

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 404 | SEPTIEMBRE 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Rentabilidad y riesgo de los bonos soberanos

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Japón: política monetaria a examen

UNIÓN EUROPEA
La incertidumbre tras el brexit y su impacto sobre el crecimiento económico

ECONOMÍA ESPAÑOLA
El precio de la vivienda va en aumento

DOSSIER: LA GLOBALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Dilemas monetarios en un mundo interdependiente

Política monetaria: de la independencia a la interdependencia

Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria

Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero

INFORME MENSUAL**Septiembre 2016****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Suscripción a publicaciones impresas:

publicaciones@caixabankresearch.info

Fecha de cierre de esta edición:

31 de agosto de 2016

Enric FernándezDirector Corporativo de Planificación
Estratégica y Estudios**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Incertidumbre y mercado bursátil*10 *Rentabilidad y riesgo de los bonos soberanos***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Japón: política monetaria a examen*16 *Precios de los metales básicos: una recuperación de poco peso***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La incertidumbre tras el brexit y su impacto sobre el crecimiento económico*22 *¿Debe reaccionar el BCE a la baja inflación?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El precio de la vivienda va en aumento*28 *Perspectivas de inflación para 2016-2017: alza sostenida*29 *La posición externa de la economía: ¿cómo corregirla?***32 DOSSIER: LA GLOBALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**32 *Dilemas monetarios en un mundo interdependiente*
Àlex Ruiz34 *Política monetaria: de la independencia a la interdependencia*
Adrià Morron Salmeron36 *Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria*
Judit Montoriol Garriga38 *Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero*
Javier Garcia-Arenas

¿Inminente subida de tipos de interés en EE. UU.?

En las próximas semanas y meses, todas las miradas se centrarán en la Reserva Federal (Fed) y en las repercusiones de sus actuaciones dentro y fuera de EE. UU. ¿Retomará la senda de subidas de los tipos de interés antes de final de año?, ¿lo hará este mismo septiembre?

A pesar de que el ritmo de crecimiento de la actividad económica ha sido más bien modesto en los últimos trimestres, los indicadores del mercado de trabajo han seguido mejorando y la tasa de paro se ha consolidado por debajo del 5% (¡qué envidia!). A su vez, la tasa de inflación subyacente, que no tiene en cuenta alimentos y energía, se sitúa por encima del 2%. En este contexto, tendría poco sentido posponer una subida de tipos. Así lo han reconocido, más o menos explícitamente, varios miembros de la Fed en las últimas semanas.

Tampoco podemos menospreciar los riesgos de diferir en exceso la retirada progresiva de los estímulos monetarios. El más obvio sería un posible rebrote de presiones inflacionistas que obligaran a la Fed a apretar el acelerador de las subidas más adelante, desatando con ello el nerviosismo de los mercados financieros, con repuntes de tipos de interés a largo plazo y fugas de capital de los países emergentes. Para que la retirada de estímulos pueda llevarse a cabo de forma gradual, como pretende la Fed y como sería deseable que sucediera para facilitar el ajuste de los agentes económicos, no puede posponerse excesivamente.

Unos tipos de interés muy bajos también pueden alimentar burbujas en determinados activos financieros o un exceso de exposición al riesgo por parte de inversores que buscan rentabilidad. En este sentido, algunos observadores han argumentado que la política monetaria debería mantenerse relativamente al margen de las cuestiones de estabilidad financiera, que de ellas ya se preocuparán la supervisión bancaria y las políticas macroprudenciales. Sin embargo, se trata de una visión algo ingenua porque, entre otras razones, no todos los inversores están sujetos a una supervisión tan intensa como el sector bancario (no lo está, por ejemplo, la llamada banca en la sombra) y porque la eficacia de las políticas macroprudenciales está aún por contrastar.

Incluso aunque la Fed decida retomar las subidas de tipos, sería exagerado hablar de una pronta normalización de las condiciones monetarias. La política monetaria va a seguir estando muy lejos de lo que era «normal» antes de 2008. Las reglas que la Fed había seguido históricamente sugieren que los tipos de interés deberían estar actualmente alrededor del 1,5%, pero su plan actual es situar los tipos en ese nivel solo hacia finales del año que viene. Por otra parte, la Fed no se ha planteado todavía reducir el tamaño de su balance, cinco veces superior al de antes de la crisis, y sigue reinvertiendo los activos que van venciendo. La heterodoxia en política monetaria ha llegado para quedarse durante mucho tiempo.

De hecho, Janet Yellen, presidenta de la Fed, explicaba hace unos días en Jackson Hole –un simposio anual sobre política monetaria– que espera que las compras masivas de activos y los preanuncios (*forward guidance*) sobre la evolución futura de los tipos de interés y otros estímulos monetarios seguirán siendo herramientas muy importantes de política monetaria, complementarias a los cambios en los tipos de interés de referencia.

Si analizamos con detalle el discurso de J. Yellen, queda claro que está preparando el terreno para subir los tipos de interés más pronto que tarde y, si todo va según lo previsto, varias veces el próximo año. A algunos les puede pillar por sorpresa pero no será por falta de razones ni porque no hayan sido avisados.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de agosto de 2016

CRONOLOGÍA

AGOSTO 2016

- 4 El Banco de Inglaterra recorta el tipo oficial hasta el 0,25% y sorprende con más medidas expansivas de lo esperado.

JULIO 2016

- 11 El primer ministro japonés, Shinzo Abe, aprueba un nuevo paquete de estímulo fiscal.
- 27 El Consejo Europeo anula las multas a España y Portugal por no haber tomado medidas eficaces para corregir su déficit excesivo y fija nuevas sendas presupuestarias.
- 29 Se publican los resultados del test de estrés de la EBA.

JUNIO 2016

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

MAYO 2016

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

ABRIL 2016

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

AGENDA

SEPTIEMBRE 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 9 Índice de producción industrial (julio).
- 16 Encuesta trimestral del coste laboral (2T).
- 19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (julio).
- 20-21 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 22 Comercio exterior (julio).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (septiembre).
- 27 Ejecución presupuestaria del Estado (agosto).
- 29 Avance IPC (septiembre).
- 30 Balanza de pagos (julio).
Posición de inversión internacional neta (2T).
Tasa de ahorro de los hogares (2T).

OCTUBRE 2016

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 7 Índice de producción industrial (agosto).
- 14 Cuentas financieras (2T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (agosto).
- 20 Comercio exterior (agosto).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 20-21 Consejo Europeo.
- 22 Índice de sentimiento económico de la eurozona (octubre).
- 25 Ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
- 27 Encuesta de población activa (3T).
- 28 Avance IPC (octubre).
Avance PIB (3T).
PIB de EE. UU. (3T).
- 31 Balanza de pagos (agosto).
PIB de la eurozona (3T).

Tras un verano tranquilo, ¿qué viene a continuación?

Los meses de verano están deparando una temporada de cierta tranquilidad en el contexto macroeconómico y financiero. A diferencia de lo sucedido en años anteriores –aún colea el recuerdo del turbulento agosto de 2015, en el cual una decisión mal explicada de política cambiaria de China generó una etapa de volatilidad financiera intensa que se prolongó hasta octubre– en julio y agosto la volatilidad financiera se mantuvo en cotas bajas. Es la respuesta lógica a una batería de datos macroeconómicos que, en lo esencial, confirma el escenario de suave aceleración económica mundial (crecimiento global del 3,2% en 2016, frente al 3,1% de 2015) y que se da, además, en un contexto más claro por lo que se refiere a dos elementos clave: la senda futura de normalización de la política monetaria estadounidense y las consecuencias económicas del *brex*it. Así, los mensajes más recientes de la Reserva Federal (Fed) apuntan de forma más definida a que en este mismo 2016 se podría producir la segunda subida del tipo de referencia. Referente al *brex*it, los indicadores económicos europeos sugieren que, hasta la fecha, su impacto negativo parece básicamente circunscrito a la economía británica.

Las economías emergentes camino de seguir la senda prevista. Esta visión más constructiva de los inversores se fundamenta también en que las economías emergentes han registrado indicadores que han tendido a ser positivos. Así, se confirma que las economías asiáticas emergentes mantienen un buen tono (China creció un 6,7% en el 2T 2016 y la India un 7,1%) y que, con la salvedad de Brasil, América Latina se está estabilizando. Esta dinámica de los datos refuerza la previsión de CaixaBank Research de que, en 2016, los emergentes crecerán claramente por encima del 4% de 2015. Como respuesta a este flujo de indicadores, y en un contexto financiero global de inversores en claro *search for yield*, la entrada de capitales financieros con destino a los emergentes ha tendido a recuperarse en los últimos meses. Se trata de una novedad importante, pero cabe recordar que persisten las dudas sobre su sostenibilidad, especialmente cuando se acerque el momento en que la Fed reemprenda el tensionamiento monetario.

En las economías avanzadas las perspectivas son positivas aunque contenidas. EE. UU. ejemplifica esta situación. Aunque los datos de crecimiento del 2T fueron algo peores de lo previsto, tanto su composición (la mala evolución de las existencias es la causa principal de la relativa falta de dinamismo del PIB) como el hecho de que los factores de apoyo sigan activos (en particular, laxitud monetaria y petróleo más bajo que un año antes) hacen esperar un segundo semestre de 2016 en aceleración. El carácter tem-

poral de la ralentización, las perspectivas alcistas de la inflación y la solidez del mercado laboral justifican plenamente que la Fed mueva ficha a finales de año. Japón, por su parte, decepcionó en el 2T con un crecimiento intertrimestral nulo. En este contexto, se especula que, tras el nuevo estímulo fiscal aprobado en julio, el BOJ podría ampliar el ritmo de expansión cuantitativa en septiembre, aunque abundan las dudas sobre la efectividad de esta vía de estímulo sobre el crecimiento económico. En Europa, y como se ha mencionado anteriormente, a medida que se van conociendo nuevos indicadores, se confirma el escenario de CaixaBank Research de que el *brex*it tendrá un impacto localizado, relativamente fuerte en el Reino Unido, pero escaso en el resto de la UE. Un factor que está contribuyendo a este efecto moderado es que la eurozona se situaba, antes del *shock*, en una fase de expansión razonablemente dinámica (para los estándares del Viejo Continente). Así, en el 2T 2016, el crecimiento fue del 0,3% intertrimestral (1,6% interanual), con un tono especialmente positivo en países como Alemania o España.

Momentum positivo de la economía española. La economía española, de hecho, batió ampliamente el ritmo de crecimiento de sus vecinos al avanzar un 0,8% intertrimestral (3,2% interanual) en el 2T, gracias a la robustez de la demanda interna, vía consumo privado (apoyado por la fuerte creación de empleo) e inversión. Cabe señalar, y esto es más novedoso, que el sector exterior contribuyó en dicho 2T positivamente a la variación del PIB, fruto de un comportamiento exportador brillante (su crecimiento intertrimestral es el mayor desde 1997) y de una cierta moderación de las importaciones. Por lo que se refiere a otros ámbitos económicos, cabe mencionar que la inflación se recupera rápidamente, como estaba previsto, debido a que se deshace el efecto escalón generado por la intensa caída del precio del petróleo de finales de 2015 e inicios de 2016. Otra dimensión que se sigue normalizando es la de la actividad bancaria. Los resultados del test de estrés de la Asociación Bancaria Europea y del BCE conocidos en julio constatan que el sector bancario español es más solvente y resistente que en años anteriores, lo que permite que la oferta de crédito avance: en junio, el crédito al consumo y el de la compra de vivienda crecieron un 14% y un 38% interanual, respectivamente. Para los próximos trimestres, CaixaBank Research espera un proceso de desaceleración muy paulatino, de manera que el aumento del PIB será del 3,1% en 2016 y del 2,4% de 2017. En este contexto favorable, la principal tarea pendiente es encauzar con mayor decisión el proceso de consolidación fiscal, como atestiguan las dificultades para cumplir con los sucesivos objetivos de déficit público.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

| TIPOS DE INTERÉS | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Dólar | | | | | | | | | | |
| Fed funds | 0,25 | 0,26 | 0,52 | 1,06 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,58 | 0,83 | 1,00 |
| Líbor 3 meses | 0,23 | 0,32 | 0,70 | 1,31 | 0,62 | 0,64 | 0,72 | 0,82 | 0,99 | 1,20 |
| Líbor 12 meses | 0,56 | 0,79 | 1,25 | 1,69 | 1,17 | 1,25 | 1,27 | 1,29 | 1,42 | 1,60 |
| Deuda pública a 2 años | 0,44 | 0,67 | 0,83 | 1,63 | 0,85 | 0,77 | 0,74 | 0,95 | 1,22 | 1,49 |
| Deuda pública a 10 años | 2,53 | 2,13 | 1,76 | 2,41 | 1,92 | 1,75 | 1,56 | 1,83 | 2,06 | 2,29 |
| Euro | | | | | | | | | | |
| Refi BCE | 0,16 | 0,05 | 0,01 | 0,00 | 0,03 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Euríbor 3 meses | 0,21 | -0,02 | -0,26 | -0,21 | -0,19 | -0,26 | -0,29 | -0,29 | -0,27 | -0,24 |
| Euríbor 12 meses | 0,48 | 0,17 | -0,03 | 0,05 | 0,01 | -0,02 | -0,05 | -0,05 | -0,03 | 0,01 |
| Deuda pública a 2 años (Alemania) | 0,05 | -0,24 | -0,53 | -0,24 | -0,46 | -0,52 | -0,62 | -0,52 | -0,43 | -0,34 |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 1,23 | 0,53 | 0,10 | 0,71 | 0,30 | 0,12 | -0,11 | 0,08 | 0,24 | 0,51 |
| TIPOS DE CAMBIO | | | | | | | | | | |
| \$/€ | 1,33 | 1,11 | 1,11 | 1,07 | 1,10 | 1,13 | 1,11 | 1,09 | 1,07 | 1,06 |
| ¥/€ | 140,42 | 134,35 | 118,22 | 115,37 | 127,28 | 122,00 | 113,20 | 110,42 | 111,10 | 113,64 |
| £/€ | 0,81 | 0,73 | 0,82 | 0,83 | 0,77 | 0,79 | 0,85 | 0,85 | 0,85 | 0,84 |
| PETRÓLEO | | | | | | | | | | |
| Brent (\$/barril) | 99,45 | 53,61 | 45,94 | 65,58 | 35,72 | 47,35 | 48,22 | 52,46 | 58,49 | 64,39 |
| Brent (€/barril) | 74,54 | 48,30 | 41,42 | 61,38 | 32,38 | 41,94 | 43,36 | 47,99 | 54,76 | 60,63 |

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

Previsiones

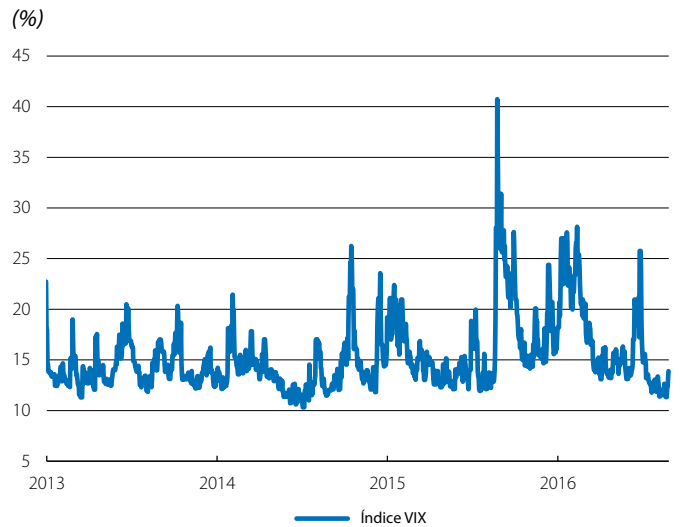
COYUNTURA · Señales de fortaleza en un entorno marcado por la incertidumbre política

La estabilidad ha sido la nota predominante del entorno financiero global durante el periodo estival, lo que contrasta con la experiencia de años anteriores. Quizás lo más destacable sea la rapidez con la que se han sobrepuesto las cotizaciones de los activos de riesgo tras la zozobra inicial que siguió al resultado del referéndum en el Reino Unido (*brexít*). También los bajos niveles de volatilidad implícita resultantes del vertiginoso descenso registrado en las semanas posteriores a este evento. De hecho, la respuesta de los mercados globales a la materialización de semejante *shock* de incertidumbre fue, en líneas generales, ordenada. A diferencia de lo sucedido en episodios de estrés del pasado (quiebra de Lehman Brothers en 2008 o la crisis de deuda soberana europea en 2011 y 2012), no se activaron mecanismos de amplificación y retroalimentación de las turbulencias. Ello ha posibilitado que los inversores discriminen por clase de activo y geografía en función del impacto esperado del *brexít* en los fundamentos de cada activo y en el riesgo político de cada región. La consecución de nuevos máximos históricos de la bolsa en EE. UU. y el letargo de las europeas, acentuado por la renovada presión sobre el sector bancario, son reflejo de esta circunstancia.

La recuperación de los precios de los activos adquiere uniformidad, pero el ritmo de avance es dispar. El grueso de las bolsas internacionales se sitúa ya por encima de los niveles preferéndum (23 de junio) y las primas de riesgo de la deuda corporativa han revertido los repuntes post-*brexít*. Así, la bolsa estadounidense registra un avance del 2,6% desde entonces y la del Reino Unido del 3,4%, mientras que en la eurozona la bolsa cede un leve -0,5%. Mención especial merece la evolución de los mercados de acciones emergentes, mucho menos expuestos a las vicisitudes del encaje del Reino Unido en Europa, con un alza cercana al 8%. Con todo, otras esferas de los mercados presentan mayores dificultades para resarcirse de las pérdidas, aunque la tendencia de fondo es positiva. Este es el caso de las bolsas periféricas, como la italiana (-7,5%) o la española (-3,5%) y del sector bancario de la eurozona (-9,3%). Entre tanto, la cotización del barril de petróleo Brent llegó a retroceder hasta los 42 dólares para repuntar y situarse a finales de agosto alrededor de los 50 dólares. Con todo, las fluctuaciones recientes del crudo obedecen más a cambios en las expectativas en el proceso de reequilibrio de la oferta y demanda de petróleo que a los acontecimientos relativos al *brexít*.

El «ruido» y la incertidumbre derivados del *brexít* son elevados pero los fundamentos macroeconómicos globales permanecen relativamente sólidos. La constatación por parte de los inversores de que la ralentización económica derivada del *brexít* se circunscribirá en su práctica totalidad al Reino Unido ha sido un claro factor de apoyo de la dinámica positiva de los mercados. En este sentido, los indicadores de coyuntura han

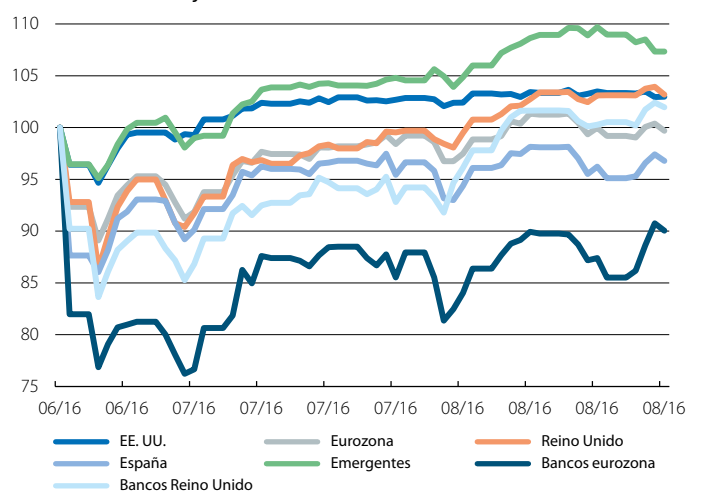
Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.



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

Evolución bursátil desde el brexít

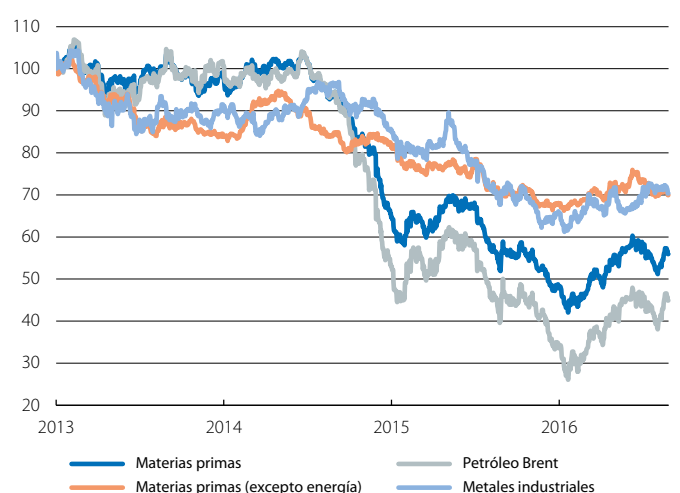
Índice (100 = 23 de junio de 2016)



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

Materias primas

Índice (100 = enero 2013)



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

sorprendido positivamente en la eurozona y en EE. UU., a pesar del débil dato del PIB del 2T 2016 en este último. Dos factores adicionales también han contribuido favorablemente a este clima de bonanza. En primer lugar, la ausencia de sobresaltos en los registros de actividad de países clave como China. En segundo lugar, los mensajes y las actuaciones de los bancos centrales en verano que, si bien no han alterado la esencia de sus respectivas estrategias, han actuado como red de seguridad.

