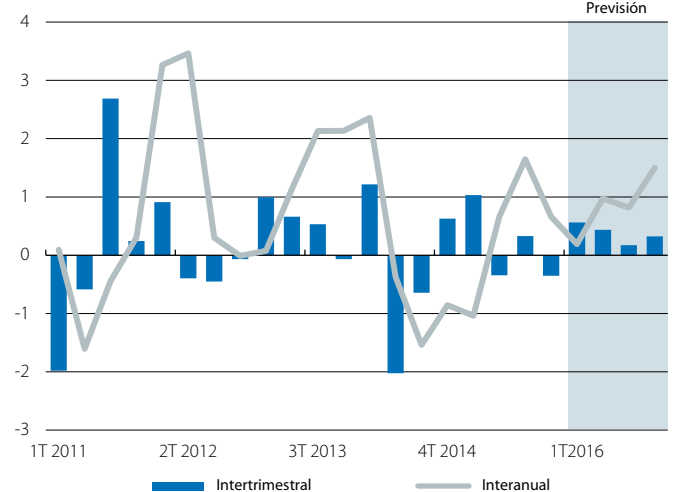
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EMERGENTES

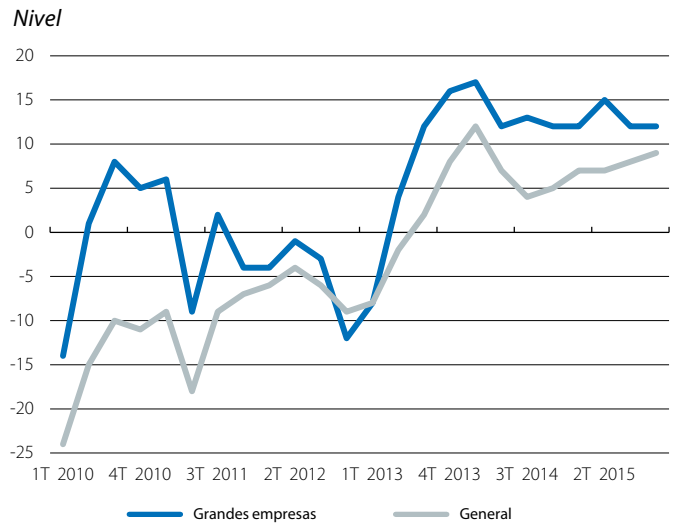
China: sin novedad en el frente. Durante las festividades del Año Nuevo chino, la publicación de indicadores macroeconómicos se reduce. Los pocos datos conocidos no aclaran excesivamente las perspectivas inmediatas. El indicador de actividad PMI (oficial) de enero cayó por debajo del umbral de 50, tanto en las rúbricas de manufacturas como en las de servicios, pero el indicador PMI Markit-Caixin sugiere un tono mínimamente expansivo del terciario. Por su parte, las exportaciones y las importaciones retrocedieron en enero más de lo previsto. Frente a estos indicadores de la economía real, la evolución financiera parece estar más pausada que en las primeras semanas del año. Tras cerrar por la festividad del Año Lunar, la bolsa de Shanghái abrió al alza al tiempo que el yuan recuperaba parte de la depreciación registrada desde principios de año. En este contexto incierto, mantenemos nuestro escenario de paulatina desaceleración del PIB en 2016 y 2017, aunque con riesgos bajistas.

La India, la excepción del Asia emergente. A medida que el proceso de aterrizaje suave de la economía china va materializándose y que la aceleración de los avanzados se frena, el resto del Asia emergente refleja el cambio del entorno externo moderando su ritmo de crecimiento. En particular, las perspectivas son más contenidas en Hong Kong, Singapur, Malasia e Indonesia, lo que justifica una cierta revisión a la baja del avance del PIB previsto en estas economías en 2016. En este contexto, el crecimiento de la India destaca favorablemente, tanto por su ritmo (crecimiento interanual del 7,3% en el 4T de 2015) como por su composición (en particular, por el sorprendente vigor de las manufacturas, una de las asignaturas pendientes del país hasta la fecha).

México y Brasil, dos formas distintas de capear el temporal. Los datos de final de año indican que la recesión en Brasil se hace más intensa, lo que, sumado a la ausencia de mejoras en el ámbito político y la intensificación de desequilibrios como la inflación, representan un nuevo deterioro de sus perspectivas. México, por su parte, creció un 2,5% interanual en el 4T, e idéntica cifra arrojó el cómputo anual. El dato confirma una cierta desaceleración respecto al trimestre anterior que continuará en los próximos trimestres, a tenor de los indicadores disponibles, del ajuste fiscal anunciado (0,7% del PIB) y de la subida del tipo de referencia (del 3,00% al 3,75%, entre diciembre y febrero). Aun así, valoramos que el país esté aplicando una política económica apropiada, lo que lo aleja de la situación brasileña.

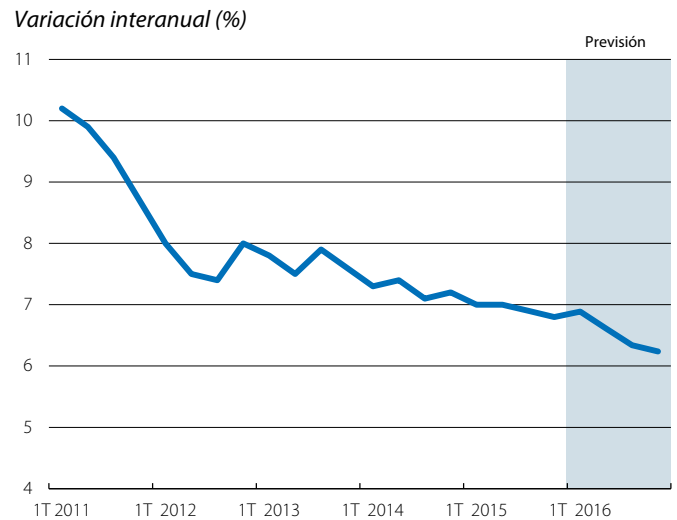
Petróleo: pocas novedades, elevada volatilidad. El precio del petróleo osciló de manera apreciable en febrero y finalmente cerró el mes en niveles de 35 dólares por barril de calidad Brent, prácticamente sin cambios respecto al precio al inicio del periodo. Las tendencias de fondo apuntan a una moderada recuperación del precio en 2016. Sin embargo, en un horizonte cortoplacista, lo que ha dominado la dinámica de los precios ha sido la verosimilitud de un posible acuerdo de los grandes productores para estabilizar la producción, que han apoyado al alza las cotizaciones cuando el pacto parecía sólido y las han deprimido cuando el compromiso se percibía débil.

Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan)



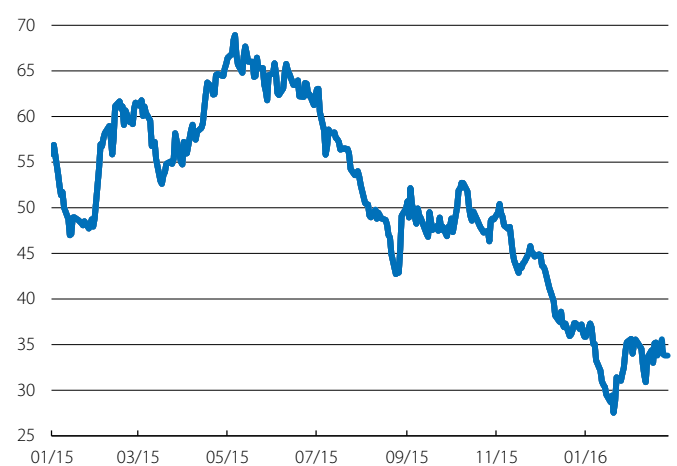
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Japón.

China: PIB



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

Materias primas: precio del petróleo *
(\$/barril)



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

FOCUS · Hong Kong: romper o no con el dólar estadounidense

La confluencia de tres factores ha suscitado el temor a una posible ruptura del régimen cambiario (*peg*) que ancla el dólar de Hong Kong (HKD) con el dólar estadounidense (USD): el inicio de la subida de tipos de interés de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed), la ralentización económica de China y el aumento de la aversión al riesgo de los inversores internacionales. Si bien hay tendencias a largo plazo que apuntan a que el *peg* con el USD debería romperse, su permanencia parece asegurada a corto y medio plazo.

El HKD es una divisa ligada al dólar desde 1983, a través de un *Currency Board*. Esto significa que se asegura la convertibilidad de los billetes de HKD por billetes de USD a una cotización de 7,8 HKD por USD ($\pm 0,05$), gracias a uno de los mayores *stocks* de reservas de divisas (359.000 millones de USD). Más allá del amplio colchón de reservas, un sector financiero saneado, el buen estado de las finanzas públicas y una cuenta corriente superavitaria son condiciones internas que avalan el *peg* a corto plazo. Sin embargo, durante las primeras semanas de 2016, con el recrudecimiento de las turbulencias financieras en los mercados chinos y la depreciación del renminbi (RMB), se produjeron salidas de capitales desde Hong Kong que acercaron la cotización del HKD al límite débil de su banda (véase el gráfico).

Durante más de tres décadas, el sistema cambiario fijo ha sido de gran utilidad para la economía de Hong Kong, facilitando el despliegue del singular y exitoso modelo de desarrollo de su economía, centrada en el sector financiero y de los servicios comerciales. También ha contribuido a la modernización de China, pues Hong Kong se ha establecido como la puerta principal de las relaciones que el gigante asiático mantiene con el resto del mundo (buena parte de los flujos comerciales y de capitales desde y hacia la China continental pasan por esta pequeña región). En definitiva, el anclaje del HKD con el USD ha ayudado a Hong Kong a convertirse en un centro financiero y comercial de referencia mundial. El peaje de perder la autonomía monetaria, supeditada a la Fed, ha sido asumible.

No obstante, las crecientes relaciones con la China continental están cambiando la dinámica económica y financiera de Hong Kong. En particular, la ascendente relevancia del RMB está desafiando la supremacía del USD en la economía, las finanzas y el comercio de Hong Kong. A modo ilustrativo, mientras que en 2009 las liquidaciones comerciales en la moneda china eran insignificantes, se estima que en 2015 superaron los 6.000 millones de RMB (cerca de 900 millones de USD). De las 1.752 empresas cotizadas en el Hong Kong Stock Exchange a finales de 2014, 876 provenían de la China continental y representaban cerca del 60% de la capitalización del mercado. En noviembre de 2014 se estableció una conexión entre las bolsas de Hong Kong y de Shanghái (Shanghai-Hong

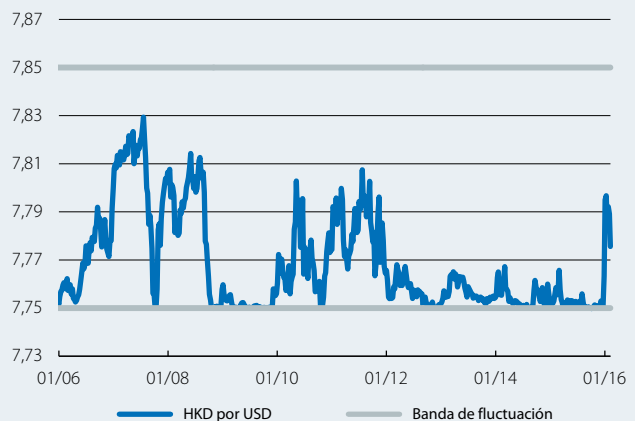
Kong Stock Connect) que permite el flujo de capitales entre ambos mercados (dentro de unas cuotas establecidas por el gigante asiático).¹

Esta tendencia a una mayor sincronía de Hong Kong con la China continental en detrimento de EE. UU. ha tenido repercusiones a nivel económico. Entre 2011 y 2014, mientras China mostraba un pulso económico sólido y la Fed aplicaba su política monetaria ultraexpansiva (traducida en un tipo de interés oficial cercano al cero en Hong Kong), se observaron altas tasas de inflación (del 4,5% en promedio anual, frente a tasas del 2% unos años antes) y un fuerte incremento de los precios inmobiliarios (de más del 100% desde 2010). Así, la conveniencia o no de modificar el régimen cambiario de Hong Kong es y seguirá siendo un debate abierto, si bien planteado de cara al largo plazo. Un cambio que acerque el HKD al RMB será beneficioso, dada la creciente integración de ambas economías. Sin embargo, antes será necesario que China complete y consolide su integración en el sistema financiero internacional, rebajando las todavía elevadas restricciones a los flujos de capital, modernizando su sistema financiero y aumentando la flexibilidad de su tipo de cambio y la convertibilidad de la divisa.

A corto plazo, la opción más ventajosa es que se mantenga el *peg*, fundamentalmente por dos motivos. En primer lugar, el USD es todavía la principal divisa en las transacciones comerciales y financieras en Hong Kong, por lo que romper el vínculo ahora sería muy desestabilizador para la economía. Además, los procesos liberalizadores que está llevando a cabo China pueden generar turbulencias significativas, de modo que le conviene contar con un *hub* financiero y comercial que el mundo considera estable.

Tipo de cambio del dólar de Hong Kong

Dólar de Hong Kong por dólar estadounidense



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

1. Véase «Shanghái-Hong Kong stock connect: conectando con la bolsa china», en el IM01/2015.

FOCUS · Instituciones en América Latina: el momento decisivo

América Latina ha vivido una auténtica revolución institucional en las últimas décadas que ha alterado decisivamente el marco de toma de decisiones de política económica. Aunque muchas veces se destacan cambios formales como la evolución hacia regímenes democráticos que ha tenido lugar en la región desde la década de 1980, desde un punto de vista estrictamente económico, es más relevante referirse a la mejora en diferentes ámbitos de la gobernanza que se han demostrado vinculados a la eficiencia económica. En particular, son útiles los indicadores de gobernanza elaborados por el Banco Mundial, que detallan la situación en seis espacios clave: voz y rendición de cuentas (que incluyen, entre otros aspectos, la elección democrática del Gobierno y la libertad de prensa y de asociación), estabilidad política y ausencia de violencia, eficacia del Gobierno (que incorpora medidas de la calidad de los servicios públicos, de las políticas públicas, etc.), calidad del marco regulatorio, Estado de derecho y, finalmente, control de la corrupción.

A pesar de que la visión convencional es que el marco de gobernanza ha mejorado en los últimos 20 años, lo cierto es que su evolución no ha sido uniforme en el tiempo. Mientras que, entre 1996 (primer año con datos) y 2005, la evolución del promedio de estos seis indicadores es negativa, en los 10 años siguientes se torna positiva. Paradójicamente, la situación de 2014, último año disponible, es prácticamente igual a la existente en 1996. Sin embargo, este estancamiento institucional se debe de forma prácticamente exclusiva a la involución registrada en dos países, Argentina y Venezuela. Eliminados estos casos atípicos de la muestra, se constata que, entre 1996 y 2014, la región mejora en materia institucional, destacando especialmente la calidad institucional de Chile, Uruguay y Costa Rica. Con todo, y a fin de disponer de una referencia del progreso institucional realizado, cabe mencionar que los niveles alcanzados en el promedio regional (excluyendo Argentina y Venezuela) son algo mejores que los del Asia emergente pero netamente inferiores a los de la Europa emergente.

Pues bien, dado que América Latina está entrando en una etapa de peores perspectivas económicas debido a un doble *shock* negativo (el endurecimiento de la financiación internacional y una evolución de las cotizaciones de las materias primas inferior a los niveles de bonanza de la década de 2000) y que la primera economía de la zona, Brasil, se encuentra en una recesión intensa, ¿podrá capear el temporal mejor que en el pasado gracias a los cambios institucionales de las últimas décadas?

Dos son las cuestiones centrales que dilucidar. La más general se refiere a si el marco institucional del que se ha dotado la región hace más probable adoptar una política económica adecuada. Un segundo aspecto, más específico, hace

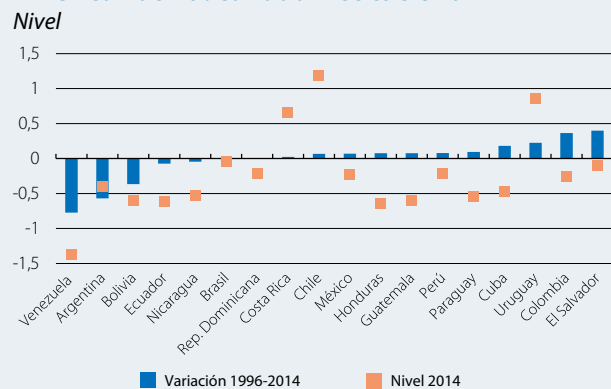
referencia a si la mejora del sistema institucional aminorará el aumento de la probabilidad de impago de la deuda, que se ha vuelto menos sostenible a causa de la combinación de menor crecimiento y mayor endurecimiento financiero.¹

Por lo que se refiere a la primera de estas cuestiones, la literatura identifica vínculos causales fuertes entre la (mayor) calidad institucional y la (mayor) capacidad de hacer política económica anticíclica. La evidencia empírica disponible y relevante para América Latina, no obstante, es mixta. Mientras que el BIS (2012) detecta que diversos emergentes, entre ellos algunos latinoamericanos, han sido capaces de implementar políticas económicas contracíclicas desde el año 2000, el FMI (2014) es más cauto y apunta más bien a una ligera disminución de la prociclicidad de la política económica.² Además, el BIS reconoce que el progreso se da sobre todo en la política monetaria, y no tanto en la fiscal (solo Chile destaca en este ámbito).

En relación con la segunda de las cuestiones mencionadas, la literatura establece que existen relaciones causales entre la (mayor) calidad institucional y la (menor) probabilidad de impago de la deuda. Por ello, cabe esperar que esta última sea menor que en el pasado.