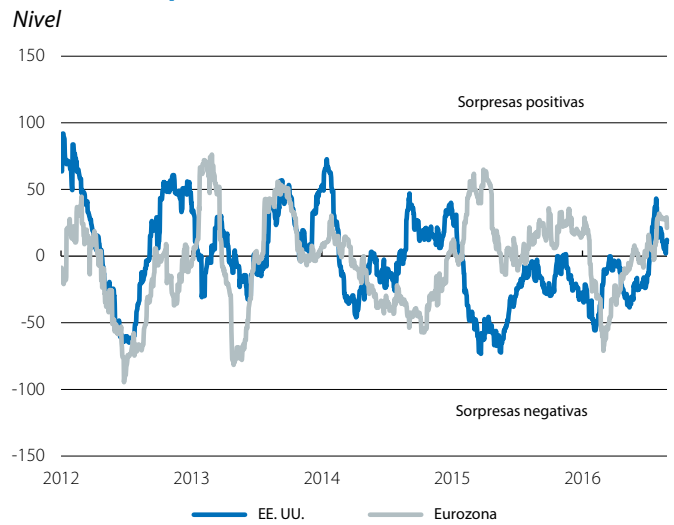
En la esfera de los bancos centrales, el Banco de Inglaterra (BoE) sorprendió al anunciar un ambicioso paquete de estímulos monetarios. Tras mantenerse a la espera de disponer de más información en su reunión de principios de julio, la autoridad monetaria británica no titubeó en su último encuentro. El organismo anunció el lanzamiento de diversas medidas expansivas con el fin de atajar los riesgos que se ciernen sobre la economía del país. El gobernador del BoE, M. Carney, anunció un recorte de 25 p. b. del tipo rector hasta el 0,25%, ampliamente descontado por el mercado. Mayor sorpresa causaron las actuaciones en el plano de las políticas monetarias no convencionales. El BoE reemprenderá las compras de bonos soberanos y corporativos, por un importe conjunto de 70.000 millones de libras y pondrá en marcha una facilidad de préstamo para la banca de 100.000 millones. Un conjunto de medidas similares a las que ha implementado el BCE en los últimos tiempos, salvo por un matiz distintivo importante: Carney se mostró contrario a adoptar una política de tipos de interés negativos. Circunstancia que actuó de bálsamo para el sector financiero en bolsa.

Por su parte, la Reserva Federal (Fed) adopta un registro conservador y recalca que aplicará una senda de normalización muy gradual. La reunión de finales de julio del banco central estadounidense no deparó grandes novedades. A pesar del tono conservador del comunicado oficial, la Fed constató el descenso de los riesgos derivados del *brexit* y resaltó la fortaleza del mercado laboral. Esto sugiere que la Fed mantiene la puerta abierta a subir el tipo oficial antes de que finalice este año, en línea con nuestro escenario, que fecha la segunda subida del *fed funds* en diciembre. En este mismo sentido se pronunció Yellen en el simposio anual de política monetaria de Jackson Hole (EE. UU.), donde resaltó que las condiciones para efectuar una nueva subida de tipos (evolución del empleo e inflación) se han reforzado en los últimos meses.

Al otro lado del Atlántico, el BCE optó por permanecer en modo espera, aunque Draghi reiteró la disposición y la capacidad de la entidad para actuar si fuera necesario. El mandatario europeo prefirió no precipitarse y aludió a la necesidad de recabar más información sobre el impacto del *brexit* en el escenario macroeconómico de la eurozona. Será a principios de septiembre cuando el BCE actualice sus previsiones de crecimiento e inflación. Sin embargo, no anticipamos el anuncio de nuevas medidas acomodaticias, más allá de la introducción de posibles ajustes en los programas ya implementados.

En el ámbito de la deuda pública, los tipos de interés libres de riesgo siguen descendiendo. A diferencia de las bolsas, las *yields* soberanas a largo plazo de EE. UU., Alemania y el Reino

Índice de sorpresas económicas



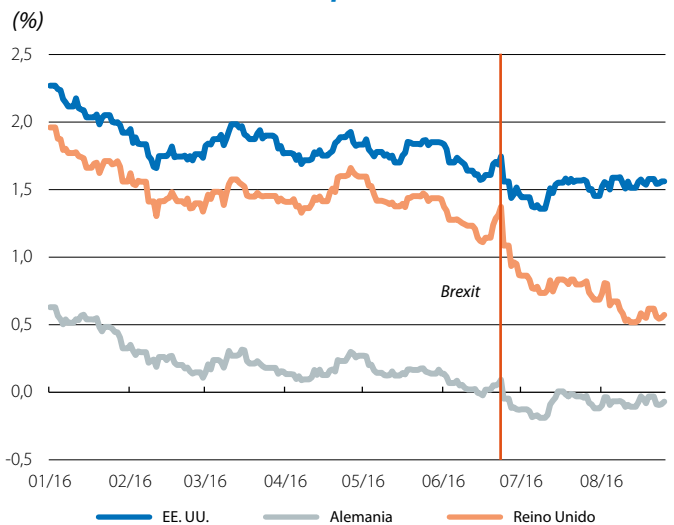
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Citigroup.

EE. UU.: futuros del fed funds



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



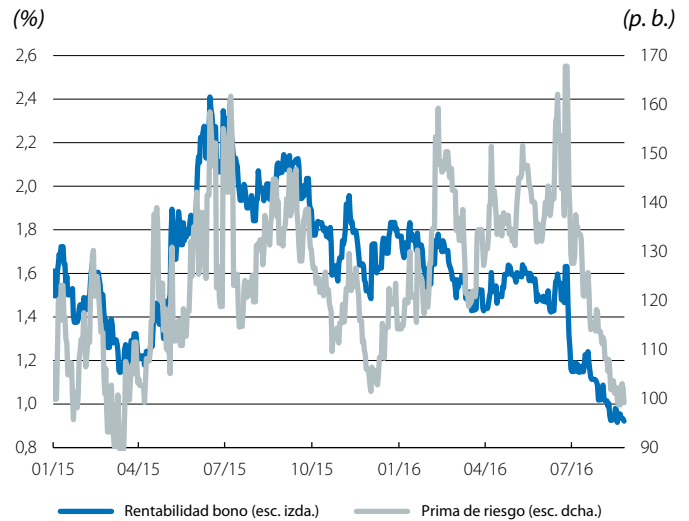
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Unido no han logrado revertir por completo los fuertes descensos observados tras el *brexít*. En estos dos últimos países, las rentabilidades de los bonos a 10 años en los mercados secundarios han alcanzado nuevos mínimos históricos, en el -0,19% y el 0,54%, respectivamente. No sorprende, por tanto, que en este contexto los activos de renta fija soberana hayan producido unos retornos muy considerables. La deuda periférica en general y la española en particular tampoco han quedado al margen del frenesí bajista de los tipos. El rendimiento del bono español a 10 años ha descendido por primera vez en su historia del 1% y la prima de riesgo al mismo plazo se sitúa alrededor de los 100 p. b. Cabe destacar que estos dos últimos desarrollos se han producido a pesar del actual contexto de incertidumbre política y de las advertencias de la Comisión Europea en torno a los desafíos en materia de ajuste presupuestario.

Las bolsas encaran el último tramo del año con una mezcla de esperanza y cautela. Por un lado, la concatenación de eventos desfavorables en la escena financiera internacional a lo largo de 2016 ha sido notable. Por otro lado, la secuencia temporal de los mismos ha coincidido con una fase de corrección de los beneficios empresariales en EE. UU. nada desdeñable. Sin embargo, el panorama a corto y medio plazo se prevé más halagüeño, y se espera una contribución cada vez más positiva de los beneficios corporativos durante los próximos trimestres. De hecho, los indicadores técnicos y de sentimiento sugieren que el *rally* veraniego de la bolsa estadounidense es más el inicio de una fase alcista sostenida que un mero rebote coyuntural. En Europa, el perfil ha sido claramente menos favorable. Al rezago cíclico ya considerable respecto al mercado norteamericano, se han unido otros dos factores. Primero, un pobre balance de la temporada de resultados y, segundo, el legado de incertidumbre derivado del *brexít*, que ha exacerbado la fragilidad del sentimiento inversor hacia el sector bancario. No obstante, es importante resaltar que esta no radica tanto en aspectos relacionados con la solvencia de las entidades. En este sentido, los test de estrés de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) han confirmado unos niveles de resistencia apreciables y delimitado los eslabones de debilidad a unas pocas entidades italianas. El foco primario de las dudas procede fundamentalmente de las dificultades del sector para generar niveles de rentabilidad aceptables en un entorno monetario-financiero y regulatorio como el actual.

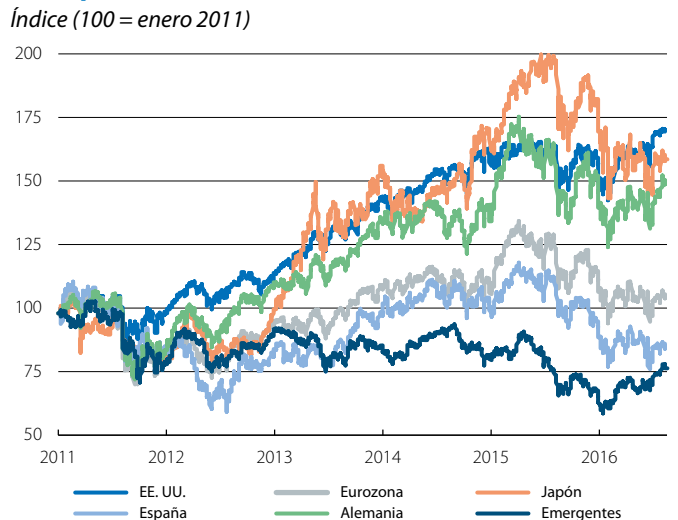
Los riesgos geopolíticos se erigen como un importante eje de volatilidad a corto y medio plazo. El clima de placidez reinante en los mercados internacionales no debe hacer olvidar el largo y complejo proceso negociador que culminará con el abandono efectivo del Reino Unido de la UE. En paralelo, un calendario otoñal repleto de eventos políticos potencialmente desestabilizadores mantendrá, con gran probabilidad, la incertidumbre política en cotas elevadas (sobre esta cuestión, véase el Focus «Incertidumbre y mercado bursátil» en este mismo *Informe Mensual*). En concreto, la repetición de los comicios electorales en Austria, los referéndums sobre la política de inmigración en Hungría, la reforma del Senado italiano y las elecciones presidenciales en EE. UU. desaconsejan bajar la guardia.

España: deuda pública a 10 años



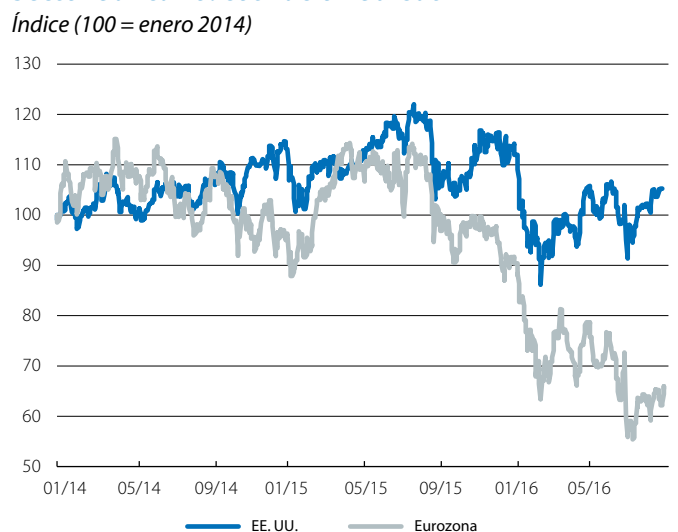
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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

Sector bancario: cotización bursátil



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

FOCUS · Incertidumbre y mercado bursátil

El referéndum británico sobre la UE ha sido uno de los grandes temas de atención de los inversores bursátiles, provocando oscilaciones de gran envergadura en las cotizaciones. Las incógnitas sobre los términos de la salida, el tono populista del debate y la posibilidad de «contagio» a otros países han contribuido a elevar la incertidumbre alrededor de la política económica en el conjunto de Europa.¹ Calibrar en qué medida esta variable incide en la evolución bursátil es una tarea compleja, pero un análisis preliminar apunta que su influencia ha aumentado considerablemente en los últimos años.

Como cabría esperar y queda ilustrado en el primer gráfico, un aumento del índice de incertidumbre está asociado con un descenso del índice bursátil europeo. Es decir, la correlación (incondicional) entre ambas variables es negativa. Naturalmente, la incertidumbre no es el único elemento que ejerce influencia sobre el comportamiento de la bolsa. En consecuencia, el análisis debe enriquecerse mediante la inclusión de otros factores que ayuden a explicar la evolución de los retornos bursátiles a lo largo del tiempo. A estos efectos, planteamos explicar los retornos mensuales del Eurostoxx en función de tres variables.² La primera es un «factor macroeconómico» (M), que pretende capturar las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de variables de corte fundamental, y en última instancia los beneficios empresariales. Este factor combina, a su vez, diversas variables asociadas al ciclo económico, como el tipo de cambio efectivo del euro, el tipo de interés real de la eurozona, o la cotización relativa entre empresas cíclicas y defensivas. La segunda es un «índice de condiciones financieras» (CF) que trata de medir los niveles de estrés en el sistema financiero. La tercera es el «índice de incertidumbre de política económica en Europa» citado anteriormente (IP).

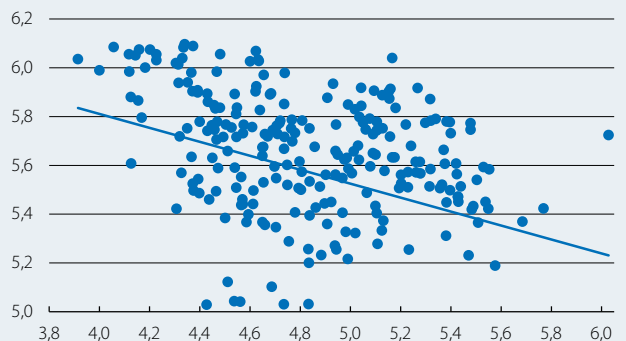
No resulta sorprendente que la variable asociada a los fundamentos macroeconómicos haya sido el principal determinante de la dinámica bursátil europea en el periodo 1999-2016. De forma más específica, y tal como se muestra en el segundo gráfico, la contribución de esta variable para explicar los retornos del Eurostoxx es del 90%. Sin embargo, sí es más llamativo que el reparto de la importancia relativa de los tres componentes haya cambiado sustancialmente en el último trienio. En concreto, desde el año 2013 la contribución de las variables CF e IP ha aumentado de forma muy

notable, hasta el 60% y el 10% respectivamente, mientras que la contribución de M ha descendido al 30%. Por un lado, este resultado pone de relieve cuan importante ha sido la relajación de las condiciones financieras en la eurozona (atribuible principalmente a las políticas expansivas del BCE) para sostener los rendimientos de la renta variable. Por otro lado, muestra la relevancia, modesta pero creciente, de la incertidumbre política como factor explicativo de la dinámica bursátil reciente.

La agenda política de los próximos trimestres está repleta de citas importantes, como la formación de gobierno en España, el referéndum constitucional italiano en otoño, las elecciones alemanas y francesas de 2017 y las propias negociaciones para materializar el *brexit*. Sin duda, la bolsa agradecerá que las autoridades europeas, tanto a nivel nacional como supranacional, logren reducir las dosis actuales de incertidumbre sobre el rumbo de la política económica europea.

Relación entre el mercado bursátil y la incertidumbre en Europa *

Índice Eurostoxx (logaritmo del nivel)



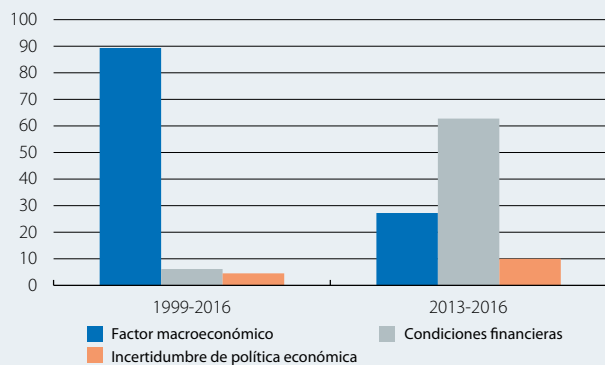
Índice de incertidumbre de política económica en Europa (logaritmo del nivel)

Nota: * Observaciones mensuales para el periodo 1999-2016.

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

Factores que explican los retornos de la bolsa de la eurozona

Contribución de cada factor (% del total)



Nota: La varianza explicada de los retornos mensuales del índice Eurostoxx es del 52% para el conjunto de la muestra (1999-2016) y del 40% para 2013-2016.

Fuente: CaixaBank Research.

1. Índice de incertidumbre de política económica en Europa elaborado por Baker, Bloom y Davis. Para más detalles, véase el Focus «La incertidumbre tras el *brexit* y su impacto sobre el crecimiento económico» de este mismo Informe Mensual.

2. Formalmente, se plantea la regresión lineal:

$$\ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) = \beta \ln\left(\frac{M_t}{M_{t-1}}\right) + \gamma \ln\left(\frac{CF_t}{CF_{t-1}}\right) + \alpha \ln\left(\frac{IP_t}{IP_{t-1}}\right) + \varepsilon_t$$
 Donde S_t es el nivel del índice Eurostoxx en la fecha t , M_t el nivel del factor macroeconómico, CF_t el nivel de un índice de condiciones financieras e IP_t el nivel del índice de incertidumbre política. Por último, ε_t es un término de error aleatorio.

FOCUS · Rentabilidad y riesgo de los bonos soberanos

Habitualmente los inversores conciben los bonos soberanos de países desarrollados como una clase de activo que ofrece una rentabilidad modesta, pero razonablemente superior a la del *cash*, y un riesgo también bajo. De hecho, y en contraposición a las acciones, suelen etiquetarse como un «activo seguro» que proporciona la denominada «rentabilidad sin riesgo». El peculiar contexto actual invita a revisar la validez de este atributo.

Por un lado, la rentabilidad esperada de los bonos públicos (medida a través de su tasa interna de rentabilidad a vencimiento, TIR) está en mínimos históricos. Una cesta de bonos entre 1 y 10 años de los países del G7 brinda una TIR de apenas el 0,3%, prácticamente el nivel de los tipos oficiales de los bancos centrales. Por otro lado, hay serios motivos para dudar que el mercado esté siendo eficiente en su percepción de las perspectivas económicas y los riesgos: las distorsiones generadas por las compras masivas de los bancos centrales (*quantitative easing, QE*), la presencia a su estela de inversores con estrategias de *momentum* que buscan ganancias de capital cortoplacistas (*hedge funds*), la existencia de compradores forzados por normativa o estatuto (fondos de pensiones), así como el efecto rebaño en el que suelen incurrir muchos inversores tradicionales cuando un determinado activo está en boga. En consecuencia, los bonos pueden incorporar más riesgo de lo que parece. Para analizar esta cuestión, resulta útil descomponer la TIR de un bono nominal en cuatro elementos, sobre los que inciden otros tantos riesgos.

Primero, una «compensación por inflación» para preservar el poder adquisitivo. Consta de dos partes: la tasa de «inflación esperada» en promedio durante la vida del bono, y una «prima por riesgo de inflación» para compensar por la posibilidad de que la tasa efectiva acabe siendo distinta de lo esperado. Hoy en día, los inversores esperan que la inflación se mantenga entre el 1% y el 2% durante años, claramente por debajo de los objetivos de los bancos centrales. Esta expectativa, sin embargo, pasa por alto el lento pero sostenido aumento que registra desde hace meses la inflación subyacente de EE. UU., que se encuentra ya en el 2,3%. En un futuro, el giro al alza en las expectativas de inflación podría ser brusco. Además, si ello ocurriera sin un aumento paralelo de las expectativas de crecimiento económico, lo más probable es que las bolsas sufrieran pérdidas. En este sentido, debe tenerse en cuenta que, en los últimos años, la prima de riesgo por inflación viene siendo muy baja, incluso negativa, en tanto los inversores conciben los bonos como una cobertura (un «seguro») frente a un escenario de crisis económica y deflación. Ello descansa en la esperanza de que los bonos muestren correlación negativa con las acciones, lo que a su vez responde a la expectativa de un comportamiento

procíclico de la inflación. Si se ve incumplida, cabría esperar un aumento notable de dicha prima.

Segundo, la «remuneración real», que también consta de dos partes: el «tipo de interés real a corto plazo esperado» en promedio durante la vida del bono, y una «prima a plazo real» para compensar el riesgo de que los tipos efectivos acaben siendo mayores de lo que se espera. El riesgo de tipo de interés también es hoy considerable. Los inversores parecen convencidos de que los tipos reales a corto plazo permanecerán en niveles ultrabajos muchos años en un escenario de estancamiento secular. Por tanto, pequeñas sorpresas positivas en el crecimiento económico global podrían ser suficientes para desencadenar una revisión al alza de tal expectativa, ocasionando pérdidas en los bonos. Además, el poderoso efecto bajista del QE sobre la «prima a plazo real» (hasta situarla en cotas negativas) desaparecería si esa mejora económica convenciera a los bancos centrales para revertir dicha política.

Tercero, una «prima por riesgo de impago» para compensar el riesgo de que el emisor no pague íntegramente cupones y principal. Todo bono soberano tiene riesgo de crédito, aunque sea muy bajo. El QE del BCE ha contribuido, sin duda, a reducir las primas de riesgo de la deuda pública europea, principalmente la de los países periféricos. Pero cuando el QE termine, la valoración sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas ganará peso en la fijación de la prima de riesgo.

Y cuarto, una «prima de liquidez» ante el riesgo de no poder vender anticipadamente los bonos, en la fecha y volumen deseados, por ausencia de contraparte dispuesta a comprar. El riesgo de liquidez ha aumentado en los últimos años debido a las restricciones regulatorias impuestas a los bancos para operar como creadores de mercado, y por el propio QE. Sin embargo, la percepción de este riesgo por los inversores es intermitente. Hemos asistido a un par de tormentas (en 2013 por el *tapering* de la Fed, y en 2015 tras las medidas del BCE) en las cuales un alza inicial de las TIR desencadenó una espiral vendedora por la interacción de unas pobres condiciones de liquidez y una sobrecarga de bonos en las carteras de muchos inversores. Ambos episodios fueron transitorios, pero bien podrían repetirse y disparar la «prima de liquidez».

Una TIR del 0,3% no parece muy atractiva frente a este horizonte de riesgos. Posiblemente, hay que comenzar a prestar atención a quienes llevan tiempo advirtiendo que los bonos soberanos han pasado a proporcionar «riesgo sin rentabilidad».

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

| | 31-ago | 29-jul | Variación mensual (p. b.) | Variación acum. en 2016 (p. b.) | Variación interanual (p. b.) |
|-------------------------------------------------------------|--------|--------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| Eurozona | | | | | |
| Refi BCE | 0,00 | 0,00 | 0 | -5,0 | -5,0 |
| Euríbor 3 meses | -0,30 | -0,30 | 0 | -16,8 | -26,6 |
| Euríbor 12 meses | -0,05 | -0,05 | 0 | -11,0 | -21,0 |
| Deuda pública a 1 año (Alemania) | -0,60 | -0,60 | 0 | -22,2 | -36,6 |
| Deuda pública a 2 años (Alemania) | -0,62 | -0,63 | 1 | -27,5 | -41,7 |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | -0,07 | -0,12 | 5 | -69,9 | -86,8 |
| Deuda pública a 10 años (España) | 1,01 | 1,02 | -1 | -76,1 | -109,9 |
| Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹ | 108 | 114 | -6 | -6,4 | -23,4 |
| EE. UU. | | | | | |
| Fed funds (límite superior) | 0,50 | 0,50 | 0 | 0,0 | 25,0 |
| Líbor 3 meses | 0,63 | 0,76 | -14 | 1,2 | -21,7 |
| Líbor 12 meses | 1,21 | 1,43 | -22 | 3,2 | -34,9 |
| Deuda pública a 1 año | 0,59 | 0,49 | 10 | -0,7 | 21,3 |
| Deuda pública a 2 años | 0,81 | 0,66 | 15 | -23,8 | 7,3 |
| Deuda pública a 10 años | 1,58 | 1,45 | 13 | -68,9 | -63,8 |

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

| | 31-ago | 29-jul | Variación mensual (p. b.) | Variación acum. en 2016 (p. b.) | Variación interanual (p. b.) |
|-------------------------------|--------|--------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| Itraxx Corporativo | 68 | 68 | -1 | -9,5 | -3,7 |
| Itraxx Financiero Sénior | 90 | 92 | -1 | 13,4 | 9,1 |
| Itraxx Financiero Subordinado | 203 | 203 | 1 | 47,7 | 40,1 |

Tipos de cambio

| | 31-ago | 29-jul | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2016 (%) | Variación interanual (%) |
|------|---------|---------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| \$/€ | 1,116 | 1,117 | -0,1 | 2,7 | -0,5 |
| ¥/€ | 115,400 | 114,060 | 1,2 | -11,7 | -15,1 |
| £/€ | 0,849 | 0,845 | 0,5 | 15,2 | 16,2 |
| ¥/\$ | 103,430 | 102,060 | 1,3 | -14,0 | -14,7 |

Materias primas

| | 31-ago | 29-jul | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2016 (%) | Variación interanual (%) |
|-------------------------------|---------|---------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| Índice CRB de materias primas | 401,2 | 408,1 | -1,7 | 7,1 | -1,3 |
| Brent (\$/barril) | 46,2 | 41,0 | 12,6 | 29,2 | -9,9 |
| Oro (\$/onza) | 1.309,0 | 1.351,0 | -3,1 | 23,3 | 15,3 |

Renta variable

| | 31-ago | 29-jul | Variación mensual (%) | Variación acum. en 2016 (%) | Variación interanual (%) |
|-------------------------|----------|----------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| S&P 500 (EE. UU.) | 2.171,0 | 2.173,6 | -0,1 | 6,2 | 10,1 |
| Eurostoxx 50 (eurozona) | 3.023,1 | 2.990,8 | 1,1 | -7,5 | -7,5 |
| Ibex 35 (España) | 8.716,8 | 8.587,2 | 1,5 | -8,7 | -15,0 |
| Nikkei 225 (Japón) | 16.887,4 | 16.569,3 | 1,9 | -11,3 | -10,6 |
| MSCI emergentes | 893,7 | 873,5 | 2,3 | 12,5 | 9,2 |
| Nasdaq (EE. UU.) | 5.213,2 | 5.162,1 | 1,0 | 4,1 | 9,1 |

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

COYUNTURA · La expansión continúa, pero los riesgos a la baja permanecen

Tras un verano tranquilo, la economía mundial sigue su senda de moderado ascenso. Los indicadores más recientes tienden a confirmar que la economía mundial va camino de crecer un 3,2% en 2016. Se trata de una aceleración moderada respecto a 2015, cuando el avance del PIB fue del 3,1%, que se da en un contexto de notable incertidumbre geopolítica y con riesgos de que el crecimiento finalmente sea algo menor de lo previsto. Con todo, el hecho de que la Reserva Federal (Fed) apunte de forma algo más decidida que reemprenderá la normalización monetaria en este mismo 2016 y la confirmación de que, hasta la fecha, el impacto negativo del *brexit* parece básicamente circunscrito a la economía británica, han propiciado la remisión de algunas de las inquietudes de los inversores. También es positivo el hecho de que sean el grupo de economías emergentes (aunque se mantiene la preocupación en casos como el de Brasil) las que vuelvan a recuperar dinamismo tras un 2015 preocupante.

ESTADOS UNIDOS

La economía de EE. UU. circula por la etapa madura de su ciclo. La revisión algo a la baja de la serie histórica del PIB, que se realiza anualmente en julio, y, especialmente, un dato de crecimiento del 2T 2016 peor de lo previsto han suscitado en algunos medios y analistas dudas sobre cuál es el auténtico momento cíclico de la economía estadounidense e, incluso, si la Fed debería aplazar aún más el aumento del tipo de referencia. A nuestro juicio, el diagnóstico es claro: las condiciones macroeconómicas más que justifican la continuidad del proceso de normalización monetaria iniciado en diciembre pasado. Esta valoración se basa principalmente en tres elementos: el carácter temporal de la desaceleración del 2T, las perspectivas alcistas de la inflación y la madurez del mercado laboral.

Desaceleración temporal en el 2T. La economía estadounidense avanzó un 0,3% intertrimestral en el 2T 2016 (1,2% interanual), una cifra menor de lo previsto y solo marginalmente superior al débil 1T, cuando el PIB creció un 0,2%. La debilidad en el avance del PIB se debió en buena parte a la notable contribución negativa de la acumulación de existencias, que le restó 3 décimas, cuando en los cuatro trimestres precedentes el drenaje fue de solo 1 décima porcentual. Por sí solo, este elemento hace esperar un probable rebote de la actividad en los próximos trimestres. Adicionalmente, es muy positiva la evolución del consumo privado, que creció un 1,1% intertrimestral, un ritmo que no se había registrado desde el 4T 2014. El dinamismo del consumo provee de un fondo de resistencia que va a facilitar una aceleración del crecimiento en el segundo semestre de 2016. En cambio, la evolución de la inversión suscita más dudas. Su fuerte retroceso (-2,5%) se ha debido principalmente al mal comportamiento de la inversión residencial, que rompió con la senda de recuperación iniciada a principios de 2014. Más allá del PIB del 2T, los indicadores disponibles del 3T sugieren que el

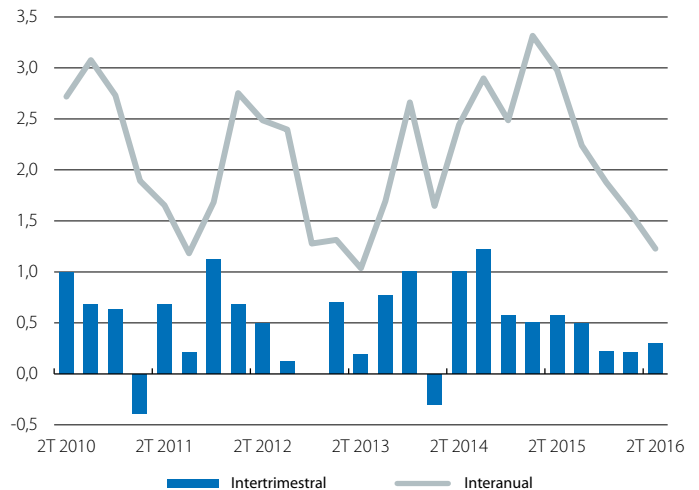
Entorno económico financiero global: situación actual

| | | |
|----------------------|----------------------------------|---|
| Coyuntura económica | EE. UU. | ● |
| | Japón | ● |
| | Eurozona | ● |
| | China | ● |
| | India | ● |
| | Rusia | ● |
| | Brasil | ● |
| | Turquía | ● |
| Mercados financieros | Divisas y bolsas emergentes | ● |
| | Materias primas | ● |
| | Bolsas países desarrollados | ● |
| | Deuda pública EE. UU. y Alemania | ● |
| | Euro frente a dólar | ● |

Fuente: CaixaBank Research.

EE. UU.: PIB

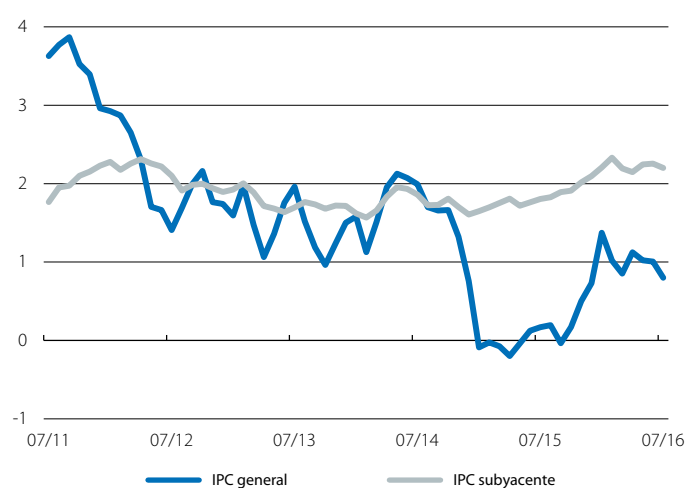
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

escenario de aceleración se está materializando. En particular, los índices de sentimiento empresarial (ISM), tanto de manufacturas como de servicios, se situaron en julio por encima del límite de los 50 puntos, lo que denota expansión del ritmo de actividad.

La inflación, a la puerta del ascenso. En julio, el IPC creció un 0,8% interanual, 2 décimas menos que el mes anterior, debido a la caída del componente energético. La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 2,2% (2,1% en junio). Esta tónica de contención inflacionista está a punto de sufrir un cambio, ya que a partir de agosto el efecto escalón del petróleo se deshará. Así, las previsiones de CaixaBank Research apuntan a que en diciembre de 2016 el índice general se situará en el 1,9% interanual, para superar el 2,5% en el primer tramo de 2017.

Un mercado laboral sólido, otro síntoma de la etapa madura del ciclo. La evolución del mercado laboral, a la que la Fed presta una atención elevada, es consistente con una economía que transita por una fase cíclica madura. Así, en julio se crearon 255.000 puestos de trabajo, por encima del listón de los 200.000, mientras que la tasa de paro se mantuvo en un bajo 4,9% y los salarios continuaron marcando avances significativos (2,6% interanual), lo que representa un factor añadido de presión inflacionista.

La segunda subida de la Fed, más próxima. Siendo este el contexto macroeconómico nacional, y con el entorno internacional relativamente estable, según las previsiones de CaixaBank Research lo más probable es que la Fed aumente el tipo de referencia antes de final de año, un movimiento que abrirá la puerta a un proceso más continuado, aunque paulatino, de subidas de tipos en 2017 y 2018 (75 p. b. en cada uno de esos años).

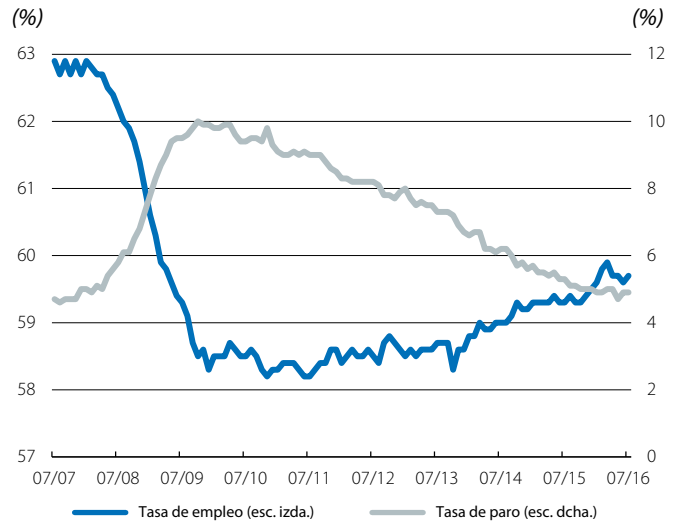
JAPÓN

Traspié en el 2T. El PIB del 2T 2016 creció un 0,05% intertrimestral (0,6% interanual), frente al 0,5% del 1T, por la atonía del consumo privado y la debilidad de las exportaciones a EE. UU. y China. El bajo tono del gasto de los hogares tiene su reflejo en la inflación. En julio, el índice general cayó un 0,5% interanual, empeorando el de por sí débil registro de junio (-0,3% interanual). El índice subyacente tampoco escapó a la atonía inflacionista, ya que se situó en julio en un ritmo de avance mínimo, del 0,3% interanual, la mitad del promedio registrado en el primer semestre de 2016. En este contexto, se especula que, tras el nuevo estímulo fiscal aprobado en julio, el BOJ podría ampliar el ritmo de expansión cuantitativa en septiembre. Con todo, abundan las dudas sobre la efectividad de nuevas medidas de expansión monetaria (véase el focus «Japón: política monetaria a examen» en este mismo Informe Mensual).

EMERGENTES Y MATERIAS PRIMAS

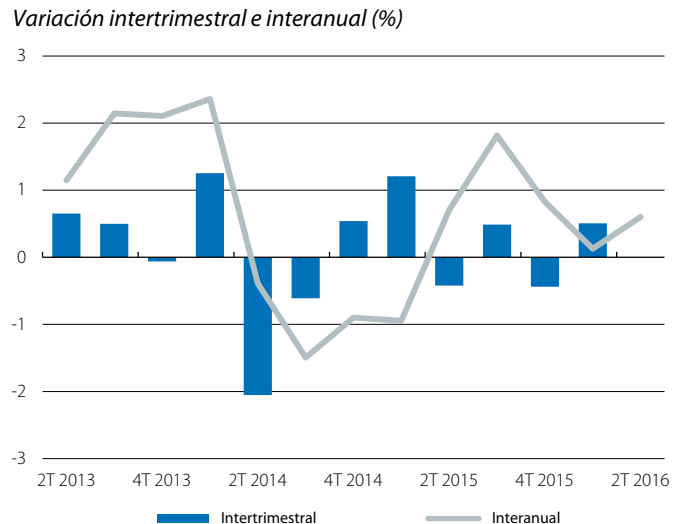
Mejor tono de los emergentes, aunque las fuentes de incertidumbre se mantienen. Los datos macroeconómicos más recientes han tendido a ser positivos y refuerzan la visión de que las economías asiáticas emergentes mantienen un buen tono y

EE. UU.: mercado laboral



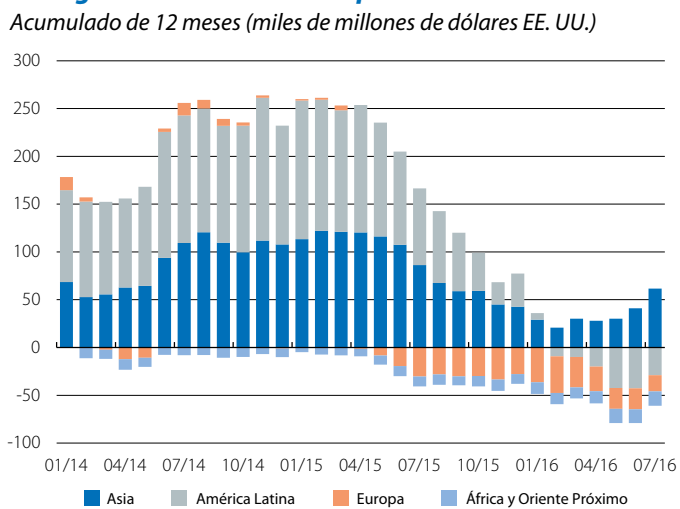
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB



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

Emergentes: entradas de capitales de cartera *



Nota: * Flujos de renta variable y deuda. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

que, con la salvedad de Brasil, América Latina se está estabilizando. Como respuesta a este flujo de indicadores más constructivos, y en un contexto financiero global de inversores en claro *search for yield*, la entrada de capitales financieros con destino a los emergentes ha tendido a recuperarse en los últimos meses.

Asia: en el 2T, las economías china e india aguantan el tipo.

La economía china creció un 6,7% interanual en el 2T, sin cambio respecto al ritmo de avance del 1T, mientras que el PIB de la India avanzó un 7,1%, un crecimiento significativo pese a situarse por debajo del 7,9% del trimestre anterior. En el caso de China, los datos de contabilidad nacional, junto con los indicadores más recientes conocidos, avalan que la economía se desacelera a un ritmo suave al tiempo que progresa en el complejo cambio de modelo productivo (modelo en el cual deberá tener más peso el consumo y los servicios, frente al tradicional binomio exportaciones-inversión y la industria). En el caso indio, se sigue poniendo de manifiesto que su notable ritmo de crecimiento responde principalmente a determinantes internos (en particular, al dinamismo del consumo). Un reto inmediato para la India será que el relevo en la dirección del banco central no suponga un menoscabo de su elevada credibilidad.

Brasil, México, Turquía y Rusia, cuatro países que encarnan distintos dilemas emergentes.

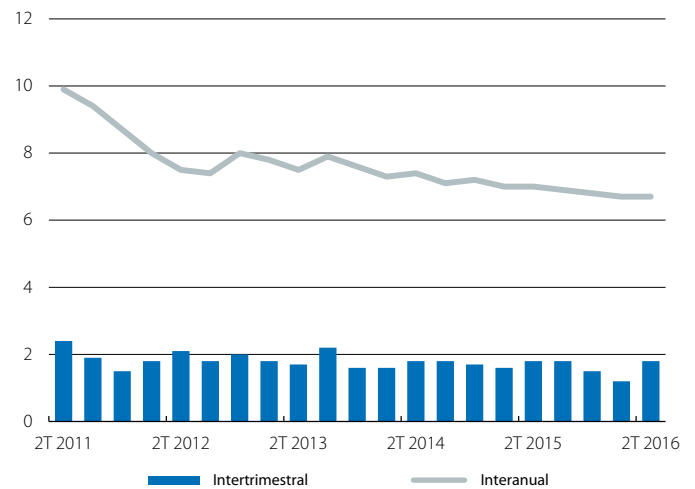
En Brasil, la confirmación de la destitución de la presidenta Rousseff, ya apartada anteriormente del cargo, y las dudas sobre la capacidad del Gobierno de impulsar el necesario ajuste público mantiene el foco político como fuente de incertidumbre. En este contexto, la salida de la recesión sigue siendo complicada, como atestigua la caída del PIB del 0,6% en el 2T (-0,4% en 1T). Tampoco fue positivo el dato de contabilidad nacional del PIB de México, que sorprendió con un -0,2% intertrimestral en dicho 2T (+0,5% en 1T). Con todo, cabe entender este bache como temporal, reflejo de la doble dependencia (con EE. UU. y con el petróleo) de la economía mexicana. Turquía, por su parte, ha sufrido un *shock* de incertidumbre que tiene su origen en las incógnitas que se ciernen sobre la futura evolución institucional del país tras la intencionalidad de golpe de Estado del julio pasado, a las que se le suman importantes presiones geopolíticas. Finalmente, en Rusia el retroceso interanual del PIB en el 2T fue del 0,6%, sensiblemente menor de lo esperado, lo que sugiere que el país se aleja paulatinamente de la fase aguda de la recesión, aunque la sensación de fondo sigue siendo de fragilidad en la recuperación.

Materias primas: pausa en la recuperación de las cotizaciones.

Durante el verano los precios de las materias primas han tendido a consolidar el *rally* que experimentaron en los meses anteriores. Esta evolución de conjunto integra la evolución alcista de los metales básicos (véase el focus «Precios de los metales básicos: una recuperación de poco peso» en este *Informe Mensual*), la bajista de muchas de las materias primas agrícolas y el movimiento más lateral de las energéticas. En particular, en este último grupo destaca el viaje de ida y vuelta del petróleo. Así, el barril de crudo de calidad Brent se situaba el 30 de junio en los 50 dólares, cayó hasta los 43 dólares a principios de agosto (fundamentalmente, debido a la constatación de un aumento de la oferta), y volvió prácticamente al punto de partida a finales de agosto (cuando aumentaron las especulaciones de un posible acuerdo de la OPEP de realizar un ajuste de oferta en otoño).

China: PIB

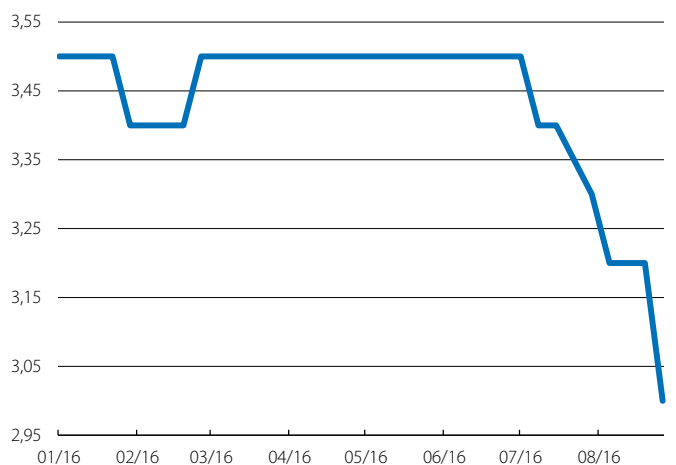
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

Turquía: crecimiento del PIB previsto para 2017

(% variación anual)



Nota: Consenso de los analistas (Bloomberg).