En definitiva, América Latina afronta los tiempos turbulentos venideros con un marco institucional mejor que en el pasado. Sin embargo, en materia institucional, no todo el monte es orégano o, lo que es lo mismo, no toda América Latina es Chile. Como tampoco está claro que la mejora institucional del resto de países sea suficiente, dado el temporal que deberán afrontar.

América Latina: calidad institucional



Nota: Promedio simple de seis indicadores de gobernanza: voz y rendición de cuentas, estabilidad política y ausencia de violencia, eficacia del Gobierno, calidad del marco regulatorio, Estado de derecho y control de la corrupción. Los valores están estandarizados en un intervalo de -2,5 a +2,5, correspondiendo los mayores valores a una mejor gobernanza.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial (World Governance Indicators).

1. Sobre esta cuestión, véase el Focus «¿Hacia una crisis de deuda externa en América Latina?», del IM02/2016.
 2. Takáts, E. (2012), «Countercyclical policies in emerging markets», BIS Quarterly Review, junio, y Fondo Monetario Internacional (2014), «Regional economic outlook. Western Hemisphere».

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Actividad								
PIB real	1,5	2,4	2,9	2,7	2,1	1,9	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,8	3,7	4,0	3,4	3,8	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	101,3	96,2	98,3	96,0	97,8	92,2
Producción industrial	1,9	3,7	3,5	1,5	1,1	-0,8	-0,7	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,6	53,2	52,6	51,0	48,6	48,2	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	978	1.158	1.158	1.130	1.099	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	177	179	179	183	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	59,3	59,3	59,3	59,4	59,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,5	1,6	-0,1	0,0	0,1	0,5	1,4	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	2,0	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

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

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

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

CHINA

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

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

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

COYUNTURA · Un crecimiento moderado que tarda en ganar intensidad

La expansión económica de la eurozona prosigue este año. La Comisión Europea prevé que el crecimiento del PIB de la eurozona será del 1,7% en 2016, 1 décima menos que el dato previsto el pasado otoño, por culpa de unos vientos de cara (la ralentización de los emergentes y las recientes turbulencias financieras) que soplan algo más fuerte que hace tres meses. El ritmo de crecimiento de la mayoría de economías de la región acelera de manera gradual y nuestro escenario de previsiones contempla una recuperación moderada que irá cogiendo velocidad a lo largo del año, aunque algo más lentamente de lo que habíamos previsto. Sostiene el crecimiento una demanda interna robusta, sobre todo el consumo privado y, en menor medida, el consumo público y la inversión. La contribución de la demanda externa tendrá un alcance limitado a causa de la desaceleración del comercio mundial. La intensidad de los vientos de cola que apoyaron el crecimiento en 2015 se modificará: el bajo precio del petróleo seguirá favoreciéndolo durante unos meses (aunque después subirá paulatinamente) y la política monetaria acomodaticia del BCE se intensificará, manteniendo bajos los tipos de interés y más débil el tipo de cambio efectivo del euro (que sin la política monetaria acomodaticia). Sin embargo, pueden afectar a nuestro escenario unos vientos de cara que soplen con más fuerza de lo esperado: una mayor desaceleración de las economías emergentes, la prolongación de la volatilidad financiera, la salida del Reino Unido de la UE o los riesgos geopolíticos.

El PIB de la eurozona creció un 0,3% intertrimestral en el 4T 2015 (un 1,5% interanual), el mismo ritmo que en el 3T. El dato sitúa el crecimiento total del año en el 1,5%, lo que supone un avance con respecto a 2014 (0,9%). Aun así, la recuperación se está desarrollando a distintas velocidades entre países y es algo más lenta de lo previsto. España sigue en cabeza, con un ritmo de crecimiento del 0,8% intertrimestral en el 4T, y Alemania mantiene el paso del 3T, moderado pero sólido, del 0,3%. Por su lado, Francia e Italia redujeron 1 décima su ritmo de crecimiento, hasta el 0,2% y el 0,1% intertrimestral, respectivamente. Aunque el desglose del PIB por componentes de demanda aún no se ha publicado, los datos disponibles apuntan a que la demanda interna ha sido el principal sostén del crecimiento de la eurozona. La economía se ha beneficiado de unos factores de apoyo temporales que han compensado, por el momento, la desaceleración de las economías emergentes y el aumento de las turbulencias financieras.

La Europa emergente acelera el paso. En el 4T, el ritmo de actividad se aceleró en toda la región. Destaca el elevado avance del PIB que registraron Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Hungría, cuya tasa de variación intertrimestral alcanzó, o incluso superó en algunos casos, el 1% (la variación interanual fue del 3,5%-4%). A falta del detalle por componentes, los indicadores dis-

Crecimiento del PIB: previsiones de la Comisión Europea

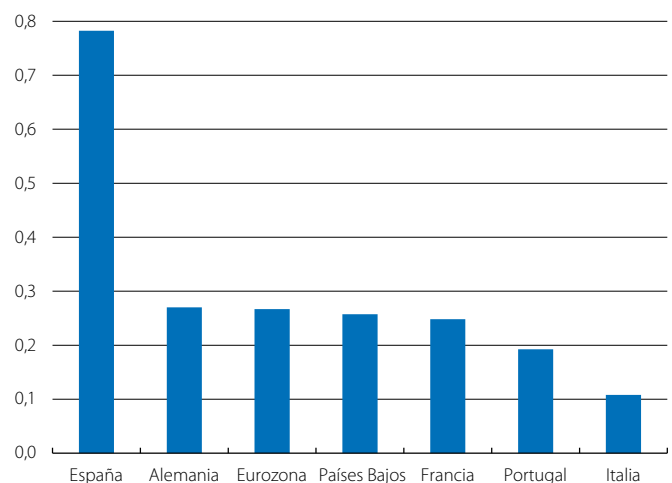
Variación anual (%)

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat (2015) y la Comisión Europea.

PIB del 4T 2015

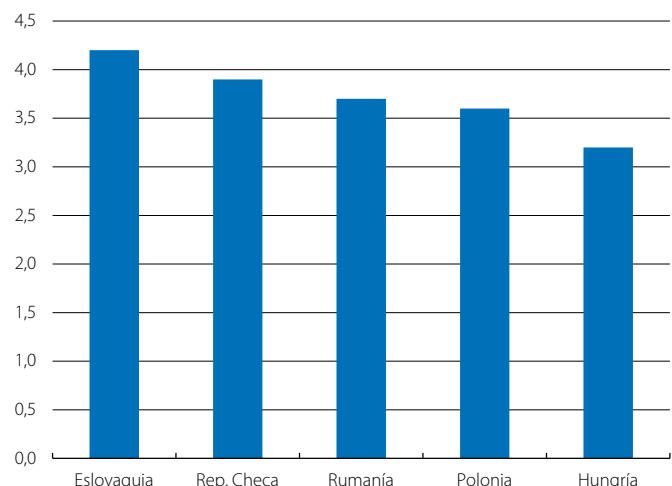
Variación intertrimestral (%)



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

Europa emergente: PIB del 4T 2015

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de los institutos estadísticos nacionales.

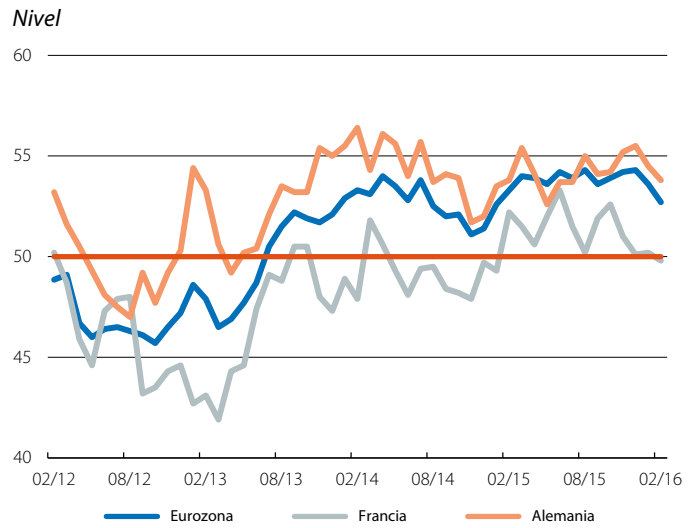
ponibles sugieren que la mayoría de estas economías se están beneficiando simultáneamente de una aportación positiva de la demanda externa (reflejo del buen tono de su mercado principal, la eurozona) y de un mayor vigor de la demanda interna. Las perspectivas inmediatas son que estos países mantengan un ritmo de expansión notable en 2016, si bien en suave desaceleración respecto a 2015.

El ritmo de crecimiento de la actividad no parece aumentar en el 1T 2016. Los indicadores de actividad disponibles para el mes de febrero sugieren que el crecimiento en la eurozona no gana intensidad. El índice de sentimiento económico descendió hasta los 103,8 puntos, por encima del promedio histórico (100). El índice PMI compuesto bajó hasta los 52,7 puntos, el menor registro desde enero de 2015, aunque se situó claramente en un nivel expansivo (por encima de los 50 puntos). Por países, el PMI compuesto retrocedió en Alemania hasta los 53,8 puntos, pero se mantuvo, también, en una confortable zona expansiva. Por el contrario, en Francia el índice retrocedió hasta los 49,8, un nivel marginalmente recesivo. Estos descensos muestran cómo las turbulencias que están experimentando los mercados financieros afectan al sentimiento económico y empresarial. Aunque no prevemos que se traduzcan en una ralentización de la actividad de la eurozona, el crecimiento podrá tardar más en tomar intensidad.

El consumo avanza, pero no acelera. Los indicadores de demanda muestran una cierta desaceleración entre el final de 2015 y el inicio de 2016. Las ventas minoristas aumentaron un 1,4% interanual en diciembre, un ritmo superior al promedio histórico, pero algo por debajo del fuerte ritmo que marcó el resto de 2015. Por otro lado, la confianza del consumidor en la eurozona descendió en febrero hasta los -8,8 puntos (-6,3 en enero), por debajo de los registros observados desde diciembre de 2014. La disminución de la confianza recoge un aumento de la incertidumbre como consecuencia de la fuerte volatilidad financiera experimentada recientemente, pero esperamos que este menor tono sea temporal. De hecho, el mercado laboral de la eurozona continúa recuperándose favorablemente. La tasa de paro descendió hasta el 10,4% en diciembre de 2015 y prevemos que continúe mejorando este año y apoyando la mejora del consumo privado.

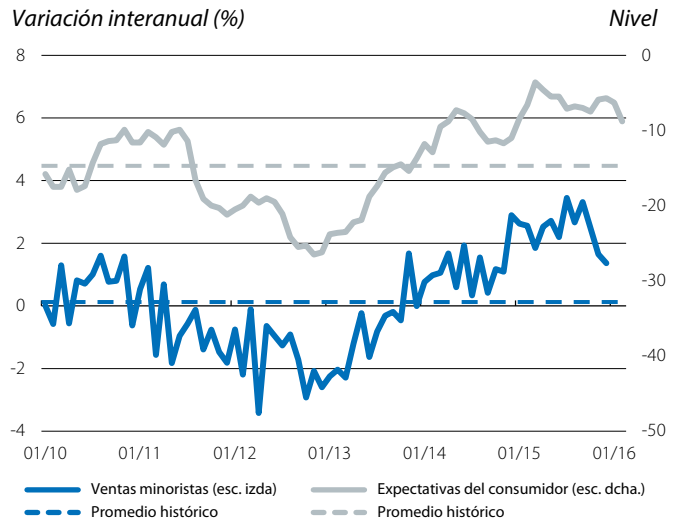
El superávit por cuenta corriente sigue mejorando. A pesar del aumento paulatino de la demanda doméstica, el bajo precio del petróleo, que ha reducido el déficit energético de la eurozona, y la mejora de la competitividad-precio contribuyeron a incrementar el superávit por cuenta corriente en 2015. Este alcanzó un máximo del 3,2% del PIB en diciembre (acumulado de 12 meses), favorecido por la fuerte corrección de los déficits de numerosos países periféricos (España es un claro ejemplo) y por la continuidad del superávit sustancial de Alemania (8,9% del PIB en diciembre). Desde una perspectiva de inversión y ahorro, un elevado incremento del superávit indica que el aumento del ahorro no se ha invertido en la eurozona, un desequilibrio que podría repercutir en el potencial de crecimiento de la región si la situación se prolonga en el tiempo.

Indicador de actividad PMI compuesto



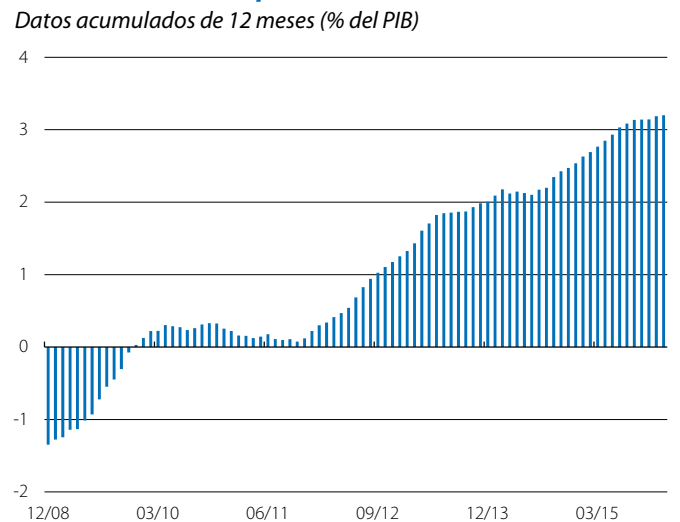
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: balanza por cuenta corriente



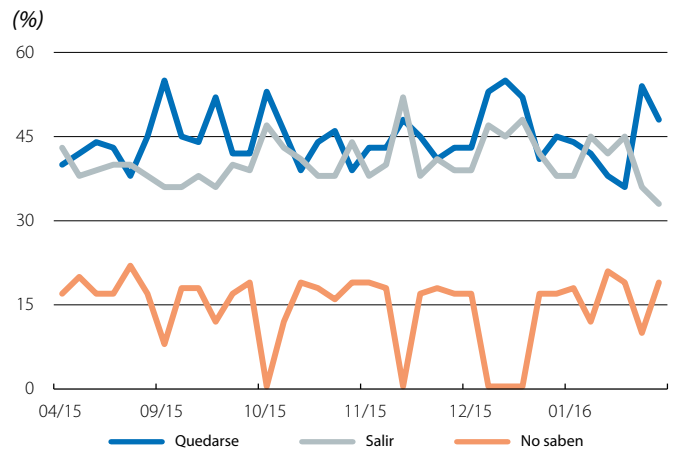
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

La potencial salida del Reino Unido de la UE añade incertidumbre al entorno económico. El Reino Unido ha alcanzado un acuerdo en el Consejo Europeo sobre los términos de su pertenencia a la UE, que someterá a referéndum el 23 de junio. El acuerdo contiene cuatro áreas principales: soberanía, competitividad, gobernanza económica e inmigración. Esta última ha sido la más controvertida, al incluir un «freno de emergencia» a las prestaciones sociales vinculadas al empleo para los inmigrantes procedentes de la UE, lo que supondría un trato discriminatorio respecto a los trabajadores nacionales. Más allá de la letra pequeña, en caso de aprobarse, el Reino Unido dejará de estar comprometido a una mayor integración dentro de la UE, lo que sentaría un precedente con consecuencias negativas para el proceso de integración política y económica si otros países también apelan a su excepcionalidad. Sin embargo, la clarificación de su papel también puede dar vía libre a los países que aspiren a alcanzar una mayor integración política y económica en el seno de la eurozona. Por ahora, las encuestas no dan un resultado claro del referéndum, puesto que la indecisión es elevada. Sea como fuere, la posibilidad del *brexit* ha provocado un aumento de la incertidumbre, que ha repercutido en la importante depreciación de la libra de estas últimas semanas. Esta depreciación responde también al posible retraso, hasta inicios de 2017, de la subida de los tipos de interés del Banco de Inglaterra, dado el contexto actual de mayor incerteza y baja inflación.

La crisis de los refugiados es un reto importante para la UE, más allá de su lado humanitario. La incapacidad de llegar a un acuerdo para gestionar la crisis arrastra a cada país a tomar decisiones unilaterales que perjudican a sus socios. Seis países han impuesto temporalmente controles fronterizos dentro del espacio Schengen, una medida que, de prolongarse, podría suponer un lastre para el crecimiento económico de la UE. Según France Stratégie, volver a los controles fronterizos de forma permanente equivaldría a introducir una tasa comercial sobre el comercio, que reduciría las relaciones comerciales entre los países de Schengen. Así, en un clima de desconfianza mutua, no solo será muy difícil solucionar la gestión de la crisis de refugiados, sino también avanzar en el proceso de construcción europea en general. Además, pueden aparecer otros riesgos, tanto geopolíticos como idiosincráticos a un país, que acaben impactando de manera negativa sobre el crecimiento, al estar limitada la capacidad de respuesta conjunta de la UE.