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

Materias primas: cotizaciones

Índice (100 = 1/1/2014)



Nota: Índice CRB de materias primas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CRB

FOCUS · Japón: política monetaria a examen

La lucha del Banco de Japón (BOJ) por alejar el riesgo de deflación está siendo intensa. El tipo de interés de referencia se encuentra en el -0,1% y los activos del BOJ han pasado de 147 billones de yenes (un 30% del PIB) en 2012 a 436 (un 87% del PIB), y está previsto que alcancen el 110% del PIB en 2017.¹

A pesar de la contundencia de las medidas del BOJ, un breve repaso de los principales indicadores de la economía japonesa ofrece una visión poco alentadora de su efectividad. La inflación subyacente se situó en un moderado 0,3% en julio. Aunque por encima del promedio alcanzado entre 2000 y 2012 (-0,6%), está claramente por debajo del objetivo del 2% que el propio BOJ instauró en febrero de 2013. Asimismo, las expectativas de inflación todavía se emplazan muy por debajo de este objetivo.

La evolución de los indicadores de demanda, tanto interna como externa, tampoco es halagüeña. Destacan, en negativo, el poco dinamismo del consumo privado y de las exportaciones. Los datos son especialmente preocupantes porque los costes financieros y el tipo de cambio sí que han reaccionado a las medidas del BOJ. Así, la rentabilidad del bono soberano a 10 años pasó del 0,8% a finales de 2012 al -0,25% en julio de 2016; y el yen se depreció en términos efectivos nominales un 25% entre finales de 2012 y mediados de 2015, aunque posteriormente se apreció por el QE del BCE y el retraso en la subida de tipos de la Fed.

Para valorar la efectividad de las medidas del BOJ hay que tener en cuenta que otros factores podrían haber jugado en contra y contrarrestar su impacto. Por ejemplo, la inflación subyacente sería más elevada si el precio del petróleo no hubiera caído (por los efectos indirectos y de segunda ronda), la evolución del consumo habría sido algo más vigorosa si no se hubiera aumentado el IVA, o las exportaciones hubieran ido mejor de no ser por la desaceleración de la economía china. Sin embargo, aunque se tengan en cuenta estos y otros contratiempos que se han producido, el impacto de las medidas parece limitado.²

La lista de factores que lo explica es amplia. Destaca la poca credibilidad que tiene el propio BOJ tras décadas intentando relanzar la inflación y con una actuación durante los últimos años que ha ido a remolque de los acontecimientos. Asimismo, el elevado nivel de deuda,

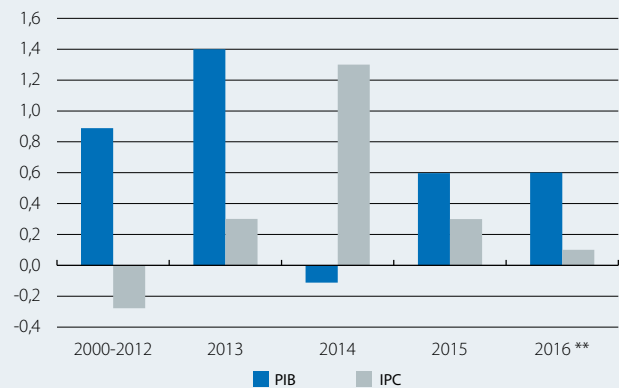
1. Esta previsión se ha visto incrementada durante el verano por el anuncio del aumento de las compras de activos de renta variable. Probablemente volverá a aumentar los próximos meses con el anuncio de nuevas medidas.
2. Véase Hausman, Joshua K. y Johannes F. Wieland, (2015) «Overcoming the Lost Decades?: Abenomics after Three Years» Brookings Papers on Economic Activity 2015.2: 385-431. Y De Michelis, Andrea y Matteo Iacoviello, (2016) «Raising an inflation target: The Japanese experience with Abenomics» European Economic Review.

tanto pública como privada, hace que las rebajas del tipo de interés no consigan estimular el crédito.³ Además, a los numerosos ahorradores japoneses, la rebaja del tipo de interés les hace ahorrar todavía más para alcanzar el nivel de capital futuro que desean, un aspecto importante en la economía japonesa dado el envejecimiento de la población. Finalmente, tampoco ha ayudado que los otros grandes bancos centrales también hayan seguido una política igual de expansiva que la del BOJ, ya que ello ha limitado el impacto del QE sobre las exportaciones japonesas.

En definitiva, todo apunta a que debería quitarse presión sobre el frente monetario. El énfasis debería situarse en las reformas estructurales, otro de los ejes del Abenomics y que, hasta la fecha, no ha recibido suficiente atención. Desgraciadamente, a corto plazo no parece que vaya a ser así.

Japón: PIB e IPC *

Variación anual (%)



Notas: * La variación anual del IPC no incluye la subida del IVA del 5% al 8% en abril de 2014. ** Previsión.

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

Japón: mercados financieros

Índice (100 = enero 2007)



Nota: * Un aumento indica apreciación del yen con respecto a una cesta amplia de divisas.

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

3. La deuda pública se sitúa en el 250% del PIB y la privada en el 165%.

FOCUS · Precios de los metales básicos: una recuperación de poco peso

En lo que va de año, el precio del conjunto de metales industriales denominados «básicos» (aluminio, cobre, níquel, plomo, zinc y estaño), ha aumentado un 9,5%, con avances sustanciales en las cotizaciones del zinc (42,4%), estaño (25,6%) y níquel (15,8%). Estas cifras contrastan con la evolución bajista de los precios en años precedentes y han abierto la puerta a discutir si se está ante el final del ajuste de los precios de los metales básicos o, simplemente, es un alto (alcista) en el camino (bajista).

Para responder a esta cuestión primero hay que dotarse de la perspectiva temporal correcta. Los metales, como otras materias primas, tienden a moverse en ciclos a largo plazo, a veces denominados «superciclos». Específicamente, el actual ciclo a largo plazo se considera que se inició en 2003. Tal y como se puede observar en el gráfico, los metales básicos cuadruplicaron su precio entre 2003 y 2007, sufrieron una caída derivada de la Gran Recesión en 2008-2009, para después recuperar sus máximos cíclicos en 2011. Después, las cotizaciones se desplomaron un 50% hasta finales de 2015.

Situados en el contexto temporal adecuado, cabe preguntarse si los factores determinantes del ciclo a largo plazo de los metales básicos se mantienen o se están agotando. Desde el punto de vista de la demanda, el aspecto esencial a tener en cuenta es la basculación hacia las economías emergentes, y en particular, hacia China. Según datos del Banco Mundial, el gigante asiático pasó de consumir el 17% del total de metales refinados mundiales en 2003 al 51% en 2016. Por ello, los cambios en la demanda china de metales delimitan en gran medida la evolución del consumo mundial de los mismos: mientras en la fase alcista del superciclo (2003-2007) la demanda china de metales refinados creció un 20% en media anual (y la mundial, un 6%), en el periodo de ajuste 2012-2015, el consumo chino avanzó un 10% y la demanda mundial un 5%.

¿Cómo ha reaccionado la oferta ante este aumento del consumo chino de metales básicos? Con la puesta en el mercado de una cantidad creciente de producto. Entre 2003 y 2015, la producción de aluminio aumentó un 110%, la de metal de hierro un 80%, la del plomo un 72%, las de cobre y níquel un 47% y la de zinc un 45%. Es el resultado de un notable esfuerzo de inversión, que llevó a las primeras 10 empresas del sector de producción de metales de invertir menos de 10.000 millones de dólares en 2003 a alcanzar los 400.000 millones en 2014. No obstante, y en respuesta ante las perspectivas más contenidas de la demanda, esta evolución al alza de la inversión se ha ido ajustando en la segunda mitad del superciclo. Así, por ejemplo, la inversión de las empresas *top-10* disminuyó un 20% entre 2012 y 2014. Por lo que se refiere a la producción, la respuesta es mucho más selectiva ya que se han registrado disminuciones apreciables en la del mineral de

hierro y del cobre, pero no en las de aluminio, níquel o zinc, que, de hecho, han seguido aumentando.

En este contexto, ¿qué explica el cambio de 2016? Dado que las condiciones de oferta no han variado sustancialmente, la explicación hay que buscarla en la demanda. La demanda prevista para 2016 representa un cierto cambio respecto a la desaceleración de años anteriores. En particular, la demanda esperada es fuerte en los tres metales más alcistas (zinc, estaño y níquel), hecho que se interpreta como el resultado del impacto de los programas de infraestructuras y de las medidas de impulso del crédito de China.¹

¿Representa esta dinámica un cambio duradero de los fundamentos de los precios de los metales? Probablemente, no. Si se analizan las perspectivas de la demanda de metales de China en base al mapa de ruta que dibuja su Plan Quinquenal 2016-2020, se constata que los dos metales más importantes (hierro y cobre) no se van a beneficiar excesivamente de una economía que transita hacia un modelo con mayor peso de los servicios y del consumo. En cambio, algunos de los metales ligeros que ya están sorprendiendo al alza (en particular, el zinc) sí que van a ver incrementada su demanda futura.² Pero dado que estos metales tienen un peso menor en el conjunto, las perspectivas del grupo continúan siendo bajistas. Una conclusión que se refuerza si se compara el actual ciclo largo con otros anteriores. Ello no implica que, a corto plazo, el *rally* observado no tenga cierto recorrido, pero muy centrado en metales concretos.

Metales básicos: cotización

Índice (100 = enero 2013)



Nota: Índice ponderado de las cotizaciones a contado del aluminio, cobre, níquel, plomo, zinc y estaño.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del London Mercantile Exchange.

1. También se han esgrimido factores financieros, como la mayor apetencia de los inversores por las materias primas en general y las expectativas de diferimiento de la normalización de la Fed, que han debilitado el dólar.
2. El zinc se utiliza especialmente en usos industriales vinculados a la electrónica, que van a verse intensificados en la previsible evolución de China hacia una economía más tecnológica, con mayor desarrollo de las infraestructuras de transporte urbano y un mayor peso del consumo.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 | 08/16 |
|----------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Actividad | | | | | | | | |
| PIB real | 2,4 | 2,6 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 1,2 | - | ... |
| Ventas al por menor (sin coches ni gasolina) | 4,5 | 4,2 | 4,1 | 3,5 | 4,0 | -118,9 | 3,8 | ... |
| Confianza del consumidor (valor) | 86,9 | 98,0 | 98,3 | 96,0 | 96,0 | 94,8 | 96,7 | 101,1 |
| Producción industrial | 2,9 | 0,3 | 0,1 | -1,6 | -1,6 | -1,1 | -0,5 | ... |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (valor) | 55,6 | 51,3 | 51,0 | 48,6 | 49,8 | 51,8 | 52,6 | ... |
| Viviendas iniciadas (miles) | 1.001 | 1.108 | 1.156 | 1.135 | 1.151 | 1.156 | 1.211 | ... |
| Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor) | 171 | 179 | 179 | 183 | 187 | 188 | ... | ... |
| Tasa de paro (% pobl. activa) | 6,2 | 5,3 | 5,2 | 5,0 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | ... |
| Tasa de empleo (% pobl. > 16 años) | 59,0 | 59,3 | 59,3 | 59,4 | 59,8 | 59,7 | 59,7 | ... |
| Balanza comercial ¹ (% PIB) | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,7 | -2,7 | ... | ... |
| Precios | | | | | | | | |
| Precios de consumo | 1,6 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 1,1 | 1,1 | 0,8 | ... |
| Precios de consumo subyacente | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | ... |

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

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

JAPÓN

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 |
|-----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Actividad | | | | | | | |
| PIB real | -0,1 | 0,6 | 1,8 | 0,8 | 0,1 | 0,6 | - |
| Confianza del consumidor (valor) | 39,3 | 41,3 | 41,0 | 42,2 | 41,4 | 41,2 | 41,3 |
| Producción industrial | 2,1 | -1,2 | -0,4 | -1,1 | -3,2 | -1,7 | -0,5 |
| Índice actividad empresarial (Tankan) (valor) | 13,5 | 12,8 | 12,0 | 12,0 | 6,0 | 6,0 | - |
| Tasa de paro (% pobl. activa) | 3,6 | 3,4 | 3,4 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,0 |
| Balanza comercial ¹ (% PIB) | -2,6 | -0,6 | -1,0 | -0,6 | -0,2 | 0,1 | 0,4 |
| Precios | | | | | | | |
| Precios de consumo | 2,8 | 0,8 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | -0,3 | -0,5 |
| Precios de consumo subyacente | 1,8 | 1,0 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,3 |

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

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

CHINA

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 |
|----------------------------------------------------|------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Actividad | | | | | | | |
| PIB real | 7,3 | 6,9 | 6,9 | 6,8 | 6,7 | 6,7 | - |
| Ventas al por menor | 12,0 | 10,7 | 10,7 | 11,1 | 10,3 | 10,2 | 10,2 |
| Producción industrial | 8,3 | 6,1 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 6,1 | 6,0 |
| PMI manufacturas (oficial) (valor) | 50,7 | 49,9 | 49,8 | 49,7 | 49,5 | 50,1 | 49,9 |
| Sector exterior | | | | | | | |
| Balanza comercial ¹ (valor) | 383 | 635 | 610 | 635 | 600 | 601 | 610 |
| Exportaciones | 6,0 | -1,1 | -6,4 | -5,2 | -16,1 | -4,8 | -5,4 |
| Importaciones | 0,4 | -14,2 | -14,5 | -11,8 | -13,7 | -6,8 | -12,5 |
| Precios | | | | | | | |
| Precios de consumo | 2,0 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | 2,1 | 2,1 | 1,8 |
| Tipo de interés de referencia ² (valor) | 5,60 | 4,35 | 4,60 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,35 |
| Renminbi por dólar (valor) | 6,2 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,7 |

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 · Efectos contenidos del *brexit* en la eurozona

Se mantiene el escenario de recuperación gradual en la eurozona, aunque los riesgos siguen siendo elevados. El *brexit* se ha producido en un contexto económico relativamente favorable para la eurozona, con un crecimiento que, sin ser brillante, se va consolidando en cotas moderadas. El consumo de los hogares, aupado por las medidas tomadas por el BCE, no se ha visto afectado por el repunte temporal de la incertidumbre y se mantiene como uno de los pilares de la recuperación. Es por ello que la rebaja en las previsiones efectuadas por CaixaBank Research, y la mayoría de organismos internacionales, ha sido muy moderada. El FMI, por ejemplo, solo rebajó unas décimas las previsiones de crecimiento de 2017 y, de hecho, revisó al alza las de 2016 porque los datos del primer semestre han sido mejor de lo que se esperaba. Como se describe en el Focus «La incertidumbre tras el *brexit* y su impacto sobre el crecimiento económico» en este mismo *Informe Mensual*, en el Reino Unido el efecto del *brexit* sí que será significativo.

La recuperación prosiguió en el 2T a distintas velocidades. El ritmo de crecimiento del PIB de la eurozona justo antes del *brexit* fue del 0,3% intertrimestral, un ritmo acorde con lo esperado y similar al de los últimos tres trimestres. Sin embargo, y también como viene siendo habitual, los países de la eurozona avanzaron a ritmos dispares. Siguen destacando positivamente España, que mantuvo el fuerte ritmo de los últimos tres trimestres, y Alemania. En cambio, Portugal, Francia e Italia se mantienen más rezagados. Aunque en distinta medida, en el 2T tanto en Alemania como en Francia la demanda externa contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la interna lo hizo negativamente debido a la caída temporal de la inversión y de las existencias. Prevemos que en los próximos trimestres la demanda interna vuelva a recuperar el papel protagonista como sostén del crecimiento de ambos países. Por su lado, el PIB del Reino Unido creció un 0,6% en el 2T, impulsado por el buen comportamiento de la demanda interna, un apoyo con el que difícilmente podrá contar la economía británica en los próximos trimestres debido a la incertidumbre generada por el *brexit*.

Los datos post-*brexit* apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento de la eurozona en el segundo semestre. El índice PMI compuesto para la eurozona en agosto alcanzó los 53,3 puntos, un máximo de siete meses. Por su lado, el índice de sentimiento económico bajó ligeramente hasta los 103,5 puntos en agosto, pero se mantiene en cotas similares a las del primer semestre del año. Cabe mencionar el repunte en Francia del índice PMI, hasta los 51,6 puntos (50,1 en julio), y del índice de sentimiento económico, hasta los 100,9 puntos (100,1 en julio). Ambos indicadores se alejan de la zona de recesión a la que se habían acercado durante los últimos meses y se sitúan en cotas más acordes con el ritmo de avance que ha presenta-

Eurozona: previsiones del PIB del FMI

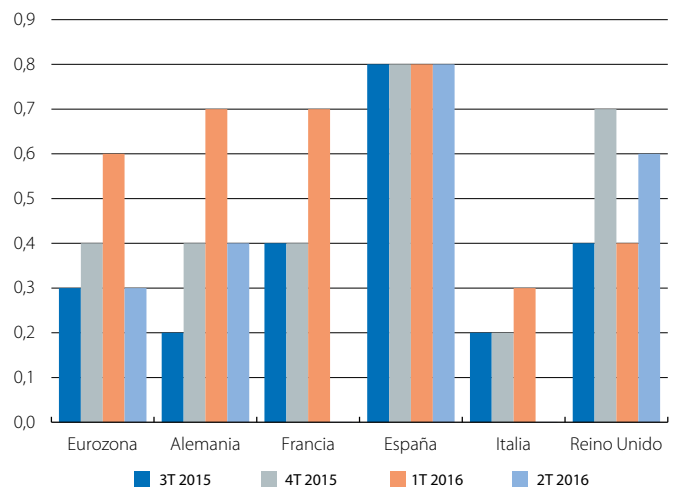
Variación anual (%)

| | Previsión | | | Variación respecto previsión abril 2016 | |
|-------------|-----------|------|------|-----------------------------------------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 |
| Eurozona | 1,7 | 1,6 | 1,4 | ▲ 0,1 | ▼ -0,2 |
| Alemania | 1,5 | 1,6 | 1,2 | ▲ 0,1 | ▼ -0,4 |
| Francia | 1,3 | 1,5 | 1,2 | ▲ 0,4 | ▼ -0,1 |
| Italia | 0,8 | 0,9 | 1,0 | ▼ -0,1 | ▼ -0,1 |
| España | 3,2 | 2,6 | 2,1 | = 0,0 | ▼ -0,2 |
| Reino Unido | 2,2 | 1,7 | 1,3 | ▼ -0,2 | ▼ -0,9 |

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

PIB

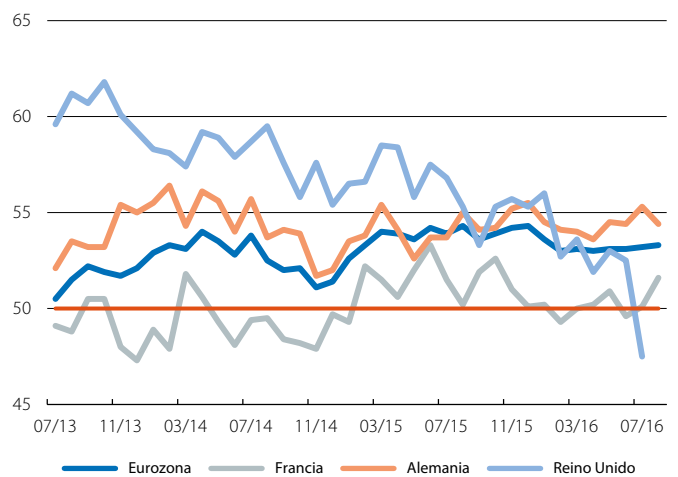
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: PMI compuesto

Nivel



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

do, y muy probablemente seguirá presentando, la economía gala: tasas de crecimiento positivas, pero modestas. En el caso del Reino Unido, después del *brexít* el índice PMI compuesto cayó hasta los 47,7 puntos en julio (52,4 en junio), en zona de contracción de la actividad. Ello refleja el impacto negativo que está teniendo el aumento de la incertidumbre sobre la economía británica.

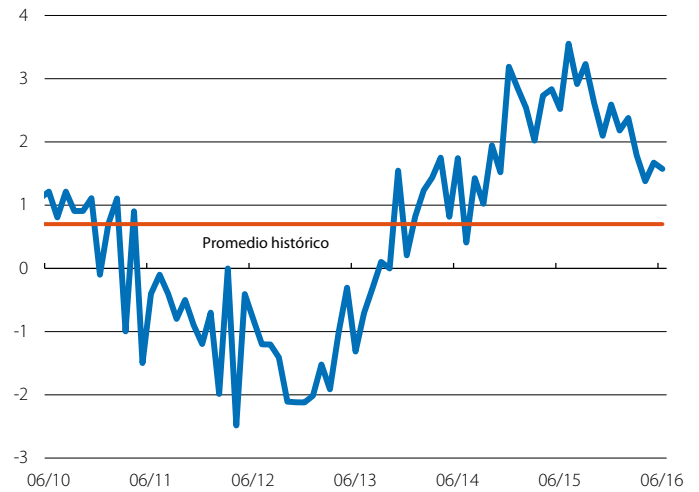
El consumo de los hogares sigue avanzando a un ritmo firme. Las ventas minoristas aumentaron un 1,6% interanual en junio, un ritmo similar al de los dos meses anteriores (crecimiento promedio del 1,5% en el 2T). Aunque la tendencia de los últimos trimestres es claramente descendente, el ritmo de avance se mantiene por encima del promedio histórico del 0,7%, por lo que el consumo privado sigue manteniéndose como uno de los principales apoyos de la recuperación económica. Los datos disponibles para el 3T siguen siendo alentadores. Por ejemplo, el índice de confianza del consumidor se situó en -8,2 puntos en julio y agosto en promedio, niveles parecidos a los dos primeros trimestres del año. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en el 10,1% en julio, 7 décimas por debajo del nivel de hace un año.

La inflación continúa en positivo. Tanto en julio como en agosto, la inflación se mantuvo en el 0,2% gracias a una menor caída de su componente energético y del impulso de los precios de los alimentos. Así, registró su tercer mes consecutivo en positivo desde enero y dejó atrás las tasas negativas de la primera mitad del año. En los próximos meses prevemos que la inflación siga su recuperación gradual con el avance de la actividad y la desaparición del efecto de la caída del precio del petróleo.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra reacciona ante el *brexít*. La evolución de la libra esterlina es uno de los indicadores que recoge mejor el impacto de la incertidumbre generada por el *brexít*, con una depreciación de más de un 10% respecto al dólar y el euro. Ante este escenario, la reacción del Banco de Inglaterra fue rápida y contundente, anunciando un amplio paquete de medidas de estímulo. Concretamente, recortó el tipo oficial en 25 p. b. hasta el 0,25% (y abrió la puerta a otro recorte en los próximos meses), amplió el programa de compra de activos de deuda pública en 60.000 millones de libras durante seis meses, y lanzó un programa de compra de activos de deuda corporativa por valor de 10.000 millones de libras durante un año y medio. Asimismo, creó una nueva facilidad de financiación para el sector bancario de 100.000 millones de libras al tipo oficial para incentivar la concesión de crédito y mitigar los efectos indeseados sobre el sector bancario de un entorno de tipos muy bajos (un instrumento similar al esquema creado por el BCE en marzo). Además, ajustó notablemente el cuadro macroeconómico previsto para el Reino Unido. El Banco de Inglaterra prevé ahora un crecimiento del 0,8% en 2017 y del 1,8% en 2018, un crecimiento significativamente menor al esperado antes del *brexít* (del 2,3% para ambos años).

Eurozona: ventas minoristas

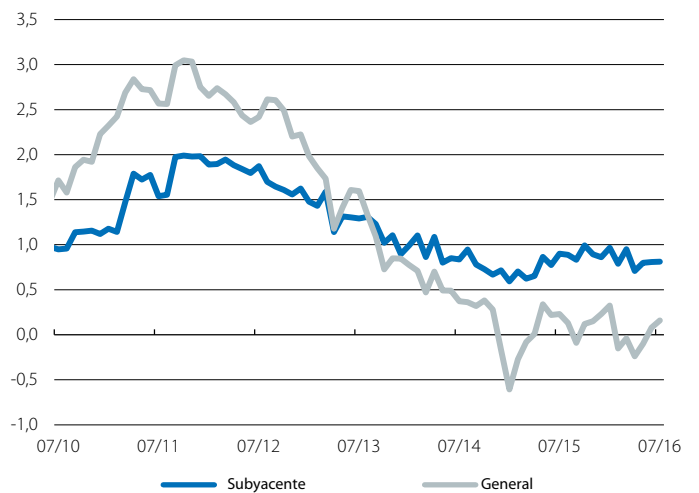
Variación interanual (%)



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

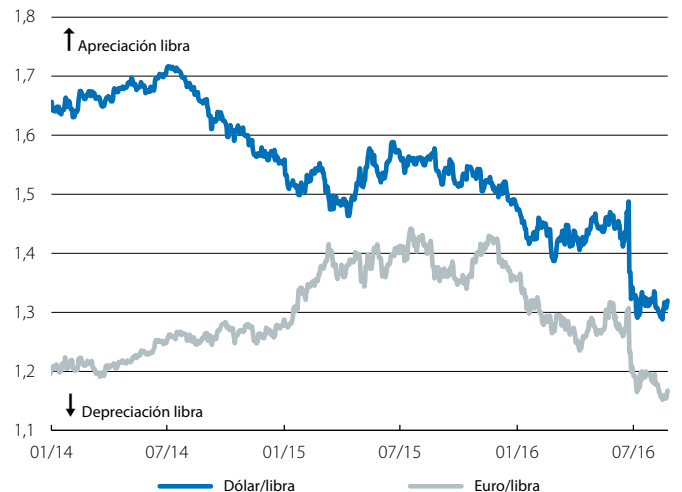
Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

Reino Unido: tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro y al dólar



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

Los riesgos políticos en la UE se mantienen elevados. En los próximos trimestres se irá definiendo cómo se articulará el proceso de salida del Reino Unido. Uno de los hitos a corto plazo en los que se empezará a vislumbrar el tono con el que se llevarán a cabo las negociaciones es la cumbre que se producirá a mediados de septiembre entre los distintos países de la UE y en la que, por primera vez, no asistirá el Reino Unido. A día de hoy, todo apunta a que el apretado calendario electoral de los próximos trimestres a nivel europeo situará el proceso negociador en la vía lenta.

La situación de solvencia de la banca europea ha mejorado, aunque preocupa la banca italiana. Los resultados de los test de estrés llevados a cabo por la EBA y el BCE mostraron un grado de resistencia considerable del sector. La banca europea poseía a finales de 2015 una ratio de capital CET1 fully loaded del 12,6%, una situación mucho más confortable que en ejercicios anteriores. Asimismo, la ratio de capital en el escenario adverso del test de estrés se mantenía en un holgado 9,2%. Sin embargo, el caso de la banca italiana requiere especial mención dado el elevado peso de los préstamos dudosos en los balances de algunos de sus bancos. Concretamente, en un escenario adverso como el planteado en el test de estrés, la ratio de capital caería en agregado casi 4 p. p. Las diferencias entre entidades, sin embargo, serían notables. El caso más extremo es el de Monte dei Paschi di Siena, que sufriría una caída de la ratio de capital hasta el -2,4%. La reacción no se ha hecho esperar y ya ha anunciado un plan de saneamiento que contempla la venta de un importante paquete de préstamos dudosos y una ampliación de capital de 5.000 millones de euros. Este plan, y el anunciado por otras entidades, no están exentos de riesgos, por lo que todavía hay dudas sobre la celeridad y la magnitud del ajuste que va a llevar a cabo la banca italiana.

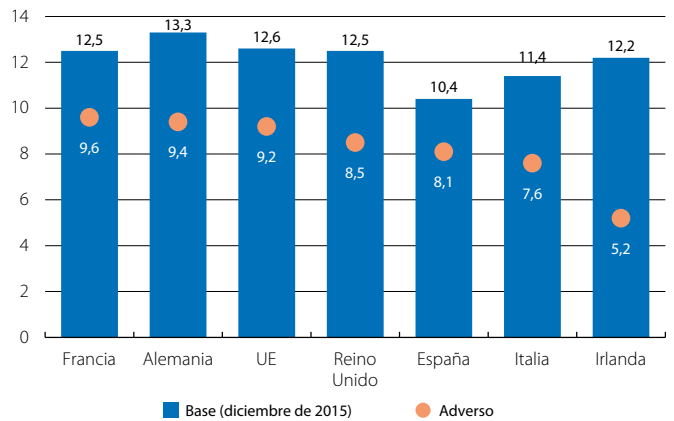
Portugal, una economía periférica en el punto de mira. El aumento de la percepción de riesgo ha vuelto a presionar los costes de financiación del país luso. Por un lado, la economía portuguesa creció a un ritmo inferior al esperado por el conjunto de analistas (0,8% interanual en el 2T, frente al 1,2% previsto). A esto se suma la preocupación sobre la solidez del Gobierno y la situación de las finanzas públicas. La CE concluyó que Portugal no tomó las medidas suficientes para corregir el déficit público en 2014 y 2015. De todas formas, no impuso una multa económica y relajó el ajuste del déficit a realizar en los próximos ejercicios (aunque su consecución requiere un ajuste presupuestario adicional). Finalmente preocupa la situación de la banca portuguesa y, en particular, la situación de Caixa Geral de Depósitos. En agosto se aprobó su plan de recapitalización, que está condicionado a un recorte de los costes, cambios en el gobierno corporativo y un refuerzo del equipo de gestión. Ante esta situación, la agencia de rating DBRS (la única que todavía sitúa en grado de inversión el rating portugués) manifestó que, aunque mantenía la perspectiva en «estable», se mostraba preocupada por la situación del país y podría revisar el rating en octubre.

Eurozona: principales citas políticas en Europa durante los próximos meses

| | | | |
|------|---------------------------|----------------|----------------------------------------------|
| 2016 | 2 de octubre | Austria | Elección presidencial (repetición) |
| | 2 de octubre | Hungría | Referéndum sobre normas inmigración UE |
| | Octubre (día a decidir) | Italia | Referéndum reforma constitucional |
| | 15 de marzo | Holanda | Elecciones al parlamento |
| 2017 | Abril (día a decidir) | Hungría | Elecciones presidenciales |
| | 23 de abril y 4 de mayo | Francia | Elecciones presidenciales (1.ª y 2.ª vuelta) |
| | 11 de junio y 18 de junio | Francia | Elecciones al parlamento (1.ª y 2.ª vuelta) |
| | Octubre (antes del 22) | Alemania | Elecciones al parlamento |
| | A lo largo del año | Reino Unido/UE | Negociaciones sobre el brexit |

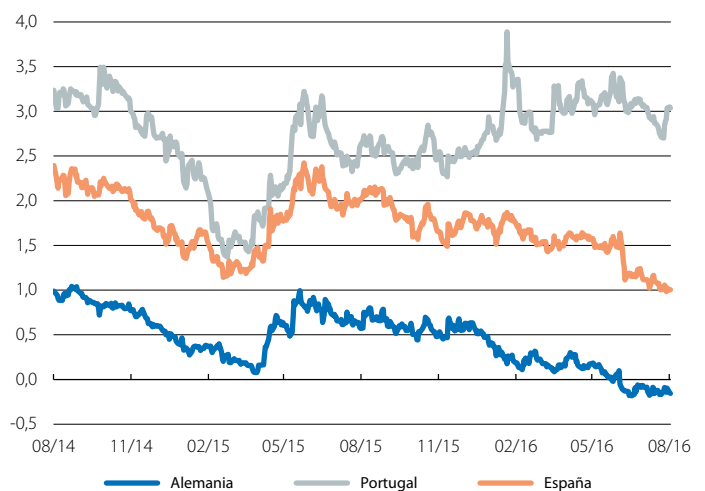
Fuente: CaixaBank Research.

Ratio de capital en el escenario base y en el adverso del test de estrés de la EBA (%)



Nota: Ratio de capital CET1 fully loaded incorpora todas las exigencias del regulador de cara a 2019 aunque con los datos actuales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la European Banking Authority (EBA).

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años (%)



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

FOCUS · La incertidumbre tras el *brexit* y su impacto sobre el crecimiento económico

El *brexit* cogió por sorpresa a propios y a extraños y ha dejado en el limbo el futuro marco de relaciones entre el Reino Unido y la UE. Más allá del impacto económico a largo plazo del acuerdo al que se llegue con la UE, a corto plazo la incertidumbre va a lastrar el crecimiento de la economía británica. Las empresas retrasarán decisiones de inversión y de contratación de trabajadores, y los hogares reducirán sus gastos o pospondrán la compra de una vivienda.

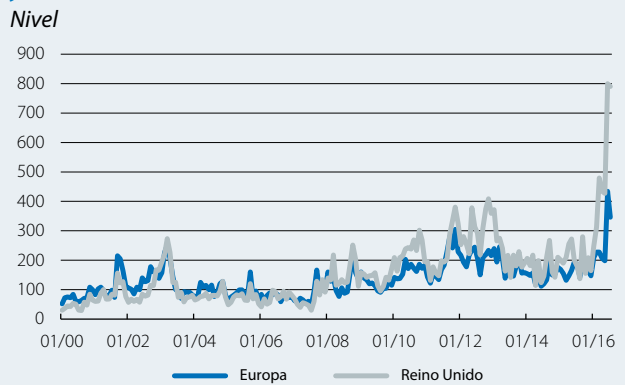
Analizar el impacto de la incertidumbre es una ardua tarea. Para empezar, no es fácil medirla. Uno de los indicadores utilizados por analistas y economistas es el índice de incertidumbre de política económica desarrollado por los economistas S. Baker, N. Bloom y S. Davis. Este índice está construido a partir del número de veces que la palabra «incertidumbre» (o una similar) aparece citada en los artículos de prensa.¹ La idea es sencilla: si en el mes de junio de 2016 apareció la palabra «incertidumbre» más veces que en mayo de 2016, es probable que la incertidumbre haya ido a más. Los autores han comprobado que el índice está correlacionado con otras maneras de medir la incertidumbre y que identifica muy bien estos episodios. Como se puede observar en el primer gráfico, los repuntes más destacados del índice coinciden con el 11 de septiembre, la caída de Lehman Brothers, la crisis europea de deuda soberana o el referéndum del *brexit*.

Una vez medida la incertidumbre, analizar su impacto sobre el crecimiento tampoco es trivial. Para cuantificar su alcance, analizamos la relación histórica entre el índice de incertidumbre y el PIB británico,² utilizando técnicas estadísticas similares a las de Baker, Bloom y Davis para el caso de los EE. UU.³ En junio de 2016, después del resultado del referéndum, el *shock* de incertidumbre observado en el Reino Unido fue de gran magnitud, equivalente a seis veces la desviación estándar de la serie. Este aumento de la incertidumbre tendrá un impacto significativo en el crecimiento. Como muestra el segundo gráfico, según nuestros cálculos comportará una reducción de 0,7 p. p. en el nivel del PIB seis meses después del *shock*. Asimismo, la

incertidumbre también podría afectar al mercado bursátil del Reino Unido, en línea con los argumentos presentados en el Focus «Incertidumbre y mercado bursátil» de este mismo *Informe Mensual*.

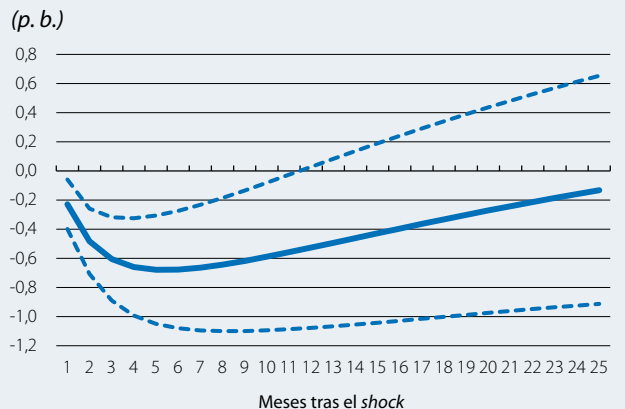
En resumen, reducir la incertidumbre en este periodo prolongado de negociaciones que se abre será clave para minimizar su impacto negativo sobre la economía. Sería deseable que no se tardara 10 años, como sucedió entre Suiza y la UE, para desarrollar un acuerdo a través de múltiples tratados bilaterales.

Índice de incertidumbre en la UE y en el Reino Unido



Nota: El índice de incertidumbre está calculado a partir del número de veces que aparece citada la palabra «incertidumbre» o similar en un artículo de prensa.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de Economic Policy Uncertainty Index.

Reino Unido: respuesta del PIB a un shock de incertidumbre



Nota: Shock de incertidumbre observado en junio de 2016 (equivalente a seis veces la desviación estándar). Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 80%.
Fuente: CaixaBank Research.

1. Para el Reino Unido utilizan los periódicos *The Times of London* y el *Financial Times*. Para más detalle en la construcción y definición exacta del Economic Policy Uncertainty Index (EPU), véase <http://www.policyuncertainty.com/>.

2. Se estima un vector autorregresivo de primer orden que incluye los datos mensuales de los índices de incertidumbre para el Reino Unido y para Europa, el logaritmo del nivel del FTSE 250, el retorno de los bonos británicos a 10 años y el logaritmo del empleo, así como el logaritmo del nivel del PIB, en este orden. Al incluir el índice de incertidumbre europeo, se puede distinguir entre aquella incertidumbre debida solo a la economía británica y a la UE.

3. Baker, S., Bloom, N. y Davis, S., «Measuring Policy Uncertainty», NBER Working Paper 21633, octubre de 2015.

FOCUS · ¿Debe reaccionar el BCE a la baja inflación?

En los últimos años, la inflación en la eurozona se ha mantenido por debajo del objetivo del 2% del BCE. Sin embargo, las bajas tasas de inflación actuales se producen en un entorno de caída del precio del petróleo y de recuperación lenta de la economía. Dadas estas circunstancias, ¿es realmente anormal el comportamiento actual de la inflación?

El primer paso para responder esta pregunta es estimar la inflación que se hubiera producido en ausencia de las caídas del precio del crudo. Para ello, construimos un índice de precios general que excluye aquellos componentes afectados, directa o indirectamente, por el petróleo.¹ Como indica el primer gráfico, que muestra la evolución de la inflación general observada y de la inflación estimada, de no haberse producido fluctuaciones en el precio del petróleo, desde 2015 habríamos observado tasas interanuales alrededor del 1,3% en promedio.

Así, eliminando los efectos del petróleo sobre la inflación, esta sería claramente más elevada. Aunque todavía se encontraría por debajo del objetivo del 2% del BCE, hay que tener en cuenta que la actividad de las economías de la eurozona todavía está en proceso de recuperación, por lo que ya cabría esperar una inflación más débil que en una parte más expansiva del ciclo económico. De hecho, como muestran los dos últimos gráficos, si comparamos la inflación actual sin los efectos del petróleo con la que cabría esperar según la relación histórica entre la inflación y la posición cíclica de la economía, vemos que tenemos unas tasas de inflación acordes con la experiencia histórica.

Por lo tanto, una vez tenemos en cuenta el comportamiento del precio del petróleo desde 2014 y la posición cíclica de la economía, tanto en la eurozona como en España, nos encontramos con unas tasas de inflación razonables.² Por ello, cabe esperar que, a medida que la recuperación económica avance y desaparezca el efecto base de la caída del precio del crudo, la inflación general vuelva a valores cercanos al objetivo del BCE.

Ante este escenario, y en la medida en la que parte de la baja inflación responde a una recuperación lenta de la economía, se justifica una política monetaria expansiva que ayude a la actividad a alcanzar su potencial. Sin embargo, dado que la situación actual es coherente con la relación histórica entre actividad e inflación, la baja inflación pierde fuerza como argumento para la toma de medidas adicionales de estímulo monetario.

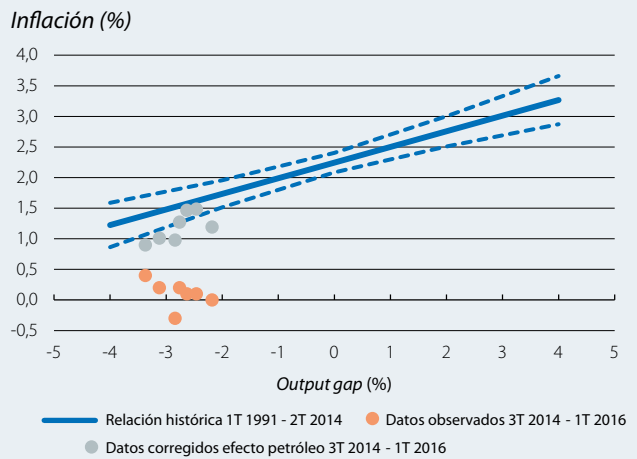
1. A partir de 94 componentes, excluimos aquellos cuya inflación interanual está significativamente correlacionada con la variación contemporánea o pasada (con un máximo de tres meses de diferencia) del precio del petróleo.
 2. En España, la inflación estimada se encuentra algo por debajo del intervalo de confianza histórico, aunque cerca de él. Ello es compatible con un cambio estructural de la economía que le permite crecer con menores presiones inflacionistas.

Inflación general: efectos directos e indirectos del petróleo



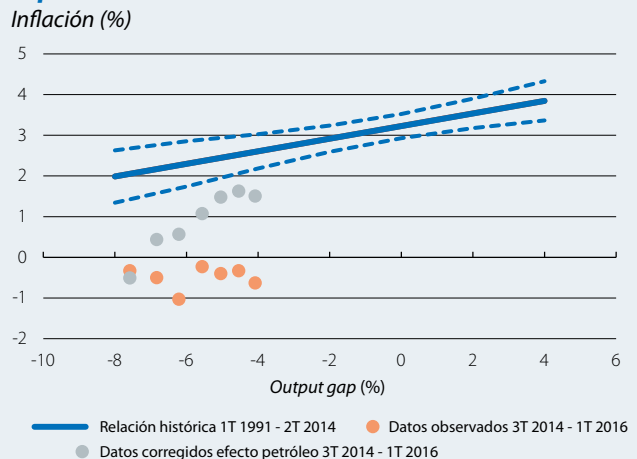
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: actividad e inflación



Nota: Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza al 95%.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

España: actividad e inflación



Nota: Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza al 95%.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 | 08/16 |
|-------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>) | 1,4 | 2,7 | 3,3 | 2,4 | 2,1 | 1,4 | ... | ... |
| Producción industrial (<i>variación interanual</i>) | 0,9 | 2,1 | 2,6 | 1,8 | 1,3 | 0,8 | ... | ... |
| Confianza del consumidor | -10,2 | -6,2 | -7,0 | -6,4 | -8,3 | -7,8 | -7,9 | -8,5 |
| Sentimiento económico | 101,5 | 104,2 | 104,5 | 106,2 | 104,0 | 104,3 | 104,5 | 103,5 |
| PMI manufacturas | 52,3 | 52,4 | 52,3 | 52,8 | 51,8 | 51,8 | 51,4 | ... |
| PMI servicios | 53,9 | 54,6 | 54,4 | 54,5 | 53,5 | 53,0 | 51,5 | ... |
| Mercado de trabajo | | | | | | | | |
| Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>) | 0,6 | 1,1 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | ... | - | ... |
| Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa) | 11,6 | 10,9 | 10,7 | 10,5 | 10,3 | 10,1 | 10,1 | ... |
| Alemania (% pobl. activa) | 5,0 | 4,6 | 4,6 | 4,5 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | ... |
| Francia (% pobl. activa) | 10,3 | 10,4 | 10,5 | 10,2 | 10,2 | 10,0 | 10,3 | ... |
| Italia (% pobl. activa) | 12,6 | 11,9 | 11,5 | 11,6 | 11,6 | 11,5 | 11,4 | ... |
| España (% pobl. activa) | 24,5 | 22,1 | 21,6 | 21,0 | 20,5 | 20,1 | 19,6 | ... |

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

Sector exterior

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

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 04/16 | 05/16 | 06/16 | 07/16 |
|------------------------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Saldo corriente: eurozona | 2,6 | 3,4 | 3,3 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | ... |
| Alemania | 7,3 | 8,5 | 8,3 | 8,5 | 8,6 | 9,0 | 8,8 | 9,0 | 9,0 | ... |
| Francia | -1,1 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | ... |
| Italia | 1,9 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,4 | ... | 2,5 | 2,6 | ... | ... |
| España | 1,0 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,9 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | ... |
| Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor) | 101,8 | 92,3 | 92,7 | 92,4 | 94,1 | 94,8 | 94,8 | 95,0 | 94,7 | 94,9 |

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 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 04/16 | 05/16 | 06/16 | 07/16 |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Financiación del sector privado | | | | | | | | | | |
| Crédito a sociedades no financieras ¹ | -2,6 | -0,4 | -0,1 | 0,4 | 1,1 | 1,6 | 1,3 | 1,6 | 1,7 | 1,9 |
| Crédito a hogares ^{1,2} | -0,1 | 0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,8 |
| Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%) | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | ... |
| Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%) | 2,6 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | ... |
| Depósitos | | | | | | | | | | |
| Depósitos a la vista | 6,0 | 11,0 | 12,0 | 11,4 | 11,2 | 10,1 | 10,7 | 10,0 | 9,6 | 9,3 |
| Otros depósitos a corto plazo | -2,0 | -3,9 | -4,6 | -4,0 | -2,6 | -2,1 | -2,8 | -2,0 | -1,5 | -1,4 |
| Instrumentos negociables | -7,2 | 2,8 | 1,9 | 0,7 | -1,0 | 2,5 | -1,8 | 3,0 | 6,5 | 4,9 |
| Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%) | 1,3 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | ... |

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

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

COYUNTURA · El buen momentum se mantiene a pesar de la incertidumbre política

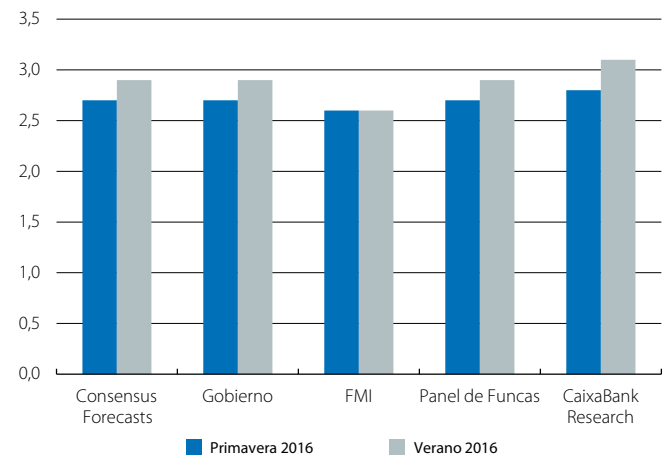
El avance del PIB sorprende al alza y los analistas mejoran las previsiones de crecimiento para 2016. En el 2T, la economía española mantuvo el ritmo de crecimiento y por cuarto trimestre consecutivo avanzó un 0,8% intertrimestral, mientras que se esperaba una ligera suavización del ritmo de avance. Este buen dato, junto con unos indicadores de actividad del 3T que siguen muy robustos, ha llevado a muchos analistas a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el año 2016 hasta cifras cercanas al 3%. Por ejemplo, CaixaBank Research espera una previsión del 3,1%. Es destacable que esta mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía española se produce en un entorno político incierto a nivel interno. Posiblemente la excelente temporada turística y la estabilidad en los mercados financieros (la rentabilidad de los bonos soberanos españoles ha registrado mínimos históricos durante el verano) hayan contribuido a mantener un clima de confianza favorable.