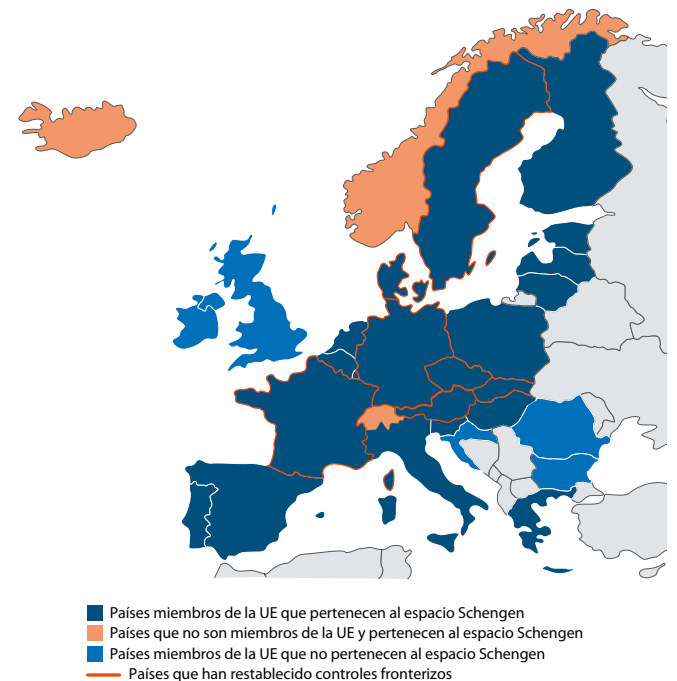
Aumentan los focos de riesgo en Portugal. Las perspectivas de crecimiento de Portugal han empeorado recientemente: el PIB previsto para 2016 por el consenso de analistas ha pasado, en menos de cuatro meses, del 1,8% al 1,5%. Este deterioro ha sido consecuencia de unos peores datos de actividad registrados en la segunda mitad de 2015, con una pérdida de tono de la demanda interna, y de las dudas sobre la solidez parlamentaria del Gobierno y su capacidad de adoptar una política económica adecuada, que ya han hecho mella. En particular, preocupa la incierta evolución presupuestaria resultante de la poca credibilidad del escenario previsto, que ha provocado una demanda de ajustes adicionales por parte de la Comisión Europea.

Reino Unido: intención de voto en el referéndum



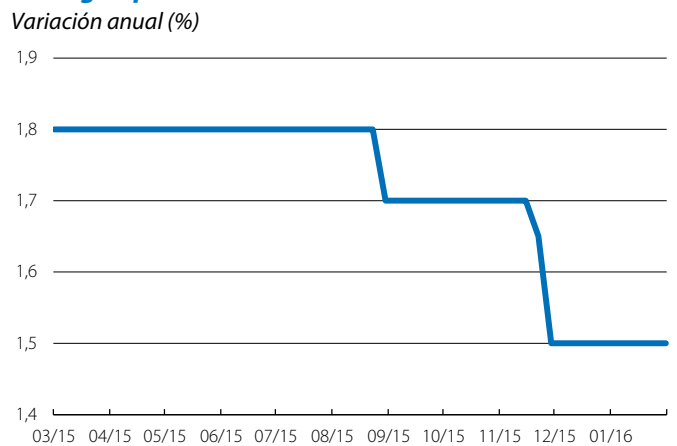
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Financial Times.

Controles fronterizos dentro del espacio Schengen



Fuente: France Stratégie.

Portugal: previsiones de PIB de 2016 del consenso



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

FOCUS · Baja inflación: ¿petróleo y nada más?

A pesar de que ya hace más de dos años que el crecimiento de la eurozona se encuentra en territorio positivo, la inflación se mantiene en cotas históricamente bajas. A menudo se argumenta que ello es un reflejo de la debilidad del crecimiento o se utiliza como ejemplo para cuestionar la efectividad de la política monetaria. ¿Es adecuado recurrir a la inflación como muestra del estado de fondo actual de la economía?

No hay duda de que, en parte, la baja tasa de inflación se debe al acusado descenso experimentado por el precio del petróleo, que ha tenido una repercusión directa en los precios de los productos energéticos. Aun así, algunos analistas apuntan a la existencia de otros factores, puesto que la inflación subyacente, que excluye el componente energético, también se encuentra lejos del objetivo del BCE.

Sin embargo, si tenemos en cuenta los canales a través de los cuales el precio del petróleo afecta a la inflación subyacente, la preocupación por la baja tasa de inflación queda matizada. El primer canal de impacto es el efecto indirecto que, por la reducción de los costes de producción o de transporte, puede suponer para las empresas el nuevo precio del petróleo. Efectivamente, en la inflación subyacente existen componentes con una elevada correlación histórica con el precio del petróleo,¹ que también han reaccionado de manera intensa a la reciente caída. Por ejemplo, el componente bienes domésticos no duraderos, que no incluye bienes energéticos de ningún tipo, presenta una evolución muy similar a la del precio del petróleo. Esto es así porque el precio del petróleo es clave para los costes de producción y transporte de las empresas que venden bienes domésticos no duraderos, las cuales, en consecuencia, reflejan los movimientos del precio del crudo en el precio final que ofrecen a los consumidores.

El segundo canal es el efecto de segunda ronda que se produciría si los agentes modificaran sus expectativas de inflación a causa del desplome del precio del petróleo y estas expectativas afectaran, a su vez, a la evolución de precios en la actualidad. Por ejemplo, este sería el caso si un cambio de expectativas influyese en la negociación de los salarios entre empresarios y trabajadores.

Para conocer la magnitud de los efectos indirectos y de segunda ronda analizamos la relación histórica entre la

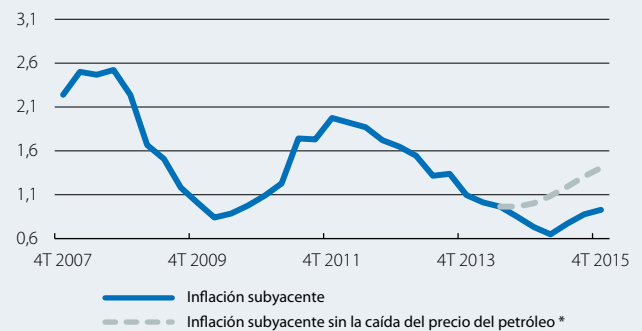
inflación subyacente y el precio del petróleo, y estimamos dónde se situaría actualmente la inflación subyacente si el precio del petróleo no hubiera bajado.² Para los lectores con conocimientos de técnicas econométricas, lo que se hace es estimar un modelo que captura cómo las variaciones del precio del crudo han afectado a la inflación subyacente históricamente y, a partir de julio de 2014, asumimos que el componente energético avanza al mismo ritmo que la inflación subyacente para poder obtener el valor contrafactual, es decir, el valor de la inflación subyacente sin efectos indirectos ni de segunda ronda.

Como se puede apreciar en el gráfico, el impacto no está siendo menor: en el último trimestre de 2015, la inflación subyacente en la eurozona habría sido del 1,41% en vez del 0,93% observado. Un nivel solo ligeramente por debajo del promedio histórico, como corresponde a una economía que crece a buen ritmo pero que todavía no se encuentra a pleno rendimiento, y no muy alejado del objetivo del BCE.

De hecho, si el precio del petróleo se recupera gradualmente en los próximos trimestres, como esperamos que suceda, tanto la inflación subyacente como, sobre todo, la inflación general se acelerarán de forma notable. Concretamente, esperamos que la tasa de inflación general pase del 0,4% actual, al 2,0% en diciembre de este año. Pero, de la misma manera que la baja tasa de inflación en la actualidad no debe ser interpretada como una muestra de la debilidad del crecimiento, cuando aumente no será debido a un cambio de fondo de la actividad económica.

Inflación subyacente: efectos indirectos y de segunda ronda del precio del petróleo

Variación interanual (%)



Nota: * Se asume que la inflación subyacente avanza igual que el componente energético a partir de julio de 2014. En el modelo estimado usamos datos para la eurozona (UE 15) del 1T 2002 al 4T 2015.

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

1. ECB «Monthly Bulletin» de diciembre de 2014 (Box 3).

2. Usamos una extensión del modelo presentado en Darvas, Z. (2015). «Has ECB QE lifted inflation?», Bruegel, 12 de enero de 2016.

$\pi_t^{suby} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{suby} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j y_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \delta_k (\pi_{t-k}^{energia} - \pi_{t-k}^{suby}) + \varepsilon_t$, donde π_t^{suby} es la inflación subyacente; π_{t-i}^{suby} es la inflación subyacente en el periodo $t-i$; y_{t-j} es el crecimiento del PIB real interanual en el periodo $t-j$; $\pi_{t-k}^{energia}$ es la inflación del componente energético en el periodo $t-k$; y ε_t es el término de error de la regresión.

FOCUS · El BCE frente a la caída del petróleo

La recuperación de la economía europea sigue su curso, pero la incertidumbre en el entorno global ha llevado a Mario Draghi a plantear una revisión de la política monetaria del BCE en la reunión de marzo. El movimiento del precio del petróleo es uno de los principales factores de incertidumbre porque, con una caída del 72% en el último año y medio, mantiene la inflación lejos del objetivo del banco central. A continuación analizamos en qué medida la política monetaria debería reaccionar a las fluctuaciones del petróleo.

Si los bajos precios del crudo fueran temporales, la capacidad del BCE de garantizar la estabilidad de precios no se pondría en cuestión, por lo que parece evidente que no debería haber una respuesta activa de política monetaria. Sin embargo, todo apunta a que una parte importante de la corrección de la cotización del crudo será permanente. Por ejemplo, la Agencia Internacional de la Energía, una de las voces más autorizadas en la materia, prevé un precio de 79 dólares por barril de calidad Brent en 2020, una corrección sustancial en relación con los 113 dólares por barril a los que cotizaba en 2012.

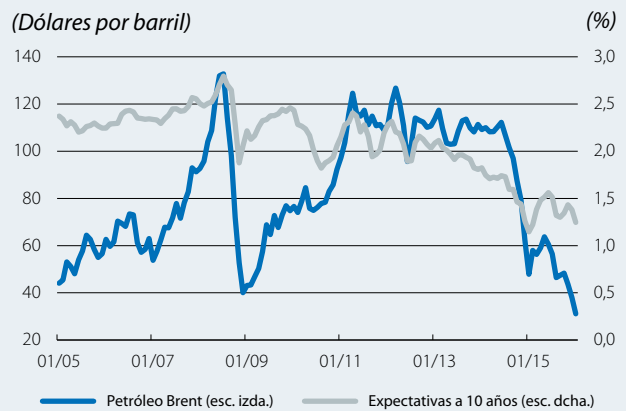
La consecuencia más clara de un precio del crudo permanentemente más bajo es una mayor capacidad de producción de la economía europea, una gran importadora del hidrocarburo, ya que para muchas empresas el precio de la energía es una de las líneas de coste más importantes. Si la economía alcanzara rápidamente su nuevo potencial, no sería precisa ninguna intervención de política económica. Sin embargo, si la demanda no respondiera en la misma magnitud que el incremento de la capacidad productiva, aumentarían las presiones bajistas sobre los precios, lo que comprometería el mandato del BCE, que persigue una tasa de inflación por debajo, pero cercana, al 2%. Hasta el momento, la actividad de la eurozona ha avanzado de manera sostenida, acercándose gradualmente a su nuevo potencial. No obstante, como indica el BCE, la reciente intensificación de los riesgos sobre el curso futuro de la economía global podría ralentizar esta recuperación. Por ejemplo, las familias y las empresas podrían posponer sus decisiones de consumo e inversión ante una mayor incertidumbre. Además, la desaceleración de las economías emergentes puede lastrar las exportaciones de la eurozona y frenar el avance de la economía. Por ello, ante un aumento de estos riesgos, la política monetaria podría responder con medidas expansivas que empujaran de nuevo la economía si esta mostrara signos claros de desaceleración.

El segundo factor que podría motivar la actuación del BCE es que la caída del precio del petróleo se tradujera en una reducción de las expectativas de inflación, que son funda-

mentales para la implementación de la política del BCE.¹ Si trabajadores y consumidores hubieran reducido significativamente sus expectativas de inflación, observaríamos un trasvase de la caída del precio del petróleo hacia los precios del resto de bienes y servicios y los salarios. Nuestro análisis, presentado en el Focus «Baja inflación: ¿petróleo y nada más?» en este mismo *Informe Mensual*, indica que la caída del petróleo ha reducido la inflación de los otros bienes y servicios temporalmente. Sin embargo, también señala que no parece haber afectado a la recuperación de la inflación subyacente durante 2015. Así, según nuestro análisis, no parece que la caída del precio del crudo haya provocado una caída permanente de las expectativas de inflación de consumidores y trabajadores. De todos modos, como se observa en el gráfico, en los últimos años las expectativas de inflación del mercado² han disminuido y se encuentran por debajo del objetivo del BCE. Es más, ha aumentado la correlación entre el precio del petróleo y las expectativas. Por otro lado, las expectativas basadas en encuestas a economistas, menos volátiles que las de mercado, señalan una disminución mucho más moderada. Por ello, en conjunto, la evidencia sugiere que el BCE sigue manteniéndolas bajo control, aunque podría verse comprometido de producirse nuevas caídas del precio del petróleo.

En resumen, hasta el momento la recuperación económica ha seguido un curso sólido y la caída del precio del crudo no ha provocado efectos indirectos que comprometan las expectativas de inflación a largo plazo. De mantenerse este escenario, el BCE no debería responder a la caída del precio del petróleo. No obstante, el banco central debe permanecer alerta, pues un aumento de la incertidumbre o renovadas caídas del precio del petróleo podrían justificar su intervención.

Petróleo y expectativas de inflación del mercado



Nota: Expectativas según swaps de inflación.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

1. El banco central establece un tipo de interés nominal pero los agentes basan sus decisiones en el tipo real: la diferencia la determinan las expectativas de inflación.

2. Para más detalles sobre la construcción de expectativas de mercado, véase el artículo «Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles», en el Dossier del IM02/2015.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,2	2,3	2,5	3,1	1,8	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	1,6	1,3	1,8	0,7	...	...
Confianza del consumidor	-18,8	-10,2	-6,2	-5,2	-7,0	-6,4	-6,3	-8,8
Sentimiento económico	93,5	101,5	102,6	103,7	104,5	106,3	105,1	103,8
PMI manufacturas	49,6	51,8	51,4	52,2	52,2	52,8	52,3	51,0
PMI servicios	49,3	52,5	53,5	54,1	54,0	54,2	53,6	53,0
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,9	1,0	1,1	...	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,2	11,0	10,7	10,5	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	4,5	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,4	10,4	10,5	10,2	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,1	12,7	12,3	12,2	11,7	11,4	...	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,1	22,5	21,7	21,0	...	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	12/15	01/16
Saldo corriente: eurozona	2,0	2,5	2,7	3,0	3,1	3,2	...
Alemania	6,5	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	...
Francia	-0,8	-0,9	-0,5	0,1	0,2	-0,1	...
Italia	0,9	1,9	2,0	2,0	2,1	...	...
España	1,5	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,2	101,8	93,0	91,1	92,7	92,5	93,5

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	01/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,2	-0,8	-0,4	0,1	0,4	0,1	0,6
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,8	0,2	0,5	1,0	1,3	1,4	1,4
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,0	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,6	2,1	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,5	9,7	11,8	12,4	11,9	11,6	11,3
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,9	-3,1	-4,0	-4,7	-3,9	-3,5	-2,7
Instrumentos negociables	-7,2	3,1	3,9	5,7	2,0	0,7	-3,8	-1,3
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	...

Notas: 1. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 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 · El ritmo de crecimiento sigue siendo robusto

La demanda interna impulsa el crecimiento. Los datos de contabilidad nacional confirman que la economía española creció un 0,8% intertrimestral en el 4T, gracias a la notable aportación de la demanda interna, de 0,6 p. p. Destaca el dinamismo del consumo privado (0,8% intertrimestral), que lleva meses beneficiándose del aumento del poder adquisitivo de los hogares, fruto de la creación de empleo, del descenso de los precios de la energía y de las mejoras en las condiciones financieras. Adicionalmente, la demanda interna también recibió el apoyo de la inversión en equipo, que creció un 1,9% intertrimestral. La demanda externa, después de varios trimestres contribuyendo negativamente al crecimiento, en el último trimestre del año tuvo una aportación positiva, de 0,2 p. p., gracias a la buena evolución de las exportaciones y al moderado avance de las importaciones. De todos modos, en el conjunto de 2015, la demanda externa restó 5 décimas al crecimiento anual del PIB, del 3,2%, mientras que la demanda interna le aportó 3,7 p. p. En 2016, nuestro escenario central contempla que la demanda doméstica continúe expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, y que la demanda externa tenga una aportación ligeramente positiva al crecimiento del PIB, que prevemos que será del 2,8%. Por el momento, la incertidumbre relacionada con el *impasse* político y las turbulencias financieras a nivel global no están afectando a los indicadores de actividad. De todos modos, los riesgos, internos y externos, sobre la evolución de la economía no remiten y siguen estando sesgados a la baja. En consecuencia, para que la recuperación económica prosiga a buen ritmo, será crucial que estos focos de incertidumbre se vayan despejando en los próximos meses.

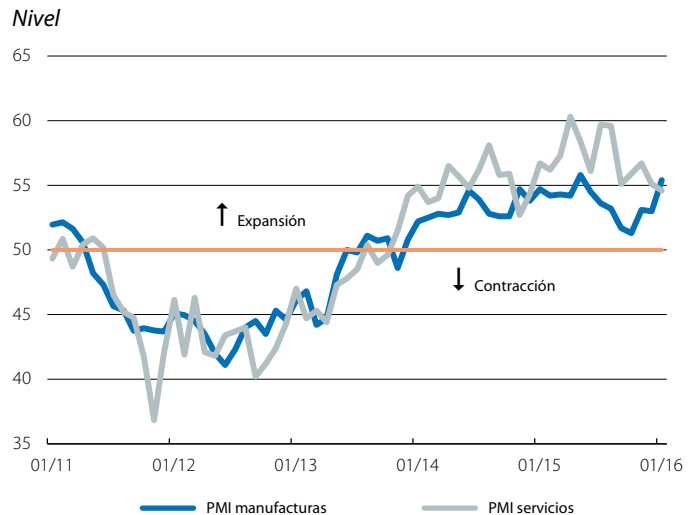
La inversión sigue siendo robusta. Después de un año con un destacado aporte de la inversión en equipo, el índice de sentimiento empresarial (PMI) de enero apunta a un buen inicio de año. En concreto, el índice del sector manufacturero avanzó hasta los 55,4 puntos y se situó por encima del promedio del 4T (52,5). En cambio, su homólogo de servicios retrocedió ligeramente y se situó en los 54,6 puntos, un nivel inferior al promedio del 4T (55,9) pero en una cómoda zona expansiva. El indicador de sentimiento económico (ESI), publicado por la Comisión Europea, también se mantiene en niveles superiores al promedio histórico, a pesar de registrar una moderación del optimismo en los primeros meses del año. En particular, el indicador de confianza del sector industrial ha mostrado una importante corrección, tanto en enero como en febrero, explicada principalmente por el deterioro de las expectativas sobre la cartera de pedidos de la industria. Cabe destacar, por otro lado, que las perspectivas de producción futura han aumentado. Los buenos niveles que han mantenido estos indicadores en los meses de enero y febrero, junto con la buena evolución de los beneficios empresariales (véase el Focus «Los puntos de apoyo de la rentabilidad empresarial») indican que el aporte de la inversión al crecimiento del PIB se mantendrá en niveles elevados en el 1T.