La demanda interna descendió más de lo esperado, pero la demanda externa contribuyó positivamente. El desglose del PIB por el lado de la demanda muestra que la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual en el 2T (del 3,2%) retrocedió hasta los 3,0 p. p., 8 décimas menos que en el trimestre precedente. Este descenso se explica por una caída muy acusada del consumo público en términos reales (-1,6% intertrimestral). Sin embargo, ello no se ha visto reflejado en un mayor ajuste fiscal puesto que el consumo público en términos nominales avanzó un 0,4% intertrimestral debido, en parte, a la devolución del 50% de la paga extra suprimida en 2012 a los funcionarios. La demanda externa, por su lado, tuvo una aportación positiva al crecimiento interanual del PIB de 0,2 p. p. (-0,4 p. p. en el 1T) gracias a la buena evolución de las exportaciones y un avance más contenido de las importaciones. Estos datos muestran que la economía española poco a poco va transitando hacia un modelo de crecimiento más equilibrado, en el que el aumento de la demanda interna es compatible con una aportación positiva del sector exterior.

Los principales motores de la recuperación, el consumo privado y la inversión empresarial, siguen muy fuertes. El ritmo de crecimiento del consumo privado retrocedió 3 décimas en términos intertrimestrales, pero se mantiene en un robusto 0,7%, y sigue siendo el principal impulsor del PIB. Este dinamismo se explica por la buena marcha del mercado laboral y, en concreto, por la creación de empleo, dado que los salarios todavía siguen muy contenidos. Otro factor que también está favoreciendo el aumento del consumo es la mejora de las condiciones de acceso al crédito, lo que en parte responde a la política monetaria acomodaticia del BCE y a la mayor capacidad de la banca para otorgar préstamos a hogares. También en positivo destaca la evolución de la inversión en bienes de equipo (2,3% intertrimestral en el 2T), lo que demuestra que la confianza

Previsiones de crecimiento del PIB en 2016

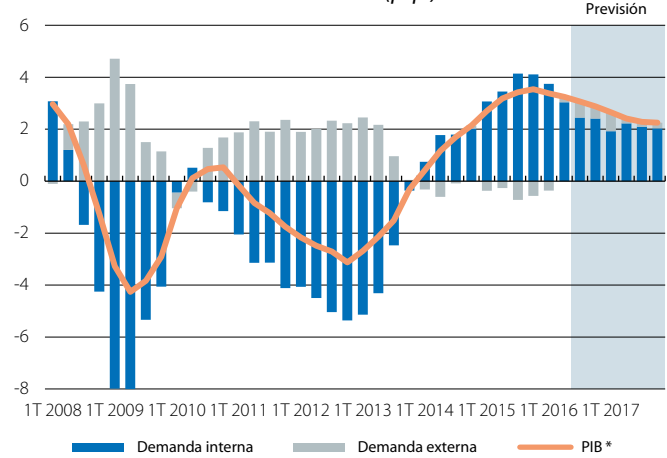
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecasts, Ministerio de Economía, Funcas y el FMI.

PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).

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

Desglose del PIB

Variación intertrimestral (%)

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

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

empresarial conserva el buen tono a pesar de la incertidumbre política. Por su lado, la inversión en construcción poco a poco va ganando tracción (0,9% intertrimestral).

El balance del mercado laboral es positivo más allá de la estacionalidad propia del 2T. Según la EPA, la creación de empleo en el 2T fue notable (aumento de 271.400 personas, lo que situó el número de ocupados en los 18,3 millones) aunque algo inferior a lo esperado después de unos registros de afiliados a la Seguridad Social que apuntaban a una cifra todavía mayor. De este modo, la tasa de variación interanual de los ocupados se desaceleró al 2,4% (3,3% en el 1T). En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (ETC) de Contabilidad Nacional, la tasa interanual también se ralentizó hasta el 2,9% (3,2% en el 1T). El aumento del empleo permitió que la tasa de paro se redujera significativamente, hasta el 20,0%, un punto menos que el trimestre anterior. Este considerable descenso del paro es habitual en el 2T, puesto que coincide con el inicio de la temporada turística, pero cabe destacar que la recuperación del mercado laboral está siendo generalizada en todos los sectores de actividad. El sector privado lideró la creación de empleo (2,7% interanual), mientras que el sector público tuvo un crecimiento más modesto (1,3% interanual). Además, se observa una cierta mejora en la calidad del empleo que se está generando: el empleo a tiempo completo creció más que el de tiempo parcial (3,0% y -0,6% interanual, respectivamente) y la contratación indefinida siguió aumentando (2,0% interanual en el 2T respecto al 1,8% del 1T).

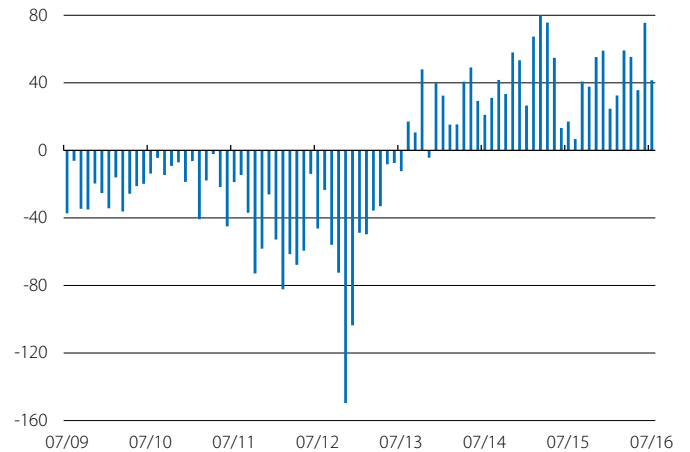
La buena marcha del mercado de trabajo se mantiene en el segundo semestre. El ritmo de aumento de afiliados a la Seguridad Social se aceleró en julio hasta el 3,1% interanual y registró el mayor ascenso en un mes de julio desde el inicio de la crisis. Por su parte, el ritmo de descenso del paro registrado se aceleró hasta el -9,0% (-8,6% en junio) y el número de parados se situó en su cifra más baja desde agosto de 2009. En los próximos meses, esperamos una suave desaceleración del ritmo de avance de los afiliados, tal y como sucedió con los ocupados según la EPA en el 2T, y de acuerdo con una previsión del avance del PIB más moderado en la segunda mitad del año.

La inflación se recupera rápidamente según lo previsto. El IPC registró una variación interanual del -0,1% en agosto, 5 décimas por encima del registro de julio, y corrobora la previsión de que la inflación seguirá una rápida tendencia alcista los próximos meses al deshacerse el efecto escalón de la intensa caída del precio del petróleo de finales de 2015 e inicio de 2016. A falta del detalle por componentes, la variación se explica porque los precios de los carburantes (gasoil y gasolina) bajaron menos que el año pasado y por la subida de los precios de la electricidad, frente al descenso de 2015. Asimismo, la inflación subyacente (0,7% en julio) seguirá una suave tendencia creciente impulsada por el dinamismo del consumo privado.

El sector exterior evoluciona muy favorablemente. En concreto, las exportaciones de bienes avanzaron un 2,1% interanual en junio gracias a la robustez de las exportaciones no energéticas (4,0% interanual). Por otro lado, las importaciones

Afiliados a la Seguridad Social *

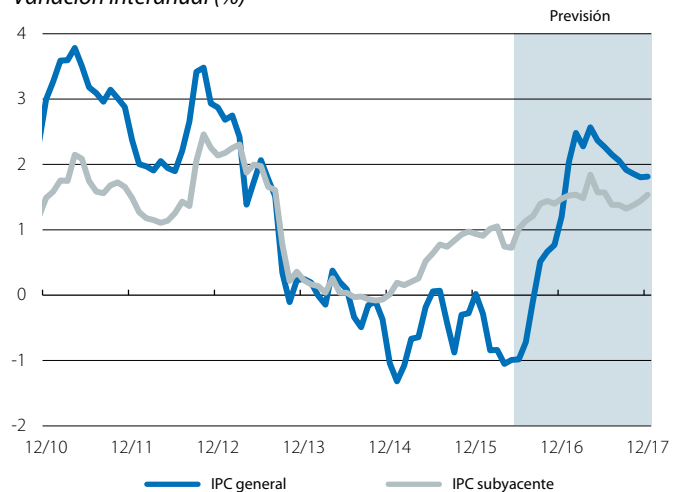
Variación intermensual (miles)



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

IPC

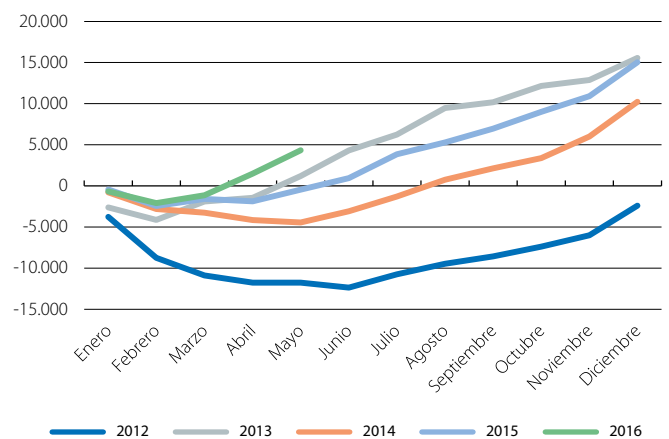
Variación interanual (%)



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

Saldo corriente

Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

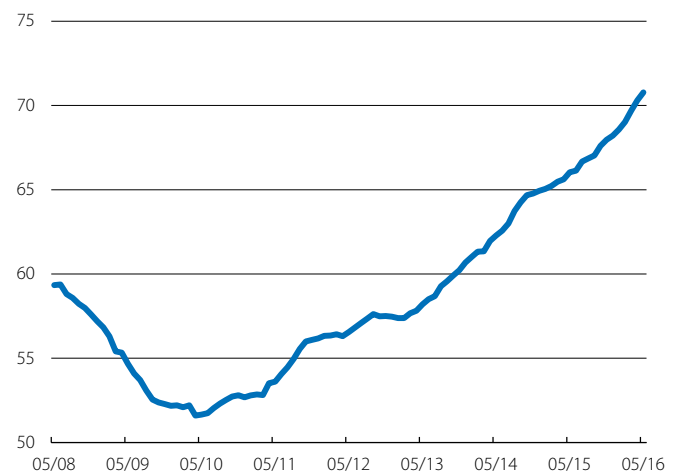
de bienes cayeron un 0,9% interanual, favorecidas por el desplome de las importaciones energéticas (-77% interanual) consecuencia del bajo precio del petróleo. De este modo, el saldo de bienes de enero a junio (-7.878 millones de euros) mejoró notablemente respecto al mismo periodo de 2015. Además del saldo comercial, también destaca la mejora del saldo de rentas gracias a los bajos tipos de interés y la pujanza de las exportaciones de servicios que reflejan la buena campaña turística. En particular, la llegada de turistas internacionales se incrementó un 11,1% interanual en julio (datos acumulados de 12 meses) y alcanzó los 42,4 millones en lo que va de año. En definitiva, los buenos datos del sector exterior en la primera mitad del año permiten afirmar que la cuenta corriente volverá a ser superavitaria un año más y muy posiblemente supere los 25.575 millones de euros (1,4% del PIB) registrados en 2015.

La Comisión Europea otorga dos años adicionales para reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB. En este clima económico favorable, el pasado 12 de julio la Comisión Europea determinó que España no había tomado medidas eficaces para corregir el déficit en 2015. Sin embargo, el 27 de julio el Consejo Europeo anuló la multa a España (y también a Portugal) y relajó la senda de ajuste fiscal. El nuevo objetivo de déficit propuesto para 2016 (4,6% del PIB) parece alcanzable. Sin embargo, alcanzar el objetivo acordado para 2017 requerirá la aprobación de nuevas medidas de consolidación de las cuentas públicas. Un esfuerzo que no debería postergarse ante el incremento incesante de la deuda pública (100,6% del PIB en el 2T).

El sector bancario, más solvente y resistente, aumenta la oferta de crédito. El pasado 29 de julio se publicaron los resultados del test de estrés de la EBA con el objetivo de evaluar la capacidad de resistencia de los bancos europeos ante un deterioro macroeconómico pronunciado. Los bancos españoles superaron esta prueba holgadamente y destacaron por el impacto moderado del escenario adverso. Aquí se ven los frutos de los esfuerzos de reestructuración del sector y de saneamiento de los balances llevados a cabo en el pasado. En este aspecto todavía se sigue progresando: la tasa de morosidad se redujo hasta el 9,4% en junio y el saldo de crédito dudoso disminuyó hasta los 122.508 millones de euros, acumulando un retroceso del 38% desde el nivel máximo alcanzado en enero de 2014. Así pues, la banca española está cada vez en mejor posición para incrementar el flujo de crédito a hogares y empresas, tal y como lo corroboran los datos de nuevas operaciones hasta junio. En concreto, el crédito al consumo y el de compra de vivienda avanzaron un 14% y un 38% interanual, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, mientras que el crédito a pymes siguió fluyendo (8,9% interanual), las nuevas operaciones a grandes empresas se contrajeron con fuerza (-11,8% interanual) debido a las mejores condiciones que ofrece la financiación mediante bonos corporativos. Esta tendencia se mantendrá en los próximos meses gracias a la política monetaria expansiva del BCE, que apoyará la mejora de las condiciones de financiación bancaria y del mercado de bonos corporativos.

Entrada de turistas extranjeros

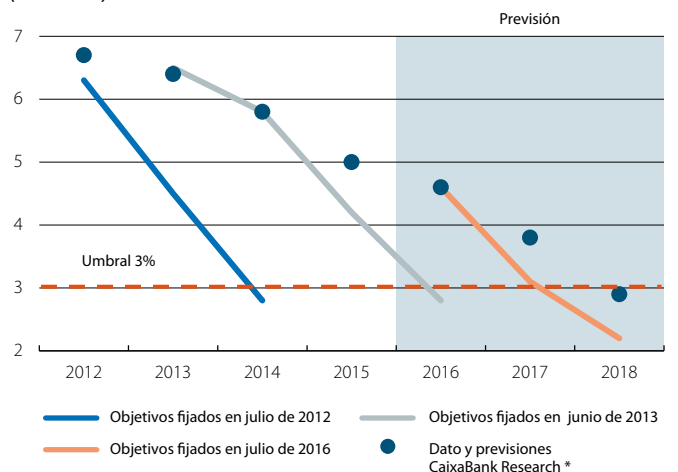
Datos acumulados de 12 meses (millones)



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

Evolución de los objetivos de déficit público

(% del PIB)

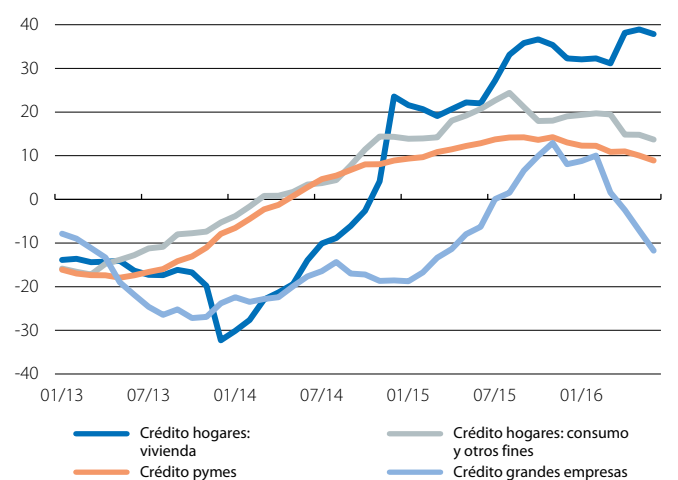


Nota: * Excluye costes de reestructuración bancaria.

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

Nueva concesión de crédito

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



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

FOCUS · El precio de la vivienda va en aumento

El sector inmobiliario sigue viento en popa. Así lo reflejan los datos más recientes publicados sobre el sector: las compraventas de vivienda crecieron en junio un 14,7% en el acumulado de 12 meses y el precio de la vivienda se incrementó un 2,4% en el 1T 2016 en términos interanuales.¹ De igual modo, la actividad avanza a buen ritmo, como así lo evidencian los visados de inicio de obra, que mantienen un ritmo de crecimiento de dos dígitos desde hace 15 meses,² aunque todavía representan una décima parte de los visados registrados en 2003.

La recuperación económica, que se traslada en incrementos de la renta disponible y la riqueza de las familias y en una mayor confianza de los consumidores, junto con el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables, seguirán impulsando las compraventas en los próximos años. Esta evolución, combinada con la todavía incipiente recuperación de la oferta, presionará al alza el precio de la vivienda. En particular, estimamos que el crecimiento del precio de la vivienda rondará el 3% este año, e irá en aumento hasta alcanzar un 5,5% en 2018.

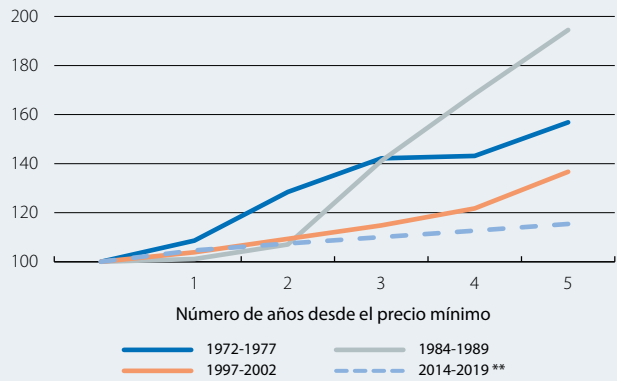
Estas previsiones pueden parecer elevadas después del ajuste sufrido por el sector, pero cabe recordar que el sector inmobiliario es eminentemente cíclico. Un análisis de las fases expansivas de los últimos ciclos inmobiliarios en España muestra que se han registrado tasas de crecimiento del precio real superiores al 5% durante 6 años consecutivos en promedio (véase el primer gráfico). Al mismo tiempo, este crecimiento esperado del precio en los próximos años resulta conservador si se compara con la evolución que ha experimentado en países que también han sufrido una severa corrección recientemente, como es el caso de Irlanda, EE. UU. y Reino Unido (véase el segundo gráfico).

Dado que esperamos que este incremento del precio de la vivienda se produzca en un entorno económico favorable, estimamos que, para el conjunto de la población, la accesibilidad a la vivienda se mantendrá en cotas similares a las actuales. El tercer gráfico muestra cómo se espera que evolucionen los dos indicadores de referencia: la ratio entre el precio de la vivienda y la renta bruta disponible por hogar, y la ratio entre el importe de las cuotas hipotecarias requeridas para financiar un inmueble en el primer año y la renta anual disponible de un hogar mediano. Después de la importante corrección de estos indicadores desde el máximo de 2007, en los próximos años esperamos que inicien una suave tendencia alcista. Sin embargo, la mejora continua de la renta disponible de los hogares mantendrá la accesibilidad de la vivienda muy por debajo de los máximos observados entre 2006 y 2008.

1. Precio de la vivienda publicado por el Ministerio de Fomento basado en el valor de tasación.
2. Crecimiento acumulado de 12 meses.