Desglose del PIB y previsiones

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

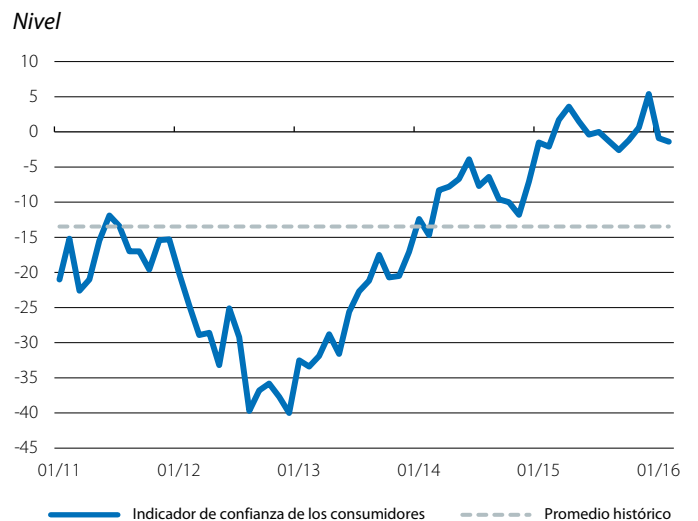
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Indicadores de actividad



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

Confianza de los consumidores



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

El consumo privado se mantiene fuerte. La confianza del consumidor permanece en niveles superiores al promedio histórico, a pesar de disminuir ligeramente en los dos primeros meses del año y situarse en los -1,4 puntos después de registrar importantes avances en 2015. Los buenos datos del índice de confianza del consumidor en este inicio de año sugieren que el consumo privado seguirá impulsando el crecimiento en 2016.

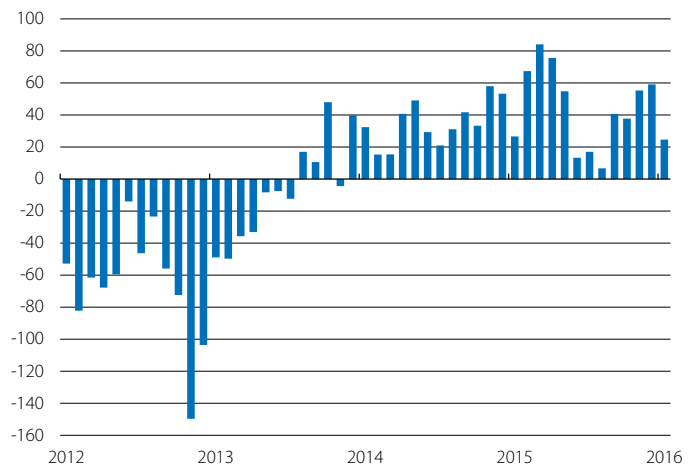
Continúa el dinamismo de la creación de ocupación. Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,6% intertrimestral en el 4T. En el conjunto del año, la tasa de variación se situó en el 3,0%, lo que equivale a la creación de 495.000 puestos de trabajo netos. Las cifras de afiliados a la Seguridad Social de enero confirman la evolución favorable del empleo en 2016. En concreto, los afiliados crecieron un 3,2% interanual, lo que supone un incremento de 24.602 afiliados en términos desestacionalizados. Por su parte, el paro registrado disminuyó un 8,3% y anotó un descenso especialmente marcado en la industria y la construcción. A pesar de los buenos datos de empleo, los incrementos salariales siguen siendo moderados en un contexto en el que el nivel de infrautilización de los recursos en el mercado laboral es muy elevado. Así, la remuneración salarial aumentó un 0,7% en el 4T, lo cual sitúa el incremento anual en un contenido 0,9%. Sin embargo, los salarios pactados en convenio en enero parecen indicar unos aumentos salariales algo superiores, del 1,1%.

La inflación vuelve a sorprender en febrero, y retrocede hasta el -0,8%, principalmente a causa del descenso de los precios de los carburantes y de los alimentos. Esta caída, muy superior a nuestra previsión, sorprende en un contexto en el que el precio promedio del petróleo de febrero fue superior al de enero. Esperamos, no obstante, que la inflación subyacente, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, se haya mantenido estable en el 0,9%, un nivel muy similar al observado en los últimos meses. El descenso de la inflación, mayor del previsto en nuestro escenario central, nos lleva a revisar nuestras previsiones a la baja. En concreto, situamos la inflación en el 0,1% para el conjunto de 2016 (frente al 0,5% anterior). Según estas estimaciones, el bajo precio del petróleo mantendrá la inflación en terreno negativo hasta el verano y luego repuntará al deshacerse el efecto escalón del desplome del petróleo. Por tanto, esperamos que la inflación se haya recuperado hasta cerca del 1,6% a finales de año.

La caída del precio del petróleo contribuyó positivamente al sector exterior en 2015, puesto que supuso un ahorro en la factura energética de 12.000 millones de euros. A pesar de esta reducción del déficit energético y del buen desempeño de las exportaciones no energéticas, que avanzaron un 6,1% anual, el saldo comercial tan solo mejoró en 300 millones de euros debido al aumento de las importaciones (11,6% anual). La balanza de pagos finalizó 2015 en un cómodo superávit de 16.700 millones de euros, equivalente al 1,5% del PIB, una mejora de 0,5 p. p. respecto a 2014 que se explica principalmente por el aumento del saldo de rentas primarias y secundarias y, en menor medida, por la mencionada reducción del déficit comercial. En 2016,

Afiliados a la Seguridad Social *

Variación mensual (miles de personas)

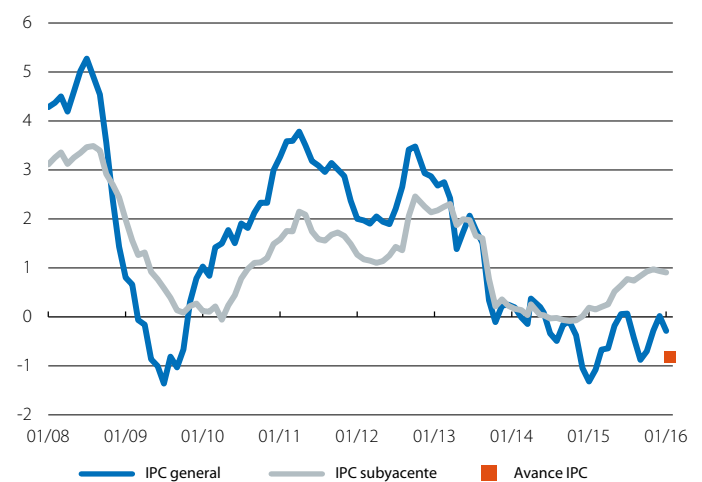


Nota: * Serie desestacionalizada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

IPC

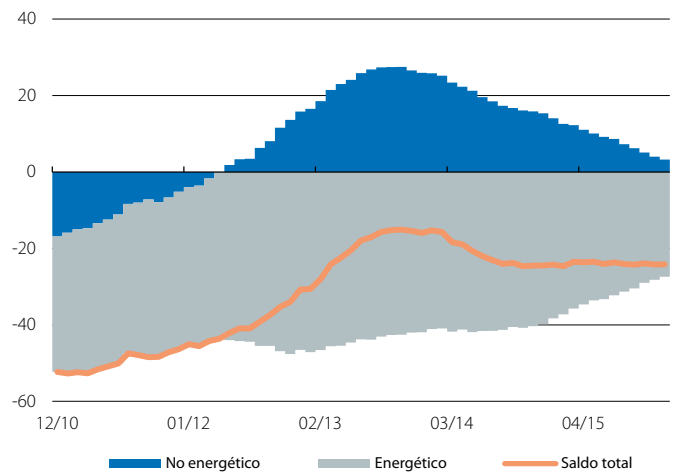
Variación interanual (%)



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

Saldo de bienes *

Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: * Datos nominales.

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

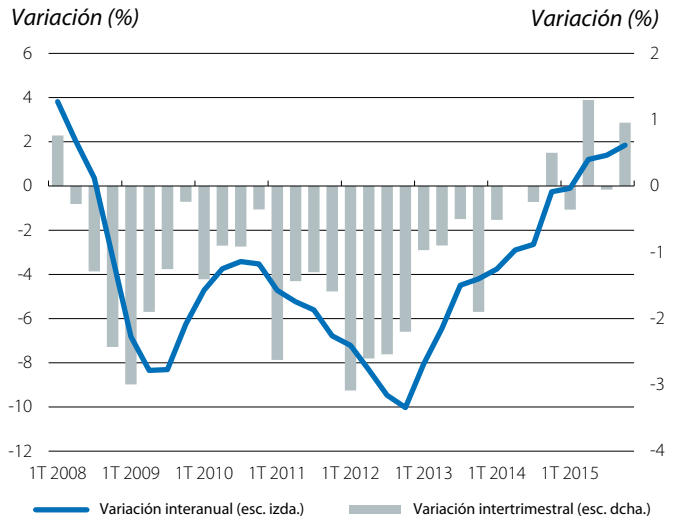
el bajo precio del petróleo seguirá favoreciendo el saldo de bienes, pero es importante seguir adoptando medidas que mejoren el saldo comercial de forma estructural, algo que se pondrá en evidencia a medida que el precio del petróleo se vaya recuperando (véase el artículo «La economía española y el petróleo: una relación estrecha», en el Dossier de este Informe Mensual).

El mercado inmobiliario consolida su recuperación en 2015. En el total del año, las compraventas de viviendas aumentaron un 11,1% respecto a 2014. Por su parte, las hipotecas crecieron un 19,8% interanual en el conjunto del año. Estos datos reflejan el mayor dinamismo de la demanda, que se ha visto impulsada por la buena marcha de la economía, la mejora de las condiciones financieras y la alta rentabilidad de la vivienda respecto a otras inversiones (véase el Focus «La demanda de viviendas toma impulso»). El impulso de la demanda se ha trasladado a los precios de la vivienda, que subieron un 1% intertrimestral en el 4T, según el Ministerio de Fomento. En términos interanuales, el precio avanzó un 1,8%. Por el lado de la oferta, la contabilidad nacional refleja cómo la inversión en construcción de viviendas fue tomando fuerza en 2015 frente a la construcción no residencial. En consecuencia, los visados de inicio de obra crecieron un 29% en noviembre en comparación con noviembre de 2014, según datos acumulados de 12 meses. De cara a los próximos meses, las perspectivas son favorables y se espera que la tendencia alcista de los precios y de la actividad se mantenga, gracias a la mejora de las condiciones de financiación y del mercado laboral y a la escasez de stock en determinadas zonas prime. En consecuencia, el sector seguirá en fase de expansión, aunque con una evolución muy heterogénea entre las distintas provincias.

El aumento del crédito bancario apoya el crecimiento. La evolución positiva del nuevo crédito a hogares durante 2015, que creció un 20% en el acumulado del año, ha reforzado la demanda interna. El nuevo crédito a sociedades no financieras para las pymes se incrementó un 12,9% en el acumulado del año y el avance de nuevo crédito para las grandes empresas se situó en un 7,7%. El crédito hipotecario creció un notable 33,4%, impulsado por la estabilización de los precios de la vivienda y por el aumento de las transacciones inmobiliarias. Por otro lado, las bajas tasas de morosidad ponen de relieve el saneamiento del sistema bancario español. En los últimos dos años, la morosidad se ha reducido en 3,5 p. p. desde el máximo alcanzado en diciembre de 2013.

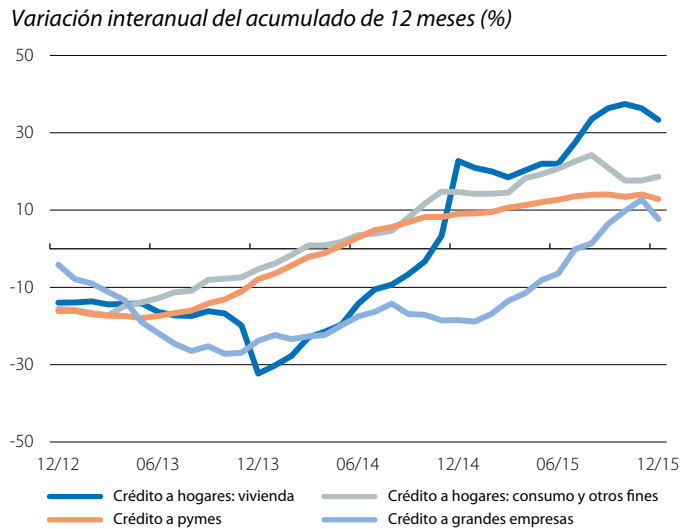
La deuda pública muestra signos de estabilización. La deuda pública cerró el año en el 99,0% del PIB. El elevado nivel, a pesar de ser algo inferior al esperado, pone de manifiesto la importancia de seguir con los esfuerzos de consolidación fiscal. En este sentido, la Comisión Europea alertó de que la elevada cifra de deuda hace que la economía española sea vulnerable a shocks en las condiciones de financiación internacionales. En este contexto, el margen para adoptar una política fiscal expansiva es muy limitado.

Precio de la vivienda



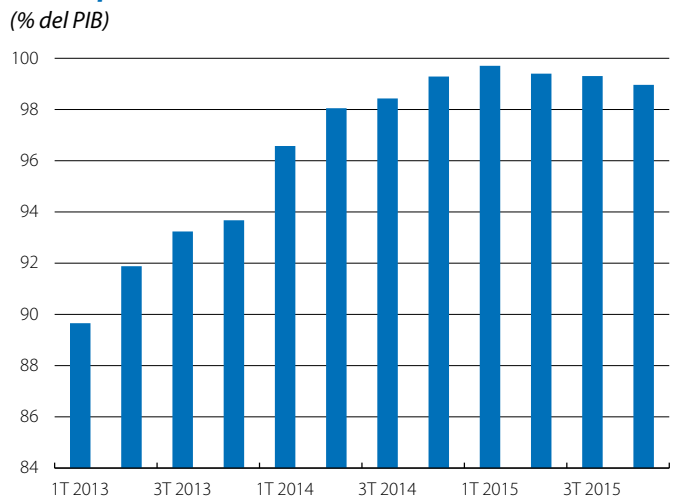
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.

Nueva concesión de crédito



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

Deuda pública



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

FOCUS · ¿Cómo afecta la modalidad de contrato a la productividad?

La tasa de asalariados con contrato temporal en España, del 26,2% en el 3T 2015, casi duplica la del promedio de la Unión Europea, del 14,8%, y es una de las particularidades del mercado de trabajo español que incide negativamente en su productividad.¹ La tipología de contrato repercute en la productividad a través de dos vías: la inversión en formación por parte del empresario y los incentivos al esfuerzo por parte del trabajador. Cuanto más capital humano se acumule y más se esfuerce el trabajador, mayor será la productividad.

Empecemos por la primera vía, la inversión en capital humano según el tipo de contrato. Un análisis del caso español a partir de la Encuesta de Población Activa muestra que los trabajadores con contrato temporal reciben menos formación no reglada de la empresa que aquellos con contrato indefinido, lo que reduce su desarrollo profesional y, en última instancia, su productividad (véase el primer gráfico). En concreto, en 2014, un 3,7% de los asalariados con contrato temporal había realizado estudios no oficiales durante las últimas cuatro semanas, frente al 6,2% de los asalariados con contrato indefinido.² Cabe aclarar que el principal objetivo de los cursos que recibieron la mayoría de empleados fue ofrecer formación relacionada con la ocupación que desempeñaban.

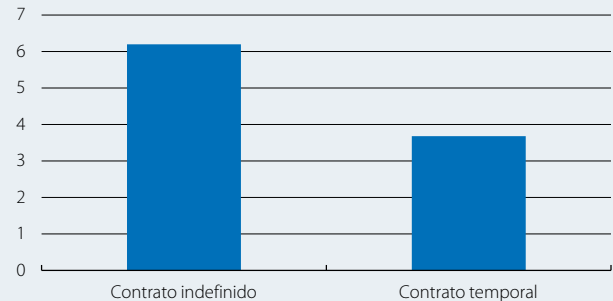
Otra muestra de que los empleados con contrato temporal acumulan menos capital humano la proporcionan los resultados de la encuesta de habilidades de adultos de la OCDE: los trabajadores con contrato temporal en España utilizan menos competencias³ en sus puestos de trabajo que aquellos con contrato indefinido, incluso si se tienen en cuenta las diferencias de nivel educativo y ocupación (véase el segundo gráfico).⁴ Además, este diferencial en el uso de habilidades entre modalidades de contrato es mayor en España que en el conjunto de la OCDE, lo que señala las importantes consecuencias de la dualidad en el mercado laboral, mayor en el caso español.

La segunda vía, la relación entre esfuerzo y productividad en función del tipo de contrato, es menos evidente. Por ejemplo, no todos los contratos temporales tienen el mismo efecto sobre el esfuerzo. Si fueran de selección (esto es, contemplaran un periodo de prueba antes de convertirse en indefinidos), los trabajadores estarían más incentivados a esforzarse porque percibirían una mayor probabi-

lidad de conseguir un contrato fijo. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que esa no es la norma en España. Tan solo el 21% de los asalariados con contrato temporal consigue uno indefinido después de un año, el 56% sigue con el temporal y el resto va al paro.⁵ Por tanto, la mayoría de los contratos temporales no son de selección sino eventuales, una modalidad que entraña un menor esfuerzo, puesto que los trabajadores asumen que lo más probable es que pierdan el empleo independientemente de su nivel de dedicación. En cuanto a los contratos indefinidos, tampoco influyen de igual manera sobre esta variable: los empleados con contratos indefinidos con costes de despido altos podrían tener menos incentivos a esforzarse porque la probabilidad de que los despidan no está correlacionada con su productividad. En cambio, los trabajadores con contratos indefinidos con costes de despido más moderados probablemente se esfuerzan más. En definitiva, queda margen de maniobra para encontrar fórmulas contractuales que consigan aumentar la inversión en formación y esfuerzo, dos ingredientes fundamentales para mejorar la productividad.

Formación con participación de la empresa según el tipo de contrato

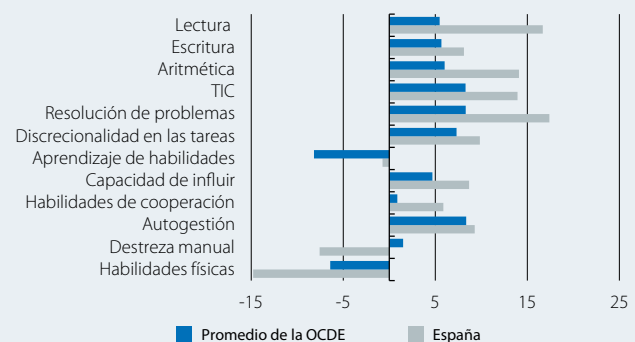
(% de trabajadores que recibieron formación fuera de los planes oficiales de estudio en las últimas cuatro semanas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA, Variables de submuestra, 2014).

Uso de habilidades en el puesto de trabajo según el tipo de contrato

Diferencia entre el contrato indefinido y temporal * (%)



Nota: * La estimación tiene en cuenta las diferencias en el nivel educativo y en las ocupaciones. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (Survey of Adult Skills, PIAAC).

1. Una parte de esta diferencia se puede explicar por el mayor peso en España de sectores con una elevada estacionalidad, como el turismo.
 2. El diferencial en la incidencia de formación entre los trabajadores con contrato temporal e indefinido persiste una vez se tienen en cuenta factores socioeconómicos como la edad y el nivel de educación.
 3. A modo ilustrativo, las competencias de aritmética en el puesto de trabajo implican el uso de números, cantidades, estadística o matemáticas: el cálculo de precios, costes o presupuestos; el uso de fracciones, decimales o porcentajes; elaboración de gráficos, tablas o esquemas; análisis de regresión, etc.
 4. Véase «OECD Skills Outlook 2013: First Results from the Survey of Adult Skills».

5. Véase Serra, S. (2015), «Temporary Contracts' Transitions: the Role of Training and Institutions», Banco de Portugal.

FOCUS · Los puntos de apoyo de la rentabilidad empresarial

Las empresas son el motor de la economía. De ellas dependen la creación de empleo, tan necesaria para dinamizar el mercado laboral, y la inversión, que debe aumentar el potencial de crecimiento de la economía a largo plazo. Para que las empresas puedan llevar a cabo estas funciones cruciales para la recuperación, deben contar con un balance financiero lo suficientemente saneado y ser capaces de generar una rentabilidad que compense la asunción de riesgos del empresario. En este Focus examinamos el estado de salud del sector empresarial a partir de los datos de la contabilidad nacional, que permiten analizar la evolución de las sociedades privadas no financieras de forma agregada.

Como se observa en el gráfico, los beneficios empresariales han empezado a despegar. En el 3T 2015, el excedente bruto de explotación (EBE)¹ generado por las sociedades no financieras creció un 3,1% interanual,² un aumento notable comparado con el retroceso del 0,1% en 2014. De hecho, el EBE se mantuvo prácticamente estancado entre 2008 y 2014 a causa de la caída de las ventas y el cierre de muchas empresas, lo que rompió una larga tendencia alcista. El incremento de los márgenes empresariales brutos, resultado del esfuerzo en la contención de costes y en el aumento de la productividad que muchas empresas llevaron a cabo para hacer frente a la caída de las ventas, evitó la caída del EBE. En efecto, la evolución temporal de la ratio entre el EBE y el valor añadido bruto (VAB)³ de las sociedades no financieras, una aproximación a los márgenes empresariales brutos a nivel agregado, muestra que han tenido un comportamiento contracíclico durante la última fase recesiva.⁴ Sin embargo, desde el 1T 2014, se observa un cambio de tendencia en esta ratio, lo que indicaría que los márgenes brutos se están ajustando, progresivamente, al calor de la mayor actividad económica y del crecimiento de la facturación.

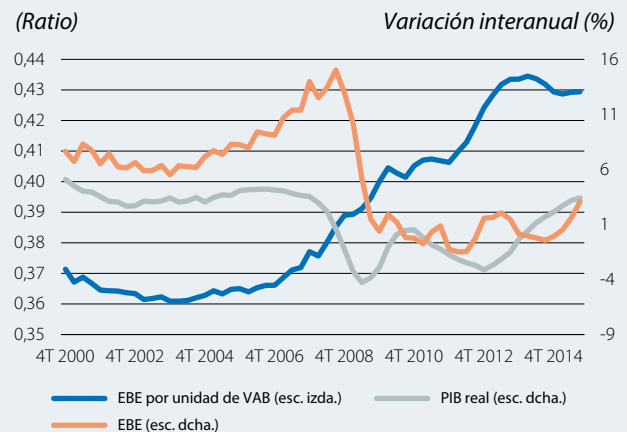
Ciertamente, el principal punto de apoyo de los beneficios empresariales en la actual etapa de recuperación es el incremento de las ventas. Las empresas se han beneficiado del dinamismo del consumo privado, favorecido, a su vez, por la creación de empleo y la mejora de la confianza. El VAB empezó a crecer en el 2T 2014 y ha ido acelerando su ritmo de avance hasta el 3,7% interanual

en el 3T 2015; pero, a diferencia de lo que ocurre con el EBE, el VAB todavía se encuentra un 6% por debajo de su nivel precrisis.

Además, las empresas están recibiendo el apoyo de dos elementos adicionales. En primer lugar, la contención salarial. Si bien la remuneración de los asalariados anotó un crecimiento del 4,1% interanual en el 3T 2015, este incremento se explica en su totalidad por el aumento del número de ocupados (3,1% interanual), ya que la remuneración por asalariado sigue prácticamente estancada (0,9% interanual). En segundo lugar, la reducción de los gastos financieros, gracias, sobre todo, a la reducción de los tipos de interés que pagan las empresas por su deuda y también, aunque en menor medida, a la disminución del nivel de deuda. En concreto, entre el 2T 2012 y el 3T 2015, los gastos financieros se redujeron en 25.442 millones de euros. Un 87% de esta reducción se explica por el descenso del coste medio de la deuda del 3,0% al 1,4% y el resto, por la reducción del endeudamiento en este periodo (equivalente a 24 p. p. del PIB).

En definitiva, 2015 ha sido un buen año para el sector empresarial. Además, la revisión de los factores que están apoyando su recuperación sugiere que esta tendencia positiva se mantendrá en 2016.

Margen empresarial, EBE y crecimiento económico



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

1. El EBE es igual al valor añadido bruto (VAB) menos la remuneración de los asalariados y los impuestos a la producción y la importación. Cabe recordar que el EBE no puede ser interpretado directamente como el beneficio empresarial, ya que incluye, entre otros factores, la remuneración del capital y la depreciación.

2. Todos los datos de este Focus son acumulados de cuatro trimestres.

3. El VAB es igual a la producción de bienes y servicios menos los consumos intermedios.

4. Esta ratio debe entenderse como una aproximación agregada a los márgenes empresariales pero presenta ciertos problemas de interpretación y medición. Véase «La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras», Boletín Económico, diciembre de 2013, Banco de España.

FOCUS · La demanda de viviendas toma impulso

La recuperación del mercado inmobiliario se va afianzando mes a mes. Una muestra de ello es que en 2015 las compraventas de viviendas se incrementaron un 11,1% respecto a 2014. Además, todo sugiere que los distintos factores que están apoyando la recuperación del sector se consolidarán en los próximos trimestres.

A grandes rasgos, los factores que están impulsando las compraventas de viviendas se pueden dividir en dos grupos. Los factores demográficos, que inciden en la formación de nuevos hogares, y factores de índole económica como la compra de inmuebles por motivos de inversión, de cambio de vivienda habitual o de compra de una segunda residencia. Actualmente, los factores económicos son los principales responsables de la recuperación de la demanda de vivienda. La buena marcha de la economía, reflejada en un incremento de la renta disponible y de la riqueza del conjunto de las familias, en menores tasas de paro y en una mayor confianza de los consumidores, actúa como el principal impulsor de la demanda doméstica. Además, la mejora de las condiciones financieras también está contribuyendo a la recuperación: la nueva concesión de crédito hipotecario creció un 33,4% en 2015 y los tipos de interés para la adquisición de vivienda se redujeron hasta el 1,98%. Por otro lado, en un entorno de alta liquidez, la rentabilidad de la vivienda,¹ que se situó cerca del 4,6% en el 3T 2015, muy por encima de la de otras inversiones, como la deuda pública, está incentivando el apetito inversor en el sector. En particular, la demanda foránea muestra un gran dinamismo. Las compraventas realizadas por extranjeros representaron el 19,4% del total en el 3T 2015 (8,7% en el 3T 2008)² y la entrada de capital extranjero en actividades inmobiliarias es cada vez más significativa. Concretamente, en el 3T 2015 entraron 2.670 millones de euros en términos netos, un registro claramente por encima de los 1.450 millones de 2013.³

La formación de nuevos hogares, en cambio, sigue adormecida. En los dos últimos años, el saldo migratorio ha sido negativo, lo que ha provocado una caída de la población en términos netos. Ello, junto con el impacto que tuvo la recesión económica, hace que la creación de hogares se mantenga en niveles muy bajos. Por ejemplo, en los últimos dos años se crearon, en promedio, 75.000 hogares al año, lo que representa solo un 19% de la formación neta de hogares de 2008.

A corto plazo, la creación de hogares ganará intensidad a medida que el crecimiento económico se traslade a la población en edad de emancipación, a través de mejoras en la evolución de la tasa de paro juvenil y de la renta disponible. A ello se le sumará la demanda de vivienda la-

tente compuesta por todos aquellos hogares que no se formaron como consecuencia del empeoramiento de las condiciones económicas desde el inicio de la crisis (véase el primer gráfico).

De todas formas, más allá del impacto que los factores económicos puedan tener sobre la creación de hogares, a medio y largo plazo todo indica que los factores demográficos la mantendrán en cotas inferiores a las observadas durante el último ciclo expansivo. Por ejemplo, según estimaciones del Banco de España, a medio plazo la creación anual neta de hogares se situaría en 238.000, en el escenario más favorable.⁴

En resumen, la mejora del ciclo económico está apoyando la demanda de viviendas y reactivando el sector inmobiliario. Ahora que el ciclo alcista empieza a consolidarse, es momento de seguirlo de cerca para que no se vuelvan a cometer los errores del pasado.

Creación neta de hogares y paro juvenil

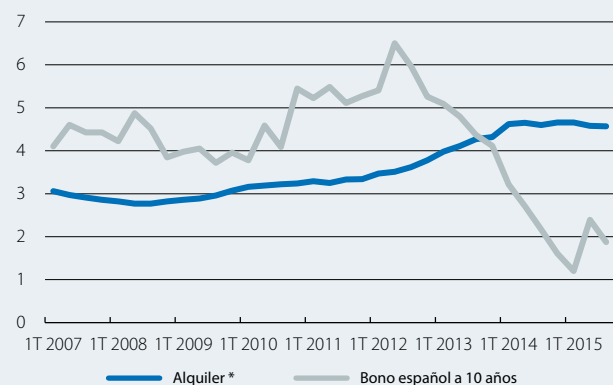
(Miles de hogares) (% de la población activa entre 25 y 29 años)



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

Rentabilidad del alquiler y del bono a 10 años

(%)



Nota: * Se calcula como el alquiler medio anual por m² dividido por el precio medio por m² de los 12 meses anteriores.

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

4. Véase «Creación de hogares y necesidades de vivienda nueva principal a medio plazo», Boletín Económico, octubre de 2015.

1. La rentabilidad del alquiler se calcula como el alquiler medio anual por m² dividido por el precio medio por m² de los 12 meses anteriores.
 2. Datos acumulados de cuatro trimestres.
 3. Datos acumulados de cuatro trimestres, a partir de «Datos de inversión extranjera en España», Datainvox, Ministerio de Economía y Competitividad.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

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

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	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	01/16
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	1,5	2,2	2,4	2,7	2,8	3,0
Construcción	-1,6	4,7	4,6	5,6	4,6	4,1	3,7	3,3
Servicios	2,2	3,5	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,0	3,8	3,6	3,6	3,6	3,7
No asalariados	2,2	1,9	2,4	2,2	1,7	1,4	1,3	1,1
TOTAL	1,6	3,2	2,9	3,5	3,3	3,2	3,2	3,2
Población ocupada²	1,2	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	-	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	18,8	12,3	24,1	7,7	9,7	7,6	8,0	4,5
Temporales	13,1	11,2	12,2	11,2	9,7	11,8	15,8	1,9
TOTAL	13,4	11,3	13,2	10,9	9,7	11,5	15,2	2,1
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-9,8	-9,3	-13,4	-11,7	-11,8	-12,1
Resto de edades	-5,3	-7,2	-6,1	-7,4	-7,7	-7,5	-7,6	-7,9
TOTAL	-5,6	-7,5	-6,5	-7,6	-8,2	-7,9	-8,0	-8,3

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

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

Precios

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

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

Sector exterior

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

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

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

Sector público

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

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15	11/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,9	-5,9	-0,7	-3,0	-3,1	-	...
Estado ¹	-4,9	-3,9	-1,0	-2,1	-2,4	-2,2	-2,6
Comunidades autónomas	-1,6	-1,7	-0,2	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3
Corporaciones locales	0,6	0,6	0,1	0,2	0,3	-	...
Seguridad Social	-1,1	-1,0	0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Deuda pública (% PIB)	93,7	99,3	99,7	99,3	99,3	-	...

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	Saldo 12/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-6,2	-4,1	-4,8	-4,1	-4,2	-3,2	-2,8	1.643,6
Empresas no financieras	-7,0	-4,4	-5,4	-4,3	-4,7	-3,1	-2,4	920,1
Hogares ³	-5,1	-3,7	-4,2	-3,7	-3,6	-3,3	-3,3	723,5
Administraciones públicas ⁴	6,9	4,2	5,0	4,0	3,8	3,9	3,5	1.069,9
TOTAL	-1,8	-1,1	-1,3	-1,1	-1,3	-0,5	-0,4	2.713,5
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-0,9	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-0,5	-0,1	1.159,2
A la vista	10,8	18,5	17,9	19,5	18,8	17,7	16,9	384,4
De ahorro	5,8	12,9	10,5	12,3	13,7	15,2	14,6	254,2
A plazo	-7,6	-15,3	-13,5	-15,5	-16,3	-15,8	-15,1	499,1
En moneda extranjera	1,1	5,6	8,9	10,5	5,1	-2,3	-0,8	21,4
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-11,4	-11,5	-14,0	-15,1	-20,7	102,5
TOTAL	-1,7	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3	-1,9	-2,1	1.261,7
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	12,1	11,0	10,7	10,1	10,1	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	59,2	58,5	60,0	60,6	59,2	59,2	-

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.

PETRÓLEO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO

La convulsa vida del precio del petróleo

El espectacular descenso del precio del petróleo en los últimos años ha reavivado el interés por el estudio de los determinantes de esta importante variable para la economía internacional. Los conocimientos que brinda la experiencia histórica ayudan a entender la lógica de lo acontecido.

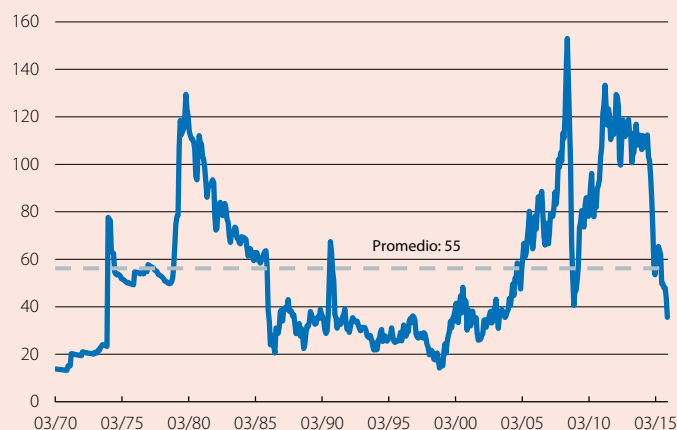
El marco conceptual de la determinación del precio del petróleo no es otro que la ley de la oferta y la demanda, a la que se incorporan ciertos elementos singulares de este mercado. Por el lado de la oferta, resulta pertinente destacar seis, de cara a lo que posteriormente veremos. Primero: el crudo es, en principio, un recurso agotable, si bien los descubrimientos de nuevas reservas han sido incesantes y de gran envergadura. Segundo: los costes de extracción varían mucho entre regiones (por la geología) y a lo largo del tiempo (por las innovaciones tecnológicas). Tercero: muchos yacimientos se encuentran en países conflictivos en términos geopolíticos. Cuarto: algunos de los principales productores han constituido un cartel (la OPEP) y uno de ellos (Arabia Saudí) goza de una situación dominante gracias a sus ingentes reservas y su bajo coste de extracción. Quinto: la elasticidad-precio a corto plazo de la oferta es muy baja, porque se requieren grandes inversiones y mucho tiempo para aumentar la capacidad productiva y porque los costes variables son pequeños en relación con los fijos; sin embargo, la elasticidad a medio y largo plazo es notablemente mayor. Sexto: el número de barriles extraídos diariamente de cada pozo desciende con rapidez tras la puesta en funcionamiento inicial (declive por causas geológicas y de ingeniería).