España: precio de la vivienda en ciclos expansivos *

Índice (100 = mínimo)

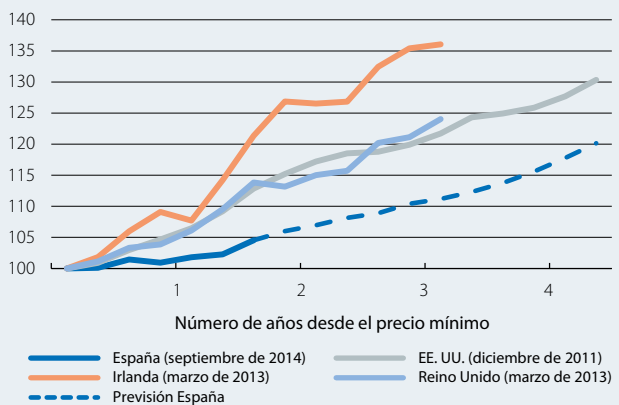


Notas: * Precio en términos reales. ** Datos previstos a partir de 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento y el Banco de Pagos Internacionales.

Comparación internacional del precio de la vivienda

Índice (100 = mínimo)

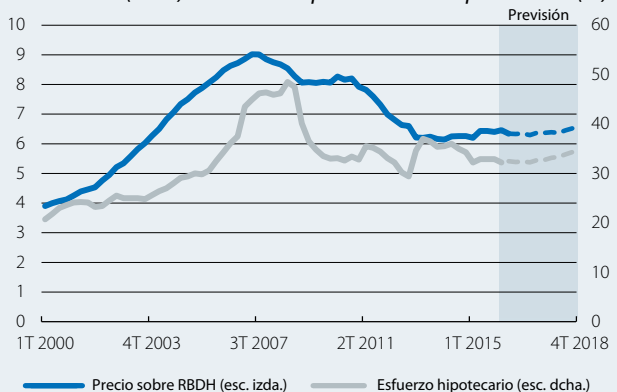


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Banco de Pagos Internacionales.

España: ratios de accesibilidad

Precio de la vivienda sobre RBDH (ratio)

RBDH destinada a pagar las cuotas hipotecarias en el primer año (%)



Nota: RBDH es la renta bruta disponible por hogar.

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

FOCUS · Perspectivas de inflación para 2016-2017: alza sostenida

La inflación ha iniciado una senda de recuperación que ganará intensidad en la segunda mitad de 2016 y en los primeros meses de 2017. Esto hará que el IPC general entre en terreno positivo a partir de agosto y supere temporalmente el 2% en el 1T 2017. Aunque el índice general seguía en tasas de variación negativas en junio, acumulando 29 meses de inflación negativa o nula, la recuperación de la inflación ya empezó a fraguarse en octubre de 2014, cuando el índice subyacente rompió una tendencia bajista apoyado por la recuperación del consumo privado. En los próximos meses, este rumbo alcista se consolidará gracias a la superposición de dos factores: el precio del petróleo y el vigor sostenido de la economía.

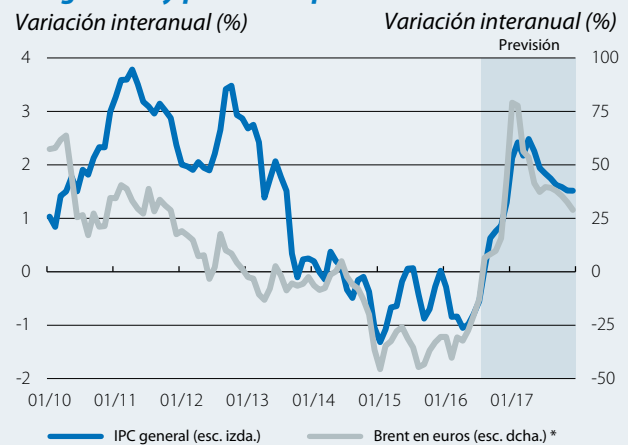
El primer factor, y también el más fácilmente observable, es la desaparición del efecto escalón de la intensa bajada del precio del petróleo del verano pasado. Así, si en febrero de 2016 el precio del petróleo Brent en euros presentaba un descenso del 40,3% interanual, en junio el descenso ya se había reducido a la mitad (-20,5%). Según nuestras previsiones, la tasa de variación interanual del precio del crudo pasará a ser positiva en agosto y seguirá aumentando hasta valores del orden del 50% en abril de 2017 (cuando esperamos que el crudo cotice a unos 59 euros por barril). Nótese que este tirón alcista de la tasa de variación interanual no precisa de una subida intensa del precio del petróleo respecto al nivel actual (unos 45 euros por barril), puesto que ya está muy por encima del promedio del 1T 2016 (32,6 euros). Esta evolución del petróleo hará que el componente energético del IPC (que pesa un 11,4% en el total del IPC) pase de la caída del 11,7% interanual en junio a incrementos positivos de dos dígitos a finales de 2016. Con todo ello, la contribución del componente energético a la inflación general será de más de 1 p. p. en el 1T 2017. Si el precio del petróleo se mantuviera en 45 euros por barril, dicha contribución sería de 0,6 p. p. en el 1T 2017.

Los efectos alcistas del segundo efecto, el crecimiento de la economía española, son más suaves pero más sostenidos y significativos para la evolución del IPC a medio plazo. La recuperación de la economía española se va consolidando, con un crecimiento esperado del PIB en torno al 3% en 2016 y por encima del 2% en 2017. Este notable ritmo de crecimiento apoyará el cierre de la brecha de producción o *output gap* (la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial que se obtendría si se usaran todos los recursos productivos de la economía). Generalmente, una brecha de producción positiva se asocia con un aumento de las presiones inflacionistas, puesto que los recursos productivos disponibles se vuelven más escasos. En este sentido, las previsiones de la Comisión Europea apuntan a que el *output gap* pasará del -8,3% en 2013 a un -1,5% en 2016 y a un positivo 0,3 en 2017. Esta mayor utilización de

los recursos productivos también puede constatarse en indicadores más tangibles de actividad como la utilización de la capacidad productiva, en niveles superiores al promedio histórico. Asimismo, la mejora del mercado laboral también apoyará un alza sostenida del IPC subyacente. Si bien es cierto que el mercado laboral todavía está lejos del pleno empleo (la tasa de paro roza el 20%) y, por tanto, difícilmente se observarán incrementos salariales sustanciales a corto plazo, la fuerte creación de ocupación (2,4% interanual en el 2T) apoya la recuperación de la renta disponible agregada de los hogares, y ello se traduce en una trayectoria vigorosa del consumo privado (3,6% interanual en 2T 2016) que continuará a lo largo de 2017.

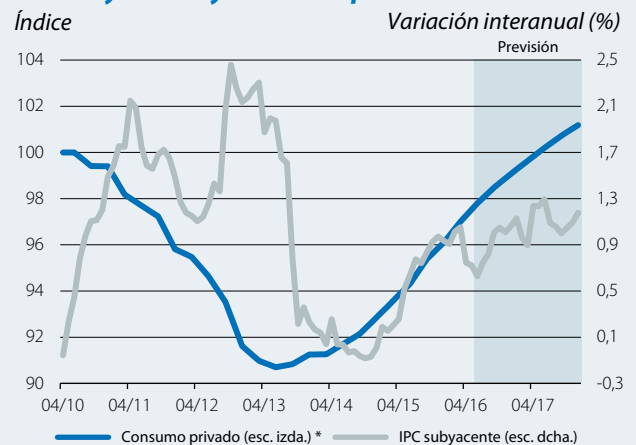
El corolario de todo esto es que, en los próximos trimestres el IPC experimentará un notable repunte al alza por el efecto del precio del petróleo. El IPC subyacente, que refleja mejor la posición cíclica de la economía, poco a poco se irá acercando al objetivo del BCE.

IPC general y precio del petróleo



Nota: * Precio del petróleo Brent en euros por barril.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y Thomson Reuters Datastream.

IPC subyacente y consumo privado



Nota: * Base 100 = 2T 2010, inicio de la caída del consumo privado.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

FOCUS · La posición externa de la economía: ¿cómo corregirla?

La economía española ha avanzado decididamente en los últimos años en la corrección del desequilibrio exterior: la cuenta corriente ha pasado de registrar un déficit del 9,6% del PIB en 2007 a un superávit del 1,3% del PIB en promedio en los años 2013-2015. A pesar de los logros alcanzados, preocupa que parte de esta corrección pueda deshacerse cuando desaparezcan los elementos de carácter temporal que han estado apoyando la mejora del saldo corriente.

En primer lugar, el desplome del precio del petróleo ha contribuido de forma decisiva a reducir el déficit energético: mientras que en 2012, con un precio de 87 euros por barril, el saldo energético representó un -4,5% del PIB, en 2015, con el barril a 48 euros, se redujo hasta un -2,5%. De cara al futuro, preveemos una suave tendencia ascendente del precio del petróleo hasta los 70 euros por barril en 2020, que presionará al alza el déficit energético hasta situarse ligeramente por encima del 3% del PIB.

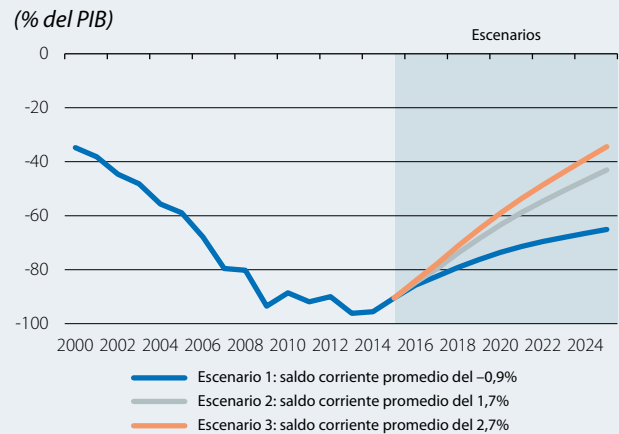
Un segundo elemento que ha contribuido a mejorar el superávit corriente ha sido la reducción de los tipos de interés. Dado el elevado volumen de deuda externa, cambios en los tipos de interés afectan sustancialmente a los pagos de intereses al exterior. El activo, en cambio, está compuesto en su mayor parte por inversión extranjera directa, y no tanto por instrumentos de deuda, de modo que los ingresos de la inversión española en el exterior se han visto menos afectados por los bajos intereses que los pagos asociados al pasivo. En consecuencia, el déficit de rentas primarias ha descendido drásticamente del -2,7% del PIB en 2008 al -0,1% en 2015, una mejora que podría prolongarse unos años más. Cuando los tipos de interés empiecen a subir, el volumen de deuda externa será menor gracias al proceso de desendeudamiento de la economía española, y ello ayudará a contener los pagos al exterior, aunque no se evitará un cierto deterioro del saldo de rentas primarias.

Pero más allá de estos dos elementos de apoyo temporal mencionados, cabe señalar que la corrección del saldo corriente responde en gran medida a factores de carácter estructural que están impulsando las exportaciones, como son las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años y el importante esfuerzo de internacionalización de las empresas españolas. Este dinamismo exportador ha permitido reconducir los flujos externos (saldo corriente), pero en términos de *stock* la economía española todavía está altamente endeudada con el resto del mundo: la posición inversora internacional neta (PIIN) ascendió al -90,8% del PIB en el 1T 2016, una de las posiciones deudoras más elevadas del mundo. Para poner de relieve la necesidad de mantener un superávit por cuenta corriente sostenido en el tiempo que se traslade en una reducción gradual de la PIIN hasta niveles considerados como más sostenibles (-35% según la Comisión Europea), construimos distintos escenarios sobre la evolución de estas variables.¹ En el primer escenario, el más conserva-

dor, se asume que el saldo corriente vuelve a ser ligeramente deficitario. La PIIN se reduce de forma muy gradual gracias al crecimiento del PIB nominal pero todavía se sitúa en el -65% del PIB en 2025. En el segundo escenario suponemos que el saldo por cuenta corriente se mantiene en niveles similares al actual, de modo que la PIIN se reduce paulatinamente hasta el -43% del PIB en 2025. Finalmente, en el tercer escenario, se asume un superávit corriente promedio del 2,7% del PIB, el necesario para reducir la PIIN hasta el -35% del PIB en 10 años.

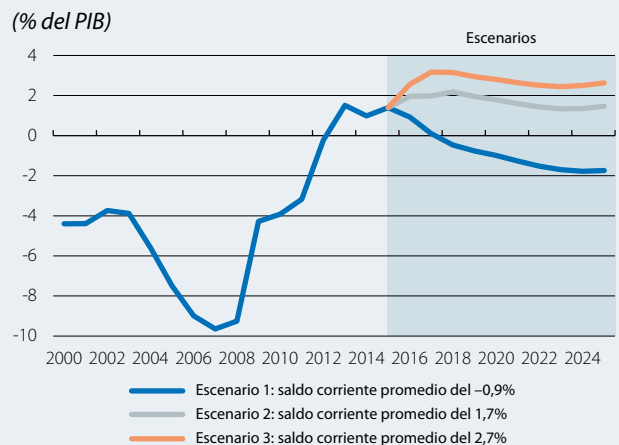
La corrección del saldo corriente de los últimos años ha sido el primer paso para estabilizar la posición exterior de la economía española. Pero habrá que perseverar para reducir el endeudamiento externo.

Posición inversora internacional neta (PIIN)



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

Cuenta corriente



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

1. En todos los escenarios se asume un crecimiento del PIB nominal del 4%, un saldo de rentas promedio del -1,1% del PIB, un saldo de la cuenta de capital del 0,6% del PIB y unos efectos valoración neutros. Véase el Documento de Trabajo 02/16 «La posición externa de la economía española: claves para reducirla» para la sensibilidad de la rentabilidad del activo y del pasivo sobre la evolución de la PIIN.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 | 08/16 |
|----------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Industria | | | | | | | | |
| Consumo de electricidad | -0,1 | 1,6 | 2,5 | 2,5 | -0,5 | 0,9 | -3,1 | ... |
| Índice de producción industrial | 1,3 | 3,3 | 4,0 | 4,2 | 2,6 | 1,4 | ... | ... |
| Indicador de confianza en la industria (valor) | -7,1 | -0,3 | 0,7 | 0,3 | -1,9 | -2,8 | -3,1 | -5,2 |
| PMI de manufacturas (valor) | 53,2 | 53,6 | 52,8 | 52,5 | 54,3 | 52,5 | 51,0 | ... |
| Construcción | | | | | | | | |
| Visados de obra nueva (acum. de 12 meses) | -7,7 | 20,0 | 19,7 | 31,1 | 45,2 | ... | ... | ... |
| Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses) | -5,6 | 10,9 | 12,5 | 11,9 | 10,6 | 14,1 | ... | ... |
| Precio de la vivienda | -2,4 | 1,1 | 1,4 | 1,8 | 2,4 | ... | - | ... |
| Servicios | | | | | | | | |
| Turistas extranjeros (acum. de 12 meses) | 7,2 | 5,6 | 5,0 | 4,8 | 5,9 | 7,4 | 8,5 | ... |
| PMI de servicios (valor) | 55,2 | 57,3 | 58,1 | 55,9 | 54,7 | 55,5 | 54,1 | ... |
| Consumo | | | | | | | | |
| Ventas comercio minorista | 1,0 | 3,0 | 3,3 | 3,4 | 3,8 | 3,8 | 4,7 | ... |
| Matriculaciones de automóviles | 18,4 | 21,3 | 23,1 | 17,1 | 8,0 | 17,8 | 4,3 | ... |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor) | -8,9 | 0,3 | -1,3 | 1,6 | -2,5 | -3,2 | -5,8 | -5,2 |

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 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 04/16 | 05/16 | 06/16 | 07/16 |
|----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Afiliados a la Seguridad Social¹ | | | | | | | | | |
| Sectores de actividad | | | | | | | | | |
| Industria | 0,1 | 2,2 | 2,4 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,6 | 2,7 | 2,7 |
| Construcción | -1,6 | 4,7 | 4,6 | 4,1 | 2,6 | 2,2 | 1,6 | 2,4 | 2,5 |
| Servicios | 2,2 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 2,9 | 2,9 | 3,2 | 3,3 |
| Situación profesional | | | | | | | | | |
| Asalariados | 1,4 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,4 | 3,0 | 2,9 | 3,4 | 3,5 |
| No asalariados | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |
| TOTAL | 1,6 | 3,2 | 3,3 | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 2,6 | 2,9 | 3,1 |
| Población ocupada² | 1,2 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 3,3 | - | 2,4 | - | - |
| Contratos registrados³ | | | | | | | | | |
| Indefinidos | 18,8 | 12,3 | 9,7 | 7,6 | 8,3 | 18,2 | 17,0 | 17,0 | 10,9 |
| Temporales | 13,1 | 11,2 | 9,7 | 11,8 | 6,2 | 6,0 | 10,6 | 10,8 | 0,4 |
| TOTAL | 13,4 | 11,3 | 9,7 | 11,5 | 6,4 | 7,0 | 11,1 | 11,3 | 1,1 |
| Paro registrado³ | | | | | | | | | |
| Menores de 25 años | -8,2 | -11,0 | -13,4 | -11,7 | -10,9 | -10,7 | -12,4 | -12,8 | -14,3 |
| Resto de edades | -5,3 | -7,2 | -7,7 | -7,5 | -7,8 | -7,1 | -7,2 | -8,2 | -8,5 |
| TOTAL | -5,6 | -7,5 | -8,2 | -7,9 | -8,1 | -7,4 | -7,7 | -8,6 | -9,0 |

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

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

Precios

| | 2014 | 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 07/16 | 08/16 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| General | -0,1 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,7 | -0,9 | -0,6 | -0,1 |
| Subyacente | 0,0 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 0,7 | 0,7 | ... |
| Alimentos sin elaboración | -1,2 | 1,8 | 2,3 | 2,5 | 2,1 | 2,7 | 5,7 | ... |
| Productos energéticos | -0,8 | -9,0 | -9,7 | -10,2 | -13,1 | -13,6 | -12,0 | ... |

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

Sector exterior

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

| | 2014 | 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 04/16 | 05/16 | 06/16 |
|------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Comercio de bienes | | | | | | | | | | |
| Exportaciones (variación interanual) | 2,5 | 4,3 | 5,4 | 3,4 | 3,8 | 0,2 | 4,3 | 6,3 | 4,7 | 2,1 |
| Importaciones (variación interanual) | 5,7 | 3,7 | 5,8 | 3,3 | 3,3 | -0,7 | -0,3 | -1,2 | 1,2 | -0,9 |
| Saldo corriente | 10,2 | 15,0 | 14,3 | 15,1 | 15,0 | 15,5 | 20,4 | 18,4 | 19,8 | 20,4 |
| Bienes y servicios | 26,0 | 25,6 | 27,1 | 26,5 | 25,6 | 25,2 | 29,3 | 27,1 | 28,2 | 29,3 |
| Rentas primarias y secundarias | -15,7 | -10,5 | -12,8 | -11,4 | -10,5 | -9,7 | -8,8 | -8,6 | -8,3 | -8,8 |
| Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación | 14,7 | 21,0 | 18,4 | 20,8 | 21,0 | 21,4 | 25,1 | 23,6 | 24,3 | 25,1 |

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

Sector público

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

| | 2014 | 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 04/16 | 05/16 |
|------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------|-------|
| Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹ | -5,9 | -5,1 | -2,9 | -3,1 | -5,1 | -0,7 | - | ... |
| Administración central | -3,7 | -2,6 | -1,8 | -2,1 | -2,6 | -0,8 | -1,2 | -2,1 |
| Comunidades autónomas | -1,7 | -1,7 | -0,8 | -1,1 | -1,7 | -0,1 | -0,2 | -0,4 |
| Corporaciones locales | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | ... | ... |
| Seguridad Social | -1,0 | -1,3 | -0,4 | -0,3 | -1,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 |
| Deuda pública (% PIB) | 99,3 | 99,2 | 99,8 | 99,7 | 99,2 | 100,5 | - | ... |

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

| | 2014 | 2015 | 2T 2015 | 3T 2015 | 4T 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 04/16 | 05/16 | 06/16 | Saldo 06/16 ¹ |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Financiación a los sectores no financieros² | | | | | | | | | | | |
| Sector privado | -6,2 | -3,9 | -3,9 | -4,0 | -3,1 | -3,6 | -3,6 | -4,2 | -3,6 | -2,9 | 1.627,5 |
| Empresas no financieras | -7,1 | -4,0 | -4,0 | -4,3 | -3,0 | -4,0 | -4,2 | -5,1 | -4,2 | -3,3 | 903,4 |
| Hogares ³ | -5,1 | -3,7 | -3,7 | -3,6 | -3,3 | -3,1 | -2,7 | -3,0 | -2,8 | -2,4 | 724,1 |
| Administraciones públicas ⁴ | 6,9 | 4,7 | 4,6 | 4,3 | 4,3 | 3,5 | 4,3 | 3,9 | 4,1 | 4,7 | 1.107,3 |
| TOTAL | -1,8 | -0,7 | -0,8 | -1,0 | -0,3 | -0,9 | -0,6 | -1,1 | -0,6 | 0,0 | 2.734,8 |
| Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias | | | | | | | | | | | |
| Total depósitos | -0,9 | -1,0 | -1,2 | -1,1 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,7 | 0,1 | -0,4 | 1.159,8 |
| A la vista | 10,8 | 18,5 | 19,5 | 18,8 | 17,7 | 16,2 | 16,0 | 15,7 | 17,0 | 15,4 | 421,8 |
| De ahorro | 5,8 | 12,9 | 12,3 | 13,7 | 15,2 | 13,4 | 12,1 | 13,1 | 12,0 | 11,4 | 269,3 |
| A plazo | -7,6 | -15,3 | -15,5 | -16,3 | -15,8 | -15,4 | -16,4 | -16,3 | -16,3 | -16,4 | 446,8 |
| En moneda extranjera | 1,1 | 5,6 | 10,5 | 5,1 | -2,3 | -4,0 | 1,6 | -6,4 | 12,6 | -1,5 | 21,9 |
| Resto del pasivo ⁵ | -8,2 | -13,0 | -11,5 | -14,0 | -15,1 | -16,7 | -16,3 | -14,8 | -20,1 | -14,0 | 96,5 |
| TOTAL | -1,7 | -2,2 | -2,2 | -2,3 | -1,9 | -1,9 | -1,7 | -1,9 | -1,7 | -1,6 | 1.256,3 |
| Tasa de morosidad (%)⁶ | 12,5 | 10,1 | 11,0 | 10,7 | 10,1 | 10,0 | 9,4 | 9,9 | 9,8 | 9,4 | - |
| Tasa de cobertura (%)⁶ | 58,1 | 59,2 | 60,0 | 60,6 | 59,2 | 59,0 | 58,7 | 59,0 | 59,2 | 58,7 | - |

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

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

LA GLOBALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Dilemas monetarios en un mundo interdependiente

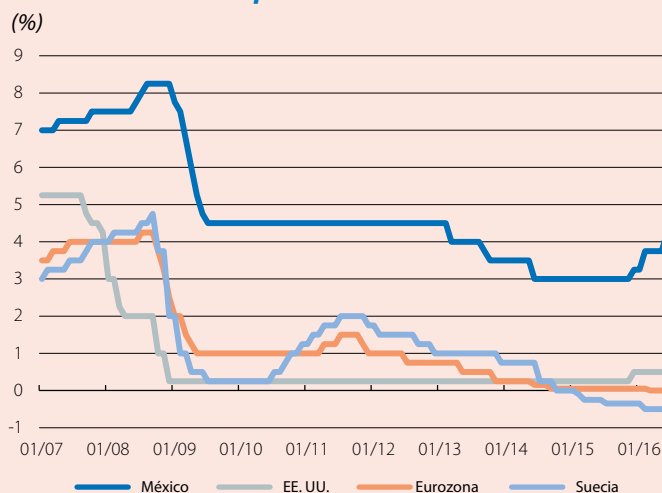
El panorama monetario actual es de notable complejidad y con escasos precedentes, si es que existe alguno. El hecho de que muchos bancos centrales hayan establecido los tipos de referencia en tasas negativas (Japón, Suecia, Dinamarca, Suiza o la propia eurozona) es una anomalía en términos históricos. Tampoco tiene precedentes el hecho de que muchos bancos centrales acumulen activos públicos y privados de muy distintas variedades, y que lo hagan hasta alcanzar montantes inauditos (recordemos, las compras anuales de deuda pública del Banco de Japón equivalen al 16% del PIB del país). Habitados como estamos a denominar toda esta batería de medidas simplemente como «política monetaria no convencional», quizás se ha perdido en cierta medida la sensibilidad a lo atípico de la situación y se ha tendido a obviar los riesgos que conlleva. Riesgos que alcanzan no solo a los países que llevan a cabo dichas políticas, sino también a los de su entorno.