Por el lado de la demanda, cuatro son los principales rasgos distintivos. Primero: la elasticidad-precio a corto plazo es baja porque el petróleo se utiliza básicamente en el transporte, un servicio casi de primera necesidad para el que no existen, hasta el momento, fuentes de energía sustitutivas a gran escala; sin embargo, a medio y largo plazo, la elasticidad-precio es sensiblemente mayor (en virtud de cambios en los hábitos del consumidor o gracias a innovaciones tecnológicas en la eficiencia energética o en las fuentes de energía sustitutivas, etc.). Segundo: la elasticidad-renta es baja en los tramos de renta inferior y superior, y es alta en el tramo intermedio (las familias cuya renta no alcanza determinado umbral tienen difícil acceder a un vehículo, mientras que, para las familias con renta elevada, el consumo de combustible es poco sensible a variaciones en la misma). Tercero: tanto el crudo como las gasolinas y otros refinados se pueden almacenar en superficie por largo tiempo, lo que permite atender las demandas de *stock* por motivo precaución y por motivo especulación (existen, además, mercados organizados de futuros que facilitan la financiarización). Cuarto: el consumo de petróleo genera importantes externalidades negativas (contaminación y cambio climático), lo que le convierte en objetivo de las políticas públicas (impuestos, etc.) y del activismo social.

La influencia combinada de estos elementos y su interacción con las variables de índole macroeconómica (intensidad y composición del crecimiento internacional, tipos de cambio, etc.) han ido moldeando la demanda, la oferta y, en consecuencia, la cotización del crudo a lo largo del tiempo. El primer gráfico presenta la evolución desde 1973 del precio del barril de petróleo de la variedad Brent en términos reales, es decir, expresado en dólares que mantienen en todo momento el mismo poder adquisitivo que en 2015 (normalizándolo, en este caso, con el IPC de EE. UU.). Destacan tres hechos estilizados.

En primer lugar, apenas se aprecia la tendencia alcista de muy largo plazo del precio real que cabría esperar de su condición de recurso agotable. Aunque no se muestre en el primer gráfico, merece la pena señalar que, desde finales del siglo XIX (cuando el uso del petróleo adquiere relevancia) y hasta 1973 (fecha del embargo de la OPEP como respuesta a la Guerra del Yom Kippur), el precio real evolucionó de manera bastante estable dentro de una franja relativamente estrecha entre 12 y 35 dólares de 2015. Este comportamiento cuadra bien con los rasgos del mercado durante aquella larga etapa (que algunos deno-

Precio del petróleo en términos reales *
\$/barril



Nota: * En dólares de 2015, normalizado con el IPC de EE. UU. ajustado estacionalmente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

minan la «edad dorada» del petróleo): sensación de abundancia, extracción fácil (piénsese en los campos de Texas y de los países árabes), regulaciones estrictas encaminadas a controlar el precio y predominio de contratos de larga vigencia entre las partes. El *shock* de 1973 supuso un cambio brusco hacia un nuevo régimen, caracterizado por la percepción de estar ante un recurso natural crítico para el funcionamiento de la economía mundial, con riesgos elevados respecto a la continuidad del suministro, abocados a costes de extracción crecientes y, especialmente preocupante, un horizonte más o menos lejano, pero inexorable, de agotamiento de las reservas (*peak oil*). Sin embargo, la realidad ha deparado descubrimientos continuos de nuevos yacimientos, hasta el punto de que, contra lo que se esperaba, las reservas probadas extraíbles no han dejado de crecer durante estas cuatro décadas. Primero, por el hallazgo de campos convencionales en nuevos enclaves (Rusia, Venezuela, Nigeria, etc.) y, después, gracias a los logros en la extracción de depósitos no convencionales (aguas profundas, arenas bituminosas, *shale oil*, etc.). Además, aunque la explotación de estos últimos es mucho más compleja, las mejoras tecnológicas y de procesos han conseguido contener los costes sensiblemente por debajo de lo que se temía. Estos factores explican la ausencia de una tendencia alcista del precio real durante estas cuatro décadas. A ello se ha añadido, más recientemente, la cuestión del cambio climático, que, al fin y al cabo, suscita una creciente percepción (entre productores y consumidores) de que difícilmente será viable quemar todas las reservas conocidas de combustibles fósiles, lo que significa que buena parte de ellas podrían quedarse definitivamente bajo el suelo (*stranded oil*).

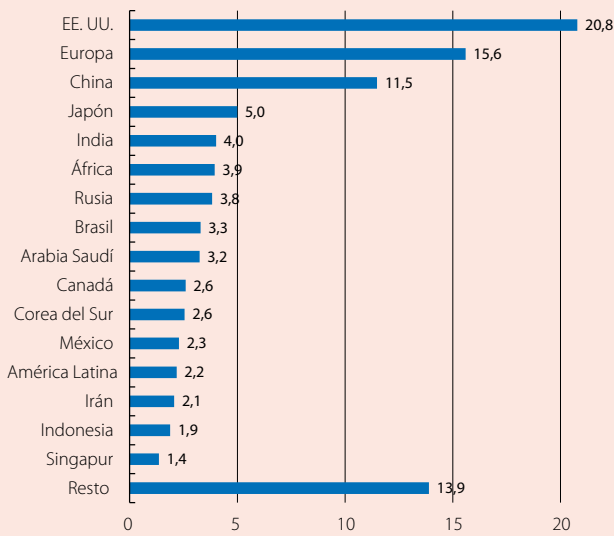
Si algo diferencia el comportamiento del precio real del crudo desde 1973 respecto a la «edad dorada» es el gran aumento de la inestabilidad. En efecto, el segundo hecho estilizado destacable es la presencia de dos grandes movimientos de medio plazo (que podríamos calificar como superciclos) y el tercero es la aparición de múltiples fluctuaciones de corto plazo.

La gestación de los dos superciclos se explica razonablemente bien a partir de la interacción de tres factores: como trasfondo, el despliegue prolongado de una demanda de transporte anormalmente intensa; como aditivo, los cambios en el poder de mercado de la OPEP, y, como catalizador, el juego de las elasticidades a corto y medio plazo. El primer superciclo es famoso porque el inicio de su fase alcista tuvo lugar de manera súbita con el embargo antes mencionado de 1973, evento que inauguró una etapa durante la cual la OPEP se propuso y consiguió regular la oferta (con el refuerzo de la Revolución de Irán, en 1978). Pero la contribución del lado de la demanda fue también muy importante: en la segunda mitad de las décadas de 1960 y 1970, tuvo lugar un formidable aumento del parque de automóviles en EE. UU. y Europa, alimentado por el desarrollo de las clases medias y la entrada en edad laboral de la generación del *baby boom*. De hecho, este contexto de demanda estructural fuerte facilitó la disciplina interna del cartel. Además, dado que las elasticidades a corto plazo resultaron ser muy bajas, el precio se disparó durante un tiempo por encima de su equilibrio a largo plazo (con el plus del impacto de la guerra entre Irán e Irak, en 1980). Pero esto mismo puso las semillas del movimiento de vuelta, en tanto que introdujo incentivos para moderar el consumo de combustible, mejorar la eficiencia de los motores, buscar fuentes alternativas, y explorar en búsqueda de nuevos yacimientos. Cuando esto ocurrió y el precio empezó a descender (con el factor añadido de la Recesión Volcker de 1981 en EE. UU.), la OPEP fue perdiendo disciplina, acentuando la caída del precio. Durante una temporada, Arabia Saudí intentó sostener el precio sacrificando su producción, pero ante la constatación de que los cambios en la oferta y la demanda iban a ser duraderos, en 1986 cejó en su empeño y provocó un importante desplome del precio (que volvió al nivel previo a 1973 en términos reales).

Se abrió paso luego una etapa salpicada de fluctuaciones de corto plazo, pero sin grandes variaciones de medio plazo hasta 2001, fecha en la que podemos situar el inicio del segundo superciclo. Los paralelismos con el primero son notables: China aportó la demanda extra e inesperada de combustible para transporte (véanse el segundo y el tercer gráfico), la OPEP recuperó cierta disciplina y las bajas elasticidades de corto plazo ejercieron su papel (con el plus del efecto de la financiarización especulativa de las materias primas en el marco de la burbuja financiera de 2007). Pero transcurrido algo de tiempo (y después de la sacudida de la Gran Recesión), de nuevo se activaron los incentivos conducentes a un aumento de la oferta a medio plazo, en especial la búsqueda y puesta en producción de nuevos yacimientos de la mano de la revolución del *fracking* y del *shale oil*. Este fenómeno resultó ya bien perceptible hacia 2011-2012, periodo a partir del cual el precio real empezó un suave declive. En 2014, la perspectiva de transformación y desaceleración económica en China aumentó la presión bajista. Se repitió a partir de ahí la pauta de principios de los ochenta: la OPEP perdió de nuevo cohesión y hasta la fecha no ha hecho ningún intento serio de moderar la oferta. De hecho, más bien se aprecia una rivalidad enconada entre sus miembros, con vistas a defender cuota de mercado (máxime tras la reanudación de la extracción en Irán). Un elemento trascendental ha sido la estrategia de Arabia Saudí, que, para sorpresa de muchos, decidió durante 2014-2015 elevar su producción, posiblemente por la percepción de que el *shale oil* y el *stranded oil* no son fenómenos pasajeros, sino cambios estructurales en el mercado del petróleo.

Consumo de petróleo en 2013

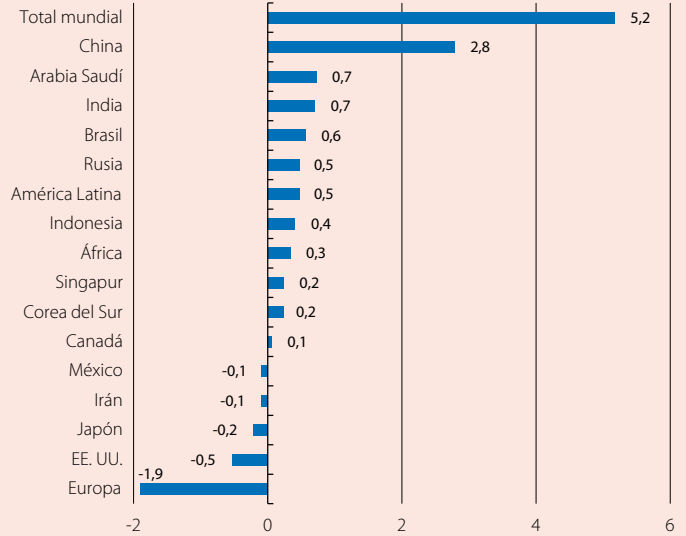
(% total mundial)



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

Crecimiento del consumo de petróleo entre 2008 y 2013

(Millones de barriles diarios)



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

Las fluctuaciones de corto plazo han presentado perfiles variados en cuanto a intensidad, duración y frecuencia. Su aparición ha sido fruto, por lo general, de dos tipos de causas. Primero, los conflictos geopolíticos, como la Guerra Irán-Irak (1980-1988) antes referida, la invasión de Kuwait en 1991 o la Segunda Guerra del Golfo en 2003. Este tipo de eventos han provocado repuntes súbitos pero relativamente efímeros, puesto que no han causado cortes prolongados en las cadenas de extracción y transporte. De hecho, el principal mecanismo por el que han afectado al precio ha sido el aumento de la demanda por motivo de precaución. Segundo, las variaciones inesperadas en el consumo de combustibles ligadas al ciclo macroeconómico, como la recesión de los países occidentales en 1991-1992, la crisis asiática en 1997, la Gran Recesión en 2009 y la crisis de los países emergentes en 2014-2015. Este tipo de fluctuaciones suelen ser más largas que las geopolíticas y adoptan un patrón común: la caída inicial del precio desincentiva la inversión en la exploración de nuevos pozos y al cabo de unos pocos meses la capacidad efectiva de producción disminuye a causa del declive, de modo que, cuando se recupera la demanda de combustibles, aflora una escasez que se traduce en repuntes pronunciados del precio del crudo.

En definitiva, durante los últimos años, tanto los factores de corto, como los de medio e incluso los de largo plazo, y tanto del lado de la oferta como de la demanda, han confluído a modo de tormenta perfecta sobre el precio del petróleo. Tras su rápido desplome, ahora cotiza a un nivel similar en términos reales al del periodo 1986-2001 y solo un poco por encima del prevalente durante la «edad dorada». Este episodio ha constituido, sin duda, uno de los más remarcables dentro de una vida ya de por sí muy agitada. El siguiente artículo de este Dossier presenta algunas claves respecto a los capítulos que nos esperan en adelante.

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

Perspectivas del precio del petróleo

Nadie reivindica haber predicho, ni siquiera de lejos, el espectacular desplome del 75% que sufrió el precio del petróleo entre junio de 2014 y diciembre de 2015. El carácter absolutamente excepcional de la confluencia de fuerzas que se produjo en tan breve tiempo constituye una disculpa comprensible. Pero lo cierto es que esta variable ha tenido casi siempre la rebelde costumbre de frustrar los pronósticos de los expertos. Con estos precedentes, conviene tomar los ejercicios de prospectiva con cautela, a modo de referencias orientativas. En este sentido, y todavía con la tormenta activa, nuestra valoración apunta, con elevada convicción, hacia un precio a medio plazo (unos cinco años) claramente por encima del actual. La senda hasta entonces está plagada de incógnitas, aunque lo más probable es que la recuperación ya sea perceptible antes de acabar este año. Respecto al largo plazo, no parece haber motivos para que el precio promedio en términos reales se aleje mucho del nivel observado durante las últimas cuatro décadas.

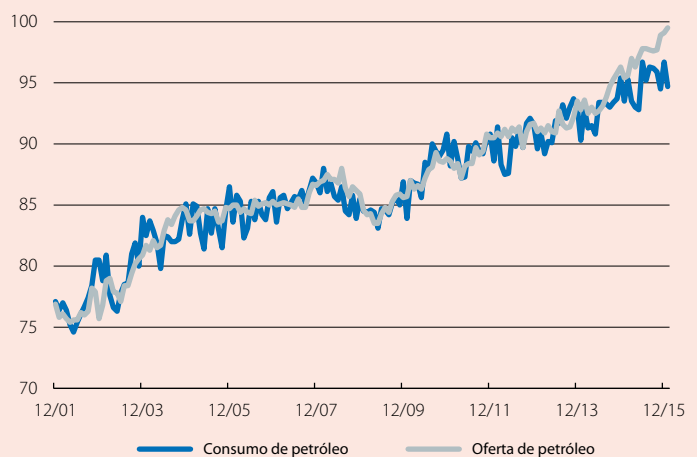
El escenario de una subida significativa del precio del crudo a medio plazo se sustenta en factores tanto del lado de la demanda como de la oferta, que interaccionarán según un patrón similar al que ha venido deparando la experiencia histórica descrita en el artículo previo de este Dossier. En el lado de la demanda, la evolución económica de los países emergentes, con China al frente, va a ser el determinante clave. Se solapan aquí las dimensiones cíclica y estructural. Respecto a la primera, pensamos que la mayoría de economías emergentes conseguirán, no sin tropiezos, recuperar el pulso tras varios años de adversidades. Los problemas aparecieron por la suma de ciertos desequilibrios internos (déficit de cuenta corriente, inflación, etc.), las perturbaciones derivadas de las idas y venidas de los flujos de capital internacionales (a su vez provocadas por la política monetaria de la Reserva Federal y otros bancos centrales de los países desarrollados) y la transformación y desaceleración de la economía china (que está frenando su consumo de materias primas). Posiblemente, la primera parte de 2016 constituya el valle de este ciclo y, contra el pesimismo ahora reinante, la recuperación no tarde en empezar. La estabilización de la economía china, en el sentido de conseguir el deseado y saludable cambio de modelo sin descarrilar, es un requisito básico. Si, como esperamos, eso es lo que ocurre, las condiciones serán propicias para el despliegue de fuerzas estructurales, en la propia China y en otros importantes países emergentes, que conducirán a un notable aumento de la demanda de crudo.

En efecto, más allá de los inevitables ciclos, es evidente que, desde que se superó la crisis asiática de la segunda mitad de la década de 1990, tanto el desarrollo industrial como el progreso social (expansión de las clases medias) ganaron consistencia en los países emergentes, de modo que muchos ya están cerca o han sobrepasado los umbrales que aceleran la demanda de transporte. Años atrás, el petróleo bien merecía su apodo de «oro negro», ya que era realmente prohibitivo. Pero los países no desarrollados cada vez tienen una cuota mayor del PIB mundial, tanto si se mide en paridad de poder adquisitivo como en dólares corrientes. Este progreso conlleva un aumento muy significativo de las flotas de vehículos industriales y, especialmente, la llegada de muchas familias a los niveles de renta que permiten la compra de un automóvil. Por ejemplo, en 2015, las ventas de vehículos privados en China alcanzaron los 15 millones (cerca de los 17 millones de EE. UU.). Dado que solo el 25% de las familias chinas dispone de automóvil (frente a un 95% en EE. UU.), todavía queda mucho recorrido por delante en ese país. Y a China le seguirán, en un futuro cercano, otros países como la India, Indonesia, Pakistán, Bangladés, Brasil o Turquía, que suman más de 2.000 millones de habitantes.

En las economías desarrolladas, el principal motivo para esperar cierto aumento de la demanda de crudo a medio plazo es de otra índole: las condiciones actuales de petróleo barato tienden a propiciar y consolidar hábitos de consumo sesgados hacia las gasolinas, a la vez que desincentivan la inversión (privada y pública) en eficiencia energética y en el desarrollo de fuentes alternativas (por ejemplo, en el ámbito del coche eléctrico). Posiblemente la magnitud de este factor no sea muy importante, en tanto que el precio de las gasolinas ha descendido mucho menos que el del crudo debido a los impuestos fijos que recaen sobre

Consumo y oferta mundial de petróleo

Millones de barriles diarios



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Energy Intelligence Group.

las primeras. Donde la influencia de los actuales precios bajos del petróleo va a percibirse con claridad a medio plazo es en el lado de la oferta. Para deprimirla. Las cifras de 2015 ponen de manifiesto que ya se está produciendo un retroceso brusco de la inversión en exploración y producción por parte de las compañías petroleras internacionales. Y también cabe esperar un descenso de los recursos financieros y técnicos destinados a los programas de investigación y desarrollo, que constituyen la fuente última de las mejoras de productividad en los yacimientos. Esto va a ir en detrimento de la capacidad de extracción de los próximos años. De hecho, hay motivos para pensar que este fenómeno va a ser más intenso que en el pasado. Uno es que el declive (por motivos geológicos, del número diario de barriles que se extraen de un pozo a no ser que se lleven a cabo inversiones adicionales para ahondar en la perforación o potenciar el bombeo) se manifiesta en la actualidad con una tasa (o velocidad) superior a la del pasado. Esto es así para los campos convencionales (porque ya han ido perdiendo mucha presión), pero sobre todo para los pozos de *shale oil* (muchos de los cuales suelen perder cada año nada menos que la mitad de producción diaria). Un segundo motivo también afecta con especial gravedad al segmento del *shale*: el descenso del precio del crudo ha sido tan brusco e inesperado que muchas empresas están en serios apuros financieros. Para ellas, recortar la inversión es un mal menor si consiguen sobrevivir. Pero muchas, ahogadas por la deuda, están sucumbiendo, con el consiguiente menoscabo del capital físico, humano y tecnológico en el conjunto del sector. Estos problemas se manifiestan también en determinados países productores que sufren desequilibrios macroeconómicos graves (déficits público y de cuenta corriente), necesidades sociales acuciantes y riesgos crecientes de inestabilidad política. Los casos de Rusia, Venezuela, Nigeria o Angola se cuentan entre los más preocupantes. Sometidos a semejante tesitura, sus respectivos Gobiernos se ven tentados a recortar las inversiones en capacidad extractora e incluso en mantenimiento de las instalaciones, lo que limitará la oferta dentro de no mucho tiempo. De hecho, con el agravante de la miopía característica de estos países, están apurando a muy corto plazo las posibilidades de producción, lo que contribuye a hundir aún más el precio actual. Paralelamente, intentan conseguir cierto respiro presionando a Arabia Saudí y a Irán para que asuman el sacrificio de contener la producción. Esto nos lleva al tercer gran determinante a medio plazo: el régimen competitivo entre los productores.

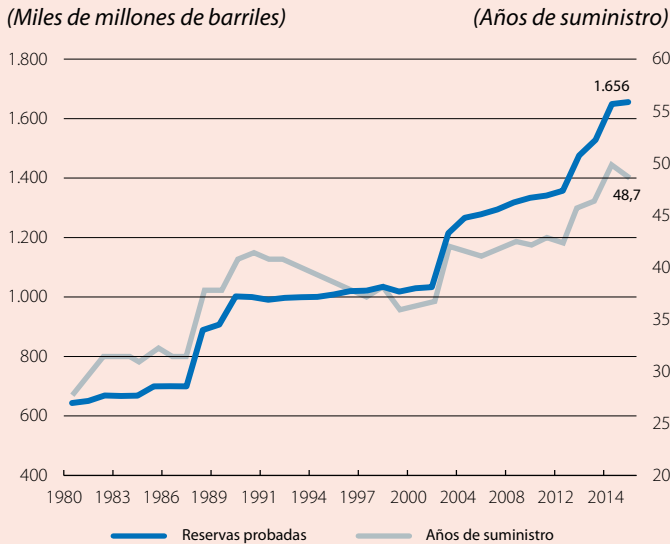
El factor clave para que el descenso del precio del crudo, que había empezado en 2011 y transcurría de forma muy gradual, se precipitara en el verano de 2014 fue el cambio de actitud de Arabia Saudí. Gracias a sus enormes reservas y a un bajísimo coste de extracción, el país puede absorber mejor que nadie los *shocks* transitorios que se producen en el mercado de crudo (*swing producer*). Eso es lo que hizo durante 2012-2013, cuando la llegada del *shale oil* al mercado empezó a ser relevante, y con el primer golpe a las economías emergentes (después del anuncio de la Reserva Federal sobre la finalización del QE). En el verano de 2014, los saudíes cambiaron la táctica de mantener el precio en la zona de 100 dólares por la de defender su cuota en la producción global. Es muy posible que tomaran esa decisión tras llegar a la conclusión de que la revolución *shale* no es un fenómeno efímero o marginal y que la ralentización de China y la fase de ajuste en otros emergentes no iban a ser cosa de unos pocos meses. Con dicho cambio, Arabia Saudí consigue dos objetivos. En primer lugar, frena a un competidor como el *shale* de EE. UU., cuyos costes de extracción son elevados y superan ahora el precio del petróleo. En segundo lugar, complica los planes de Irán de aumentar su producción ante la expectativa, recientemente confirmada, de que se levantarían las sanciones internacionales que le impedían vender libremente en el mercado. Irán tiene potencial (también por sus privilegiados volúmenes de reservas y costes de producción) para disputar a Arabia Saudí el liderazgo de la OPEP. Y, además de las consideraciones económicas, debe recordarse que la Arabia suní sostiene una creciente rivalidad político-religiosa con el Irán chií. Los propósitos saudíes van camino de cumplirse pero todavía no están asegurados, de modo que esta estrategia agresiva puede prolongarse durante algún tiempo (dispone de un buen colchón de divisas extranjeras y un nivel bajo de deuda pública). No obstante, la lógica indica que, conforme los productores de costes elevados como el *shale* vayan siendo expulsados, a la vez que la recuperación de los países emergentes se materialice, previsiblemente Arabia Saudí maniobrará para facilitar y aprovechar un contexto de precios más altos que los de ahora.

En suma, el crecimiento de la demanda de los emergentes, el retroceso actual de las inversiones en capacidad y la suavización de la rivalidad entre los productores son los tres motivos para esperar un aumento del precio del crudo a medio plazo. Nuestra previsión es de 70-75 dólares en 2020, un aumento considerable que supondría volver claramente por encima de la media histórica en términos reales. Este tipo de sobrereacción ya ha ocurrido en el pasado ante dinámicas análogas a la que presentamos, de hecho, para llegar a cotas por encima de 100 dólares que en esta ocasión no parece razonable esperar (requerirían grandes sorpresas en los factores mencionados, en particular, la expansión del parque automovilístico en los países emergentes).

La senda que podría seguir el precio hasta la referencia indicada es difícil de anticipar. Lo más probable es que sea un alza gradual desde la segunda mitad de este año, de la mano, en primer lugar, de la reactivación de la economía global, que se encuentra en una fase de desaceleración que también afecta a los países desarrollados. Los efectos de la subinversión y la expulsión del *shale*

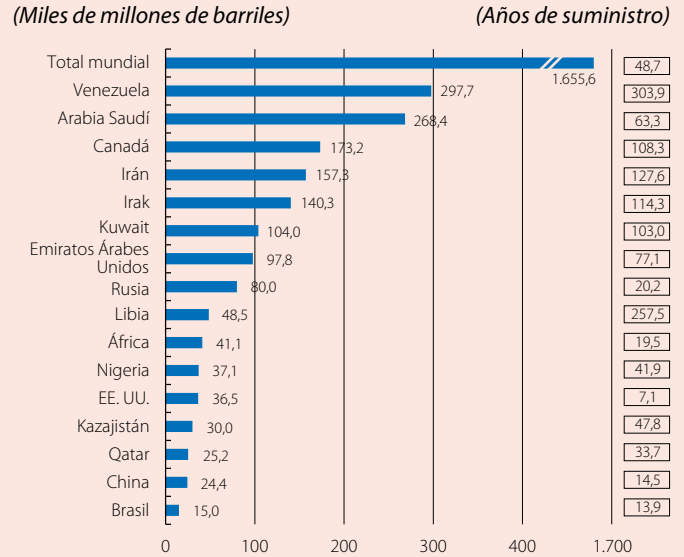
se empezarán a percibir en 2017 y serán poderosos desde 2018, lo cual propiciará un impulso adicional al precio. Pero la rivalidad Arabia Saudí-Irán y, a su alrededor, las decisiones del conjunto de la OPEP y de otros productores destacados como Rusia, constituyen una gran incógnita que tiene visos de generar, antes de reconducirse y en cualquier momento, fuertes dosis de volatilidad.

Evolución de las reservas probadas y de los años de suministro *



Nota: * El número de años de suministro se calcula tomando el dato de producción más reciente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

Reservas probadas por país y por años de suministro *



Nota: * El número de años de suministro se calcula tomando el dato de producción más reciente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

De hecho, la estrategia saudí (y de otros países de su órbita, como Kuwait o Qatar) también puede estar influida por un factor de largo plazo cuya relevancia, sin embargo, va agrandándose: las implicaciones del riesgo del cambio climático para el sector internacional de la energía. Como se ha expuesto en el artículo previo de este Dossier, no se descarta en absoluto la posibilidad de que gran parte de las reservas probadas de combustibles fósiles (petróleo, gas natural y carbón) queden para siempre bajo el suelo si, como cabe esperar, los Gobiernos y los agentes privados acaban haciendo suyo el objetivo de poner un tope absoluto a las emisiones de CO₂ liberadas a la atmósfera. El establecimiento de impuestos y restricciones al carbono, así como el fomento de programas públicos y privados de investigación en fuentes alternativas y eficiencia, pueden hacerla realidad. Ciertamente, un reto de esta magnitud requeriría largo tiempo, pero Arabia Saudí es consciente de que tiene reservas de crudo algo superiores a 60 años de su volumen actual de producción y que, a nivel global, la cifra alcanza casi los 50 años (véanse los gráficos dos y tres). En función del mapa de escenarios (económicos, políticos, tecnológicos, etc.) que esté contemplando, cabe la posibilidad de que la maximización del valor presente de todas sus ventas futuras le aconseje no sacrificar cuota y tolerar, o incluso propiciar, un precio que elimine o debilite a los rivales. De hecho, desde un enfoque de muy largo plazo, la competencia incluye también el resto de fuentes, como el carbón (que emite mucho más CO₂ pero es mucho más barato), el gas natural (que emite menos), la nuclear, la hidroeléctrica o las renovables. Las innovaciones tecnológicas desempeñarán un papel crucial en dicha competencia. En nuestra opinión, hoy por hoy sugieren que la dinámica de largo plazo del precio del petróleo no se alejará de la observada durante las últimas cuatro décadas: oscilaciones, previsiblemente tan fuertes o más que en el pasado, alrededor de un nivel estable en términos reales equivalente a unos 55 dólares actuales. De confirmarse, sería prolongar el comportamiento propio de un recurso agotable que no se agotará, validando la famosa cita del jeque Zaki Yamani, ministro saudí del Petróleo durante los convulsos años setenta y ochenta: «la Edad de Piedra no acabó porque se agotaran las piedras».

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

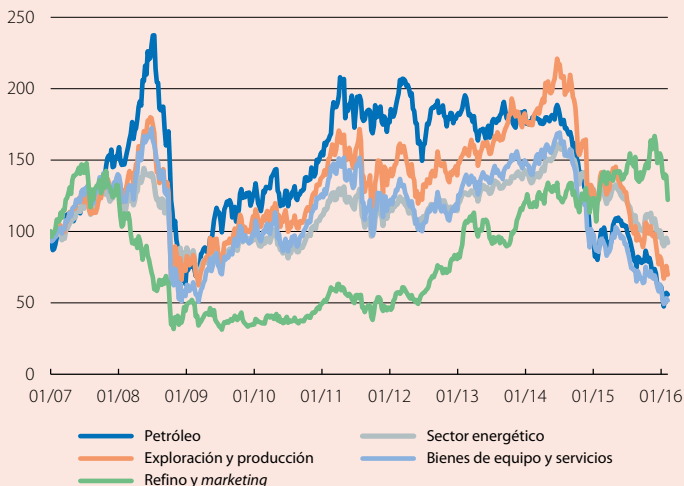
Estabilidad financiera y petróleo barato: ¿bendición o maldición?

En poco más de año y medio, la cotización del barril de petróleo ha pasado de 115 dólares a alrededor de 30. Este rápido e intenso desplome ha supuesto un importante foco de tensiones en los mercados financieros internacionales. Inversores y reguladores temen las consecuencias que puede entrañar para la estabilidad financiera global un escenario en el que persistan los bajos precios del petróleo. Ciertamente, hay más motivos para la prudencia que para la complacencia.

El mal comportamiento de los activos con riesgo en los últimos meses puede, de hecho, atribuirse principalmente a tres factores: un factor común que afecta al sector energético y al resto de sectores (ligado a las perspectivas de crecimiento global), un segundo factor que impacta específicamente sobre el propio sector energético (el precio del petróleo) y, por último, un factor de posible contagio desde este sector hacia el resto. La elevada correlación entre la evolución de los precios del crudo y de las bolsas responde, en buena parte, al factor común mencionado: el temor a una desaceleración brusca del crecimiento económico global, que, en vista del conjunto de indicadores de actividad, parece exagerada. Un temor que surge, en gran medida, de la evidencia de la ralentización de la economía en China, la recesión de emergentes importantes como Brasil y Rusia y, más recientemente, de la debilidad que ha mostrado el pulso de la economía estadounidense. Todo ello ha contribuido a intensificar la presión a la baja sobre el precio del petróleo, cuyo origen se encuentra en elementos de oferta (ligados, en particular, a la irrupción del *shale oil*, la reincorporación de Irán al mercado internacional y la estrategia de Arabia Saudí).

EE. UU.: petróleo e índices bursátiles del sector energético

Índice (100 = enero 2007)



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

En sentido positivo, cabe destacar la evolución del sector del refino y del *marketing* (*downstream*), cuyo desempeño relativo frente al resto de subsectores ha sido muy satisfactorio durante el *sell-off* del petróleo. No desentona, por tanto, el hecho de que las compañías petroleras con mayor diversificación del negocio hayan capeado mejor el temporal. En última instancia, cabría esperar que, en casos como el de EE. UU., la eurozona o Japón, los efectos positivos derivados del abaratamiento de los costes energéticos, de los que se benefician la mayoría de las compañías que integran los respectivos índices bursátiles, se acabe imponiendo sobre los efectos negativos. No obstante, la validez de este último punto está sujeta a matices importantes, como se expondrá más adelante.

La renta variable no es el único foco de turbulencias. El mercado de renta fija corporativa fue de los primeros en emitir señales de debilidad pocos meses después de que el petróleo comenzara a desplomarse. Las primas de riesgo de los bonos corporativos del sector energético escenifican la difícil situación por la que atraviesa el sector, sobre todo en EE. UU. En este país, la *yield* de los bonos energéticos del segmento especulativo (*high yield*) experimentó un aumento fulgurante durante el último año, que la llevó a alcanzar el 19%, en comparación con la *yield* del 10% del conjunto del mercado de deuda con grado especulativo, un diferencial que se encuentra en máximos históricos. Explican esta evolución el empeoramiento de las perspectivas de beneficios,

Una parte considerable del descenso de los precios de las acciones se debe al severo correctivo que han registrado los activos con mayor exposición al sector de la energía. En términos bursátiles, los sectores energéticos se han situado en el epicentro del mal comportamiento de las bolsas durante los últimos trimestres. Desde que el precio del crudo comenzara a desplomarse en junio de 2014, el índice MSCI global de energía ha descendido un 45%, mientras que, en EE. UU., el retroceso del sector en bolsa ha alcanzado el 40% y, en Europa, la corrección ha sido del 30%. En EE. UU., el sector de la exploración y producción de crudo (actividad *upstream*, en inglés) ha salido particularmente perjudicado, tal y como refleja una caída acumulada superior al 70%. Asimismo, la industria de equipamiento y servicios de ingeniería para las actividades del gas y del petróleo también ha registrado un fuerte correctivo en bolsa por culpa de la estrecha relación que guarda el ciclo de inversión en el sector con el precio del crudo y, en particular, a causa del parón que han sufrido las inversiones en *shale oil* en EE. UU. En

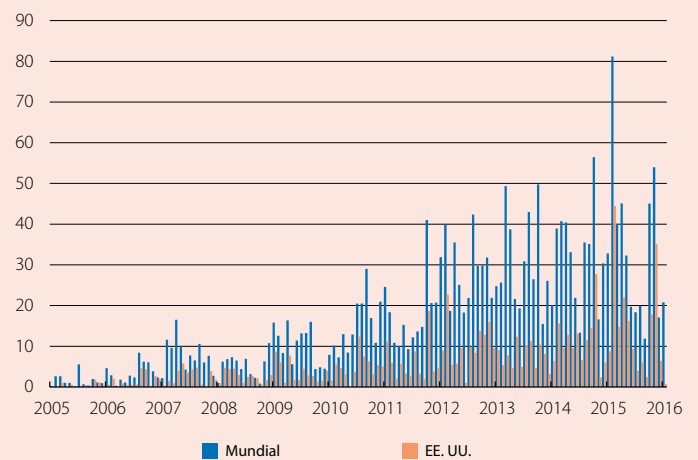
el deterioro de variables relativas a los balances empresariales y, especialmente, la magnitud del endeudamiento de las compañías energéticas, un fenómeno que no había estado presente, al menos con la dimensión que ha adquirido hoy en día, en anteriores crisis del petróleo. Según datos del BIS, el saldo vivo de bonos de las compañías del sector del petróleo y del gas creció a una tasa anual del 15% entre 2008 y 2014, por encima de la del resto de sectores, hasta alcanzar los 1,4 billones de dólares en 2014, respecto a los 455.000 millones de 2008.¹ Aunque el escenario más preocupante se circunscribe al espectro de deuda con baja calificación, los problemas han comenzado a escalar hacia el segmento del grado de inversión, considerado muy seguro. En los dos primeros meses del año, la agencia de calificación Standard & Poor's ha rebajado el *rating* de 13 compañías energéticas en dicho segmento, una cifra que llama la atención si se compara con las 18 acometidas durante todo 2015 o las 10 de 2014. Tan solo en EE. UU., la oleada de revisiones a la baja de las calificaciones crediticias ha comportado que cinco empresas energéticas hayan perdido la condición de grado de inversión, una tendencia que podría acentuarse en los próximos meses.

El apalancamiento del sector energético, que ha ido gestándose al calor de unas condiciones monetarias globales extraordinariamente laxas, representa un riesgo cuyos efectos podrían trasladarse del sector energético a otros mercados y al conjunto de la economía real. Un aspecto especialmente sensible está relacionado con los efectos perniciosos derivados del exceso de endeudamiento sobre la inversión en capital (*capex*), no solo del sector energético, sino también de otros segmentos del tejido empresarial interconectados con este último.² Por otro lado, la concentración geográfica y sectorial es un aspecto adicional que merece vigilancia. El hecho de que un gran número de países emergentes dependan de las exportaciones de crudo introduce un elemento de fragilidad considerable. Casos como los de Rusia y Venezuela son paradigmáticos. En particular, el hundimiento de los precios del petróleo ha perjudicado sobremedida la recaudación fiscal y, por ende, la sostenibilidad de la deuda soberana de estos y otros países. En el contexto petrolero actual, la probabilidad de que se produzcan episodios de contagio en los mercados de deuda corporativa o de deuda soberana no es desdeñable.

Finalmente, la exposición bancaria al sector energético también podría constituir un factor adicional de riesgo. Según datos de Bloomberg, representa entre el 1% y el 5% del total del crédito bancario para la mayoría de entidades a nivel internacional, una magnitud que parece lo suficientemente modesta como para no provocar grandes turbulencias. Se sitúa, por ejemplo, a mucha distancia del 44% que alcanzó el crédito hipotecario en EE. UU. en 2007. Sin embargo, la crisis financiera global que siguió a la implosión de las hipotecas *subprime* puso de manifiesto cuán nociva puede resultar la materialización de riesgos de cola que no se calibran debidamente. Si bien es cierto que nada se manifiesta con tanta claridad en perspectiva como en retrospectiva, las enseñanzas de aquel periodo son valiosas.

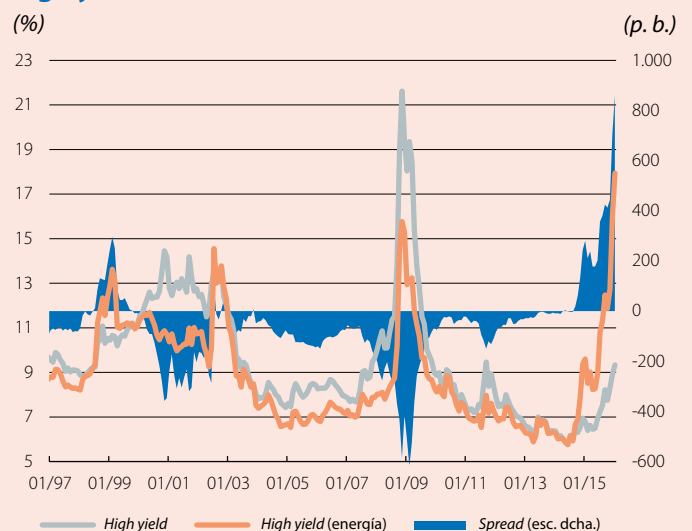
Sector energético: emisión de bonos

(En miles de millones de dólares)



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

Sector energético: rentabilidad del mercado high yield estadounidense



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Bank of America Merrill Lynch.

1. Para una exposición interesante sobre las dinámicas del precio del petróleo y el endeudamiento, véase Domanski, D., Kearns, J. et al. (2015). «Oil and Debt», BIS Quarterly Review, marzo de 2015.

2. De acuerdo con los argumentos que se presentan en Banerjee, R., Kearns, J. y Lombardi, M. (2015), «(Why) is investment growth weak?», BIS Quarterly Review, marzo de 2015.

De todo lo anterior se desprende que la caída vertiginosa de los precios del petróleo, por un lado, y el apalancamiento, por otro, han activado vulnerabilidades que podrían reforzarse y alimentarse entre sí. Con todo, parece poco probable que tenga lugar un contagio de carácter sistémico en los mercados de renta fija y de acciones que acabe impactando de forma muy significativa en la economía real. No obstante, la premisa de que el desmoronamiento del petróleo es un juego de suma cero entre unos países y otros es muy discutible. Al menos, a corto plazo.

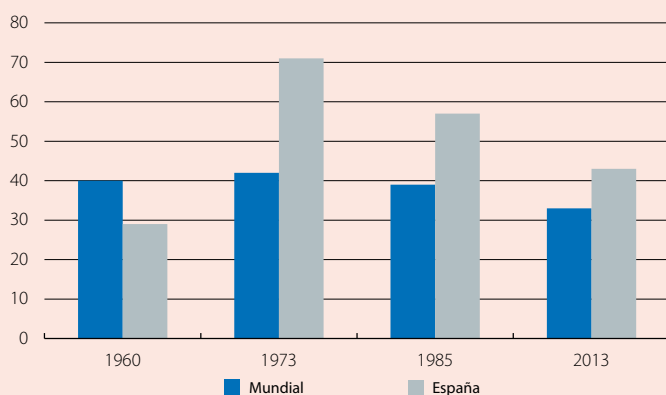
Carlos Martínez Sarnago
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

La economía española y el petróleo: una relación estrecha

El descenso del precio del petróleo está siendo como agua de mayo para afianzar la recuperación de la economía española. Al no disponer apenas de yacimientos propios, España debe importar la práctica totalidad de lo que consume. Y se trata de cantidades muy significativas, dado que el modelo energético del país confiere un papel protagonista al crudo: representa el 41% de la energía primaria total.¹ En consecuencia, un petróleo barato es un factor claramente positivo para el conjunto de la economía española. En este artículo analizamos el impacto que el abaratamiento de la factura petrolera está teniendo sobre algunas variables macroeconómicas clave (saldo corriente, PIB e inflación) y cómo esperamos que evolucionen a partir de nuestra previsión de aumento moderado del precio en los próximos trimestres. Como veremos, la economía española es más sensible a la evolución del precio del crudo que la mayoría de sus homólogas desarrolladas, lo cual se explica, en buena parte, por unas políticas energéticas que no han logrado sustituirlo por fuentes alternativas a lo largo de los años. Empecemos, pues, con un breve viaje al pasado.

España y mundo: uso de petróleo

(% de la energía primaria total)



Nota: Una fuente de energía primaria es aquella disponible en la naturaleza antes de ser transformada en energía final.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de Economía Industrial núm. 394, Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2014).

En 1960, en un contexto de industrialización incipiente y escasa apertura al exterior de la economía española, el petróleo representó solamente el 29% de la energía primaria, frente al 40% a nivel mundial. Entre 1960 y 1973, tuvo lugar un fortísimo incremento del consumo de petróleo, de la mano de un desarrollo económico sin precedentes, de la progresiva apertura internacional, del bajo precio del crudo y de las políticas públicas. La tasa anual acumulativa alcanzó el 15%, muy por encima del crecimiento del 8% que registró la demanda de energía primaria. Fruto de ello, en 1973, el petróleo acaparó nada más y nada menos que el 71% de la energía total consumida, superando de largo el promedio mundial, que había permanecido estable alrededor del 40%. En esos años, el Gobierno consideraba el sector energético como actividad estratégica, y la política energética estaba enfocada casi exclusivamente a asegurar el aprovisionamiento externo de crudo.

Esta tendencia alcista en la cuota de consumo petrolero quedó truncada tras el gran *shock* en el mercado internacional del crudo de 1973. El primer Plan Energético Nacional, de 1975, promovió el desarrollo del carbón y la energía nuclear como sustitutos del petróleo, de modo que el peso de este último se redujo progresivamente hasta el 57% en 1985. En los tres lustros posteriores, entre 1986 y 2001, el precio del petróleo se mantuvo bajo y estable, pero ello no impidió que siguiera perdiendo importancia en el *mix* energético español, a causa del despliegue de la red gasista, que permitió una mayor diversificación de las fuentes energéticas en favor del gas natural. Con el cambio de siglo llegó el auge de las plantas de energía renovable (especialmente eólica y solar) gracias a una creciente preocupación medioambiental y, singularmente, a una política de compensación que garantizaba la rentabilidad de la inversión en términos muy favorables. Así, la producción de energía renovable creció un 94% entre 2004 y 2014, y en la actualidad aporta un 15% de la energía primaria total. El petróleo, entretanto, perdió nuevamente peso hasta alcanzar el 41% actual, aunque todavía se sitúa sensiblemente por encima del 33% del promedio mundial. Completan el cuadro de fuentes de energía primaria en España el gas (21%), el carbón (10%) y la nuclear (13%).

A pesar del camino recorrido para diversificar las fuentes energéticas, la dependencia del petróleo importado sigue siendo muy elevada.² En consecuencia, una reducción de su precio supone un importante ahorro en la factura energética que anualmente se transfiere al exterior. Para cuantificar este ahorro, conviene analizar la evolución que ha experimentado el saldo energético del país.³

1. Se entiende por fuente de energía primaria aquella disponible en la naturaleza antes de ser transformada en energía final (por ejemplo, la electricidad es energía final pero no primaria).

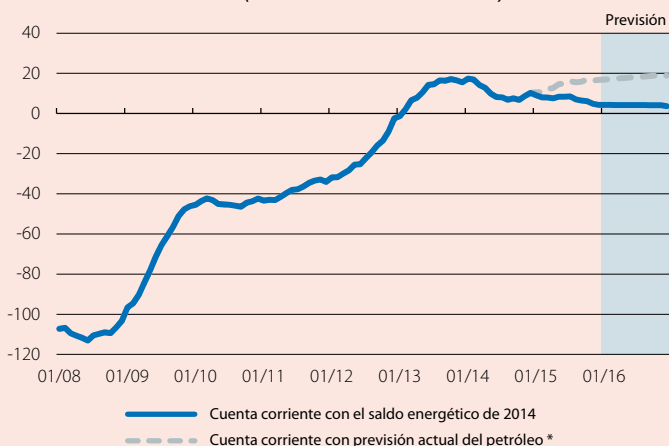
2. Según el balance energético de la OCDE, el índice de autosuficiencia (ratio entre la producción de fuentes energéticas primarias y el consumo) en España es del 0,30, mientras que para el promedio de la OCDE es del 0,78. La diferencia en el índice de autosuficiencia del petróleo es todavía mayor: 0,01 en España y 0,57 para la OCDE.

3. Analizamos el saldo energético total, y no las importaciones de petróleo, por dos motivos. En primer lugar, el petróleo y sus derivados representan el 75% de las importaciones energéticas y el gas, un 20%. Dado que el precio del petróleo y el del gas están muy relacionados entre sí (los contratos de gas generalmente están indexados al precio del crudo), es conveniente analizar todas las fuentes energéticas agregadas. En segundo lugar, España lleva a cabo importantes labores de refinación, por lo que, a pesar de no disponer de reservas petrolíferas importantes, sí que exporta productos energéticos refinados, cuyo valor también se ha visto reducido (-28% en 2015).

El déficit energético ascendió a 27.417 millones de euros en 2015 (un 2,5% del PIB), comparados con los 39.840 millones de euros de 2014 (3,8% del PIB). Es decir, la reducción del 35% del precio del barril denominado en euros (de 74,5 euros como promedio de 2014 a 48,3 en 2015) ha supuesto un ahorro de más de un punto de PIB. Se trata de una cifra muy relevante que, sin embargo, solo ha permitido mejorar el superávit por cuenta corriente hasta el 1,5% del PIB en 2015, desde el 1,0% en 2014, debido al notable deterioro simultáneo del saldo no energético, que de alguna forma ha quedado enmascarado. Dicho de otra manera, si el déficit energético se hubiera mantenido en el nivel de 2014, el superávit por cuenta corriente se habría deteriorado hasta el 0,4% del PIB en 2015. De cara a 2016, el petróleo barato seguirá apoyando la mejora de la cuenta corriente. Nuestras previsiones contemplan un precio de 39,5 euros por barril, un 18% inferior al promedio de 2015, lo que supondrá un ahorro adicional equivalente al 0,3% del PIB. La mejora del saldo energético, por tanto, será ya modesta, lo que pondrá en evidencia que, para conseguir un equilibrio exterior sostenible de la economía española, es indispensable ahondar en las ganancias de competitividad que permitan mejorar el saldo no energético.

Saldo de la cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: * Previsión del precio del petróleo en 2016 de 39,5 euros el barril.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

La caída de la cotización del petróleo en el mercado global desde 2014 es atribuible, en gran medida, a factores de oferta (*shale oil*, estrategia de Arabia Saudí, etc.), por lo que es de esperar un efecto positivo y considerable sobre la actividad económica.⁴ El ahorro en la factura energética libera recursos de los hogares y las empresas que pueden ser destinados a consumir e invertir en otros bienes y servicios y, por ende, estimula el crecimiento económico. Un cálculo aproximado, a partir de los valores que históricamente se han observado en las propensiones marginales al consumo y la inversión, así como en el contenido importador, implica que la rebaja del petróleo habría contribuido entre 0,4 y 0,8 p. p. al crecimiento del PIB español en 2015, que fue del 3,2%.⁵ Técnicas econométricas más sofisticadas como los modelos VAR estructurales con restricciones de signo, que permiten aislar el efecto de la caída del precio del petróleo sobre el crecimiento del PIB, indican un efecto todavía mayor a largo plazo. Por ejemplo, un estudio de Peersman y Van Robays⁶ estima que, tras 20 trimestres, el

impacto de una reducción del 10% del precio del petróleo en el PIB español es de 0,5 puntos,⁷ un efecto sensiblemente superior al promedio de la eurozona (de 0,3 puntos) y solamente superado por Irlanda, Finlandia y Portugal. Así pues, dado el lapso de tiempo necesario para que la caída del precio del petróleo impacte en el crecimiento, el efecto sobre el PIB en 2016 puede ser incluso superior al de 2015.

Por último, una tercera variable macroeconómica cuya evolución se ha visto muy afectada por el petróleo, y por su volatilidad, ha sido la inflación. En efecto, las revisiones a la baja de la inflación a lo largo de 2015 han sido continuas y sustanciales conforme el desplome del precio del crudo superaba todos los vaticinios. Por ejemplo, hace un año preveíamos una inflación general en España del 0,3% para 2015, que acabó siendo del -0,5%, y del 1,6% para 2016, cuando nuestra previsión actual es del 0,1%. En el conjunto de la eurozona ha ocurrido algo similar, con implicaciones importantes para la política monetaria. En principio, una desviación a la baja de la inflación (no ya respecto a las previsiones de los analistas, sino al objetivo del banco central) no debería ser motivo de preocupación si responde a los precios del crudo, puesto que no sería indicativa de que la economía esté operando por debajo de su potencial. Sin embargo, un periodo prolongado de inflación anormalmente baja podría acabar influyendo en las expectativas de inflación y, por esta vía, prolongar y acentuar la desviación. Por desgracia, dichas expectativas han flexionado a la baja, circunstancia que explica, en buena parte, el tono más acomodaticio que ha mostrado el BCE en los últimos meses.

4. Una caída del precio del petróleo asociada a un *shock* de demanda global, en cambio, tendría un efecto negativo sobre el crecimiento de la economía española, ya que el impacto del retroceso de la demanda agregada en los mercados internacionales excedería el impulso asociado a los menores precios del crudo.

5. Posiblemente, el efecto observado se sitúe en la banda alta de esta franja en la medida que la naturaleza del *shock* se ha percibido como permanente y no temporal.

6. Véase Peersman y Van Robays (2009) «Oil and the Euro Area Economy», *Economic Policy*.

7. El análisis por componentes de demanda del PIB muestra que la inversión es el componente que más crece (1,60 puntos), mientras que el impacto en consumo es inferior (0,34 puntos).

Más allá de los impactos macroeconómicos a corto y medio plazo (que pesan más en el lado positivo de la balanza que en el negativo), conviene no perder de vista que un petróleo barato también entraña ciertos riesgos de otra índole. Destacan los relacionados con los menores incentivos para mejorar la eficiencia energética y para sustituir el crudo por otras fuentes menos perjudiciales con el medio ambiente. De forma similar, otro peligro poco advertido en el debate público es la complacencia que se percibe en la adopción de medidas que mejoren la competitividad exterior de forma estructural, ya que esta carencia de la economía española está quedando enmascarada por la mejora exógena del saldo energético. Es conveniente aprovechar el viento de cola que ahora ofrece el petróleo barato para efectuar las reformas que permitirían soportarlo adecuadamente cuanto azote de cara.

Judit Montoriol Garriga

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

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

Recursos de clientes	296.599
Créditos sobre clientes	206.437
Resultado atribuido al Grupo	814
Capitalización bursátil	18.702
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.caixabank.com/research.

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