Efectivamente, en un mundo financieramente globalizado, la política monetaria que realizan los países en el centro del sistema financiero internacional afecta enormemente a sus socios periféricos. Así, sucede, por ejemplo, entre el centro financiero por definición –EE. UU.– y los países de América Latina. O entre la eurozona y sus vecinos de la UE que no comparten la moneda única. En este contexto, cuando el nudo empiece a apretarse (es decir, cuando comience la plena normalización monetaria), lo que en ciertos países se sentirá como una presión suave, en otros quizás será algo más cercano al ahogo. Esa podría ser, en especial, la situación de aquellas economías que se han beneficiado de un flujo abundante de capitales en condiciones muy beneficiosas –típicamente, en dólares o euros que tendían a depreciarse frente a su moneda y con un tipo de interés sensiblemente menor al nacional– y que deberán afrontar su retorno, o su refinanciación, en un contexto de condiciones financieras internacionales más adversas.

¿Es esta una preocupación desmedida? La respuesta a esta cuestión exige calibrar bien los canales –tanto los de carácter real como los financieros– a través de los que se transmite internacionalmente la política monetaria, ejercicio que se realiza en el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» de este mismo Dossier. Como también exige analizar a fondo el papel del sector bancario en el proceso de transmisión, tarea que se desarrolla en el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria» de este mismo Dossier. Una clara constatación de la intensidad con la que se puede transmitir la política monetaria entre países son los casos recientes de Suecia y México.

Por lo que refiere al país escandinavo, a mediados de 2010 se había recuperado apreciablemente del *shock* de la Gran Recesión de 2008-2009 (el crecimiento en 2010 acabaría siendo del 6%, frente al 2,1% de la eurozona), y la evidencia de que las tensiones inflacionistas ganaban terreno (a principios de 2010 la inflación sueca era del 2,7% interanual, la de la eurozona del 0,9%) justificaron una paulatina, pero continuada, subida del tipo de referencia por parte de su banco central (del 0,25% al 2,0%). Ese movimiento divergió notablemente respecto a la política monetaria acomodaticia del BCE, que en dicho 2010 mantuvo el tipo de referencia en el 1%. El resultado inmediato fue una notable apreciación de la corona sueca, del 20% aproximadamente. A finales de 2011 el Riksbank, el banco central sueco, dio un golpe de timón y, a pesar de que las condiciones nacionales no parecían justificarlo, inició un proceso de relajación monetaria que ha situado el tipo de intervención en el –0,50%. En este contexto, van en aumento las voces que argumentan que el mantenimiento de unas condiciones monetarias ultralaxas es un riesgo para la estabilidad financiera, en particular si se tiene en cuenta que la liquidez alimenta una economía de por sí con un elevado endeudamiento privado (237% del PIB, en 2015) y un fuerte aumento de los precios de los activos (el crecimiento de los precios de la vivienda sueca en el 1T de 2016 fue del 12,5% interanual, el tercero mayor de la UE).

Este es un caso claro de que la política monetaria del centro afecta a países cercanos económicamente, factor que condiciona, por no decir lamina, la independencia monetaria de los bancos centrales de las economías periféricas y de menor tamaño. ¿Y en las emergentes? ¿Se produce también un efecto tan condicionante de la política monetaria del núcleo? La respuesta es igualmente afirmativa. Un caso ejemplificador es el de México. Como es bien sabido, México mantiene unos vínculos económicos muy estre-

Bancos centrales: tipo de referencia

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

chos con EE. UU., hasta el punto que el ciclo de la actividad de ambos países está altamente correlacionado. Pero esta evidencia general no implica que la política monetaria de EE. UU. sea la adecuada para México en todos los momentos. En particular, desde 2014, el impacto asimétrico del *shock* del petróleo ha requerido una respuesta de política monetaria diferente. Mientras EE. UU. circula por las fases maduras del ciclo, con expectativas de inflación al alza y unas incipientes tensiones salariales, México ha experimentado un crecimiento menor de lo previsto y una inflación claramente inferior a lo esperado (situada, de hecho, en zona de mínimos históricos). A pesar de esta realidad, que sugeriría que, aunque la Fed proceda a la normalización monetaria, Banxico debería mantener una política monetaria más acomodaticia durante un cierto tiempo, lo cierto es que el consenso abrumador entre los analistas es que México, sencillamente, no tiene otra opción que seguir la estela de la Fed para evitar una fuerte depreciación del peso frente al dólar. La razón principal, de nuevo, no hay que buscarla en las condiciones internas: es la importancia de las relaciones comerciales y financieras entre EE. UU. y México.

En los últimos años, y en particular desde la Gran Recesión de 2008-2009, México ha experimentado un doble proceso que ha estrechado los lazos financieros con EE. UU. y, en menor medida, con el resto de los inversores globales. El primero es el aumento de la entrada de capitales en el país. Tal y como se explica en el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» de este mismo Dossier, este es el principal canal de transmisión a nivel global de la política monetaria y, en los últimos años, se constata una mayor sensibilidad de los movimientos de capitales a las expectativas de cambios de la política monetaria en el centro del sistema. La evolución de los flujos de capitales hacia México ha seguido ese mismo patrón, tendencia que se ha reflejado en variables como la deuda externa, que ha pasado de situarse en el 17,3% del PIB en 2006 a acercarse al 46% del PIB 10 años después. Un segundo factor, relacionado con el anterior, es que el peso mexicano ha visto aumentar su uso internacional, especialmente en el ámbito financiero: según el BIS, si en 2001 era la decimocuarta moneda más utilizada, en 2013 era la octava. Tomados en su conjunto, estos dos elementos han hecho menos independiente la política monetaria del país latinoamericano. El propio Banxico asume implícitamente que no puede negar este contexto limitador al reiterar, en sus comunicados, que el seguimiento del diferencial de tipos de interés con EE. UU. y la evolución del tipo de cambio (variable clave en la transmisión monetaria internacional) son dos aspectos centrales en su monitorización del contexto financiero. Como tampoco es menor la referencia que a veces realiza de que retardar el tensionamiento monetario puede representar un riesgo para la estabilidad financiera.

Este riesgo para la estabilidad financiera puede ser mayor cuando se da en un contexto local de exceso de deuda. Esta es la situación, recordemos, de muchas economías emergentes que han experimentado en los últimos años un fuerte crecimiento de la deuda privada. Además, la situación se agrava cuando el aumento de la deuda se hace mediante la financiación en moneda fuerte (el dólar en el caso de América Latina, el euro en el de la Europa emergente). Esta es la situación de China o Brasil, entre otros países, que han registrado un fuerte avance de la deuda corporativa en dólares como respuesta, precisamente, a las holgadas condiciones de financiación que derivaban, en última instancia, de la política monetaria de la Fed. A medida que se proceda a la normalización monetaria estadounidense, las dificultades de algunas empresas para atender al pago o refinanciación de esta deuda serán crecientes.

En la Europa emergente, la situación se repite aunque con dos particularidades. En primer lugar, allí, junto a las empresas, también los hogares han tomado préstamos hipotecarios en moneda extranjera (euros y francos suizos). La segunda característica es que en esa zona el riesgo sobre la estabilidad financiera ha pasado de ser difuso a muy elevado. Polonia ejemplifica esta situación. A principios de 2016 cerca de un 45% del saldo hipotecario vivo era en euros o francos, montante equivalente a un 9,3% del PIB polaco. Dada la depreciación del esloti frente al euro y al franco suizo, el Gobierno se encuentra con el dilema de dejar que los consumidores afronten el aumento de la presión financiera o derivar hacia su sector bancario los costes forzando la conversión de hipotecas a eslotis en unas condiciones favorables a los hogares. Las primeras propuestas apuntan a una versión extrema de esta segunda solución que, de aplicarse, sencillamente no sería asumible por gran parte de la banca polaca.

Es importante recordar que la excesiva acumulación de deuda es, entre otros factores, el resultado de la respuesta de los actores económicos a los incentivos que genera la anómala situación monetaria con la que se abría el artículo. No es el único resultado indeseado de la política monetaria ultracomodaticia que han seguido los países avanzados, pero sí uno de los más tangibles. Dada la incertidumbre que rodea la entrada en *terra incognita* que representa la salida de la política monetaria no convencional, ¿existe alguna forma de paliar los riesgos sobre la estabilidad financiera global? La más clara sería que existiese un mayor grado de coordinación entre los bancos centrales y, a nivel más amplio, entre la política económica de las principales economías. A nivel normativo, y cómo se defiende en el artículo «Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero» de este mismo Dossier, una mayor coordinación sería altamente deseable. Desafortunadamente, como también concluye dicho artículo, existen dudas razonables de que la coordinación acabe sucediendo.

Àlex Ruiz

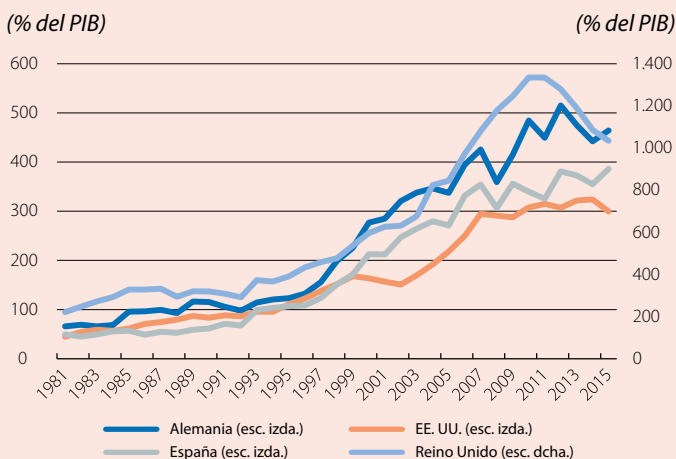
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Política monetaria: de la independencia a la interdependencia

22 de mayo de 2013, Congreso de los Estados Unidos de América, Washington DC. Ben Bernanke, el entonces presidente de la Fed, sugiere que podría reducir el tono acomodaticio de la política monetaria en un futuro próximo gracias al buen desempeño de la economía americana. En las próximas semanas, sus declaraciones se traducen en violentos movimientos en los mercados globales y, principalmente, en las economías emergentes, que sufren importantes depreciaciones de las monedas, aumentos en las primas de riesgo, caídas de las bolsas y una reducción en las entradas de capital. Este episodio, conocido como «*taper tantrum*», ilustra cómo los efectos de la política monetaria de uno de los mayores centros financieros mundiales van mucho más allá de sus fronteras nacionales. Pero, ¿por qué una decisión doméstica de Bernanke repercute en el resto de economías del mundo? ¿Y mediante qué mecanismos las palabras del presidente de la Fed impactan en las economías del resto del mundo?

Tradicionalmente, el comercio ha sido el principal transmisor de la política monetaria entre países. Es decir, ante una reducción del tipo de interés de referencia de, por ejemplo, la Fed, el dólar tiende a depreciarse, lo que encarece las importaciones procedentes del resto del mundo, cuya demanda se ve resentida.¹ Por otro lado, al estimular la demanda doméstica americana, la relajación monetaria impulsa la demanda de estas importaciones. Aunque más rezagado en el tiempo, este segundo efecto ha sido históricamente más fuerte que el primero y, en consecuencia, el efecto comercial neto en el resto del mundo ha sido positivo.² Sin embargo, en las circunstancias actuales, hay razones para suponer que la demanda agregada es menos sensible a los estímulos monetarios, por lo que es más incierto que los efectos netos sean positivos: concretamente, el elevado endeudamiento de las economías avanzadas dificulta que el estímulo monetario se traduzca en una mayor demanda de importaciones extranjeras (en tanto que los agentes más endeudados aumentan menos su consumo).

La globalización financiera: activos y pasivos contraídos con el resto del mundo *



Nota: * Posición inversora internacional bruta.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

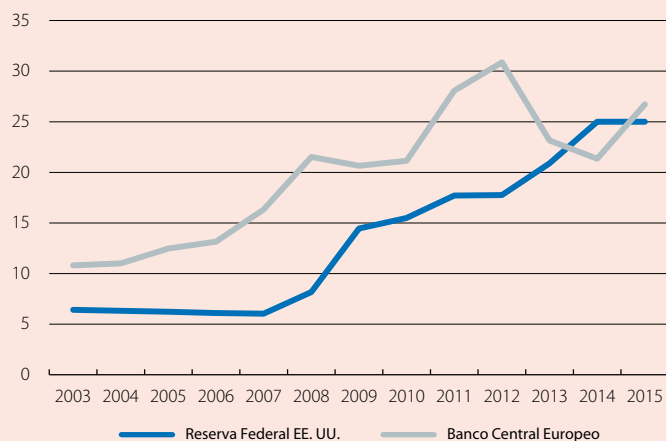
Pero no son solo los factores coyunturales relacionados con el canal comercial los que cuestionan el signo positivo de las externalidades de la política monetaria. De hecho, como ilustra el primer gráfico, desde la década de los ochenta se ha producido una fuerte globalización financiera, con un aumento de los flujos de capital internacionales y un mayor endeudamiento exterior bruto de las economías. Al crear un mercado internacional para la inversión y el ahorro, la globalización financiera ofrece una fuente de financiación externa a un tipo de interés internacional que, sin embargo, está influenciado por los principales centros financieros mundiales, como los EE. UU., debido a su importante peso en la economía mundial.³ Así, los flujos internacionales de capital se han convertido en un importante transmisor de la política monetaria. Por ejemplo, ante una reducción del tipo de interés en EE. UU., se producen fuertes flujos hacia aquellas economías extranjeras con mayores retornos, cuyas autoridades monetarias se enfrentan a dos opciones: tolerar la fuerte

apreciación de la moneda para suavizar la entrada de capital o limitar la fluctuación del tipo de cambio y aceptar una fuerte entrada de capitales. Además, ambas alternativas provocan consecuencias negativas adicionales: mientras que una fuerte apreciación de la moneda daña al sector exportador y puede provocar presiones deflacionistas (al abaratar el coste de las importaciones), una entrada de capital puede relajar las condiciones crediticias más allá de lo deseable y, por lo tanto, aumenta el riesgo de inestabilidad financiera. Como veremos, un modo de paliar tanto la apreciación de la moneda como las entradas bruscas de capital consiste en ajustar el tipo de interés doméstico mimetizando la política monetaria extranjera: aunque, al ofrecer retornos parecidos, se evitan movimientos bruscos de capital y presiones sobre el tipo de cambio, las autoridades pierden el control de la política monetaria.

1. Este efecto es el que ha llevado a acuñar el término «guerra de divisas» para describir situaciones en las que los bancos centrales implementan políticas acomodaticias para provocar una depreciación de la moneda y aumentar la competitividad de las exportaciones.
2. Véase el discurso de Rajan del 12 de marzo de 2016 en Nueva Delhi, «Towards rules of the monetary game», y Blanchard (2016), «Currency wars, coordination, and capital controls», NBER Working Paper. Sin embargo, como remarca Blanchard, el efecto también depende de las características de cada país, como el peso de sus exportaciones hacia EE. UU. o la sensibilidad de la economía a los precios de las materias primas.
3. Otro factor importante que explica la influencia de EE. UU. es el uso del dólar americano como medio de intercambio alrededor del mundo y como fuente de financiamiento del sistema bancario. Véase el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria», de este mismo Dossier.

Balace de los principales bancos centrales *

(% del PIB)



Nota: * Activos totales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y la Reserva Federal de St. Louis.

domésticas. Aunque, a corto plazo, la actividad de estas economías se beneficia de unas condiciones financieras favorables, estas no se adecúan a las necesidades domésticas de la economía, por lo que aumenta el riesgo de inestabilidad financiera y los efectos a medio y largo plazo pueden ser negativos, como lo acabó siendo la burbuja inmobiliaria que alimentó la anterior fase de crecimiento en algunas economías avanzadas. Además, como se explica en el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria» de este mismo Dossier, el sistema de bancos globales con el que se vehiculan parte de estos flujos de capital, mediante el cual una matriz bancaria obtiene recursos en economías avanzadas con condiciones crediticias laxas y los distribuye a sucursales o entidades locales en las economías emergentes, crea una fuente de riesgo sistémico. Sin embargo, los bancos centrales argumentan que sus medidas han sido clave para la recuperación de las economías y que las externalidades económicas serían mucho más negativas si EE. UU. tuviera un crecimiento más anémico o si la eurozona siguiera estancada.

Así pues, las externalidades de una política monetaria más laxa en los principales centros financieros globales se transmiten a través de un canal tradicional comercial y de un canal financiero que transmite las condiciones financieras laxas al resto del mundo. ¿Pero cuál es su importancia relativa? Según estimaciones de la Fed,⁴ en respuesta a medidas que reducen en 25 p. b. el tipo de interés a 10 años de la deuda americana: (i) la depreciación del dólar deprime el PIB del resto del mundo en un 0,05%, (ii) la demanda doméstica de EE. UU. aumenta en un 0,5%, estimula las importaciones y hace aumentar el PIB del resto del mundo en un 0,05%, y (iii) los tipos de interés extranjeros disminuyen en 10 p. b., lo que hace aumentar el PIB del resto del mundo en un 0,25%. Así, según las estimaciones de la Fed, actualmente el canal comercial tendría un efecto neto nulo. En consecuencia, las externalidades serían visibles solo a través del canal financiero que, aunque con un efecto positivo a corto plazo, introduce inestabilidad financiera a medio y largo plazo.

En conclusión, el papel dominante que ha tomado la política monetaria como herramienta para estimular las economías avanzadas ha reavivado el debate sobre sus externalidades internacionales. Actualmente, los vínculos financieros entre las economías se han estrechado hasta el punto que los flujos de capital y los activos de riesgo tienen importantes determinantes globales. Ello conlleva, en la práctica, una pérdida de la capacidad de implementar políticas monetarias independientes,⁵ por lo que es fundamental revisar las posibilidades de cooperación y coordinación dentro del sistema monetario internacional, algo que se analiza en el artículo «Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero» de este mismo Dossier. Otra alternativa para paliar estas externalidades es que la política fiscal y las reformas estructurales contribuyan a estimular la economía y complementen en mayor medida la política monetaria.

Adrià Morron Salmeron

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

4. John Ammer, Michiel De Pooter, Christopher Erceg y Steven Kamin, 2016, «International Spillovers of Monetary Policy», Federal Reserve Board of Governors International Finance Discussion Papers Note.

5. Hélène Rey, 2015, «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence», NBER Working Paper.

Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria

En la década de los noventa se inició un intenso proceso de internacionalización bancaria: si, en 1995, el porcentaje de bancos extranjeros sobre el número total de bancos a nivel mundial era del 20%, en 2009 esta cifra se había doblado.¹ Como resultado de este proceso, surgieron los bancos globales y se desarrolló el mercado interbancario internacional, configurando una arquitectura bancaria más globalizada e interconectada, y con importantes implicaciones en cuanto a la transmisión de la política monetaria se refiere: los estímulos monetarios que emite un banco central no solamente afectan las condiciones financieras del propio país sino que viajan mucho más allá de las fronteras nacionales a través de los bancos globales. En este artículo se analiza el funcionamiento del sistema de bancos globales y su papel en la transmisión internacional de la política monetaria.

Antes de analizar con detalle la vertiente internacional, conviene recordar que los bancos desarrollan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a nivel doméstico: cuando el banco central adopta una política monetaria acomodaticia mediante una rebaja del tipo de interés oficial, pretende incentivar la actividad económica real (consumo e inversión) a través de un aumento de la oferta de crédito bancario otorgado a hogares y empresas. Este mecanismo de transmisión se denomina el canal del crédito bancario (*bank lending channel*). Además, también opera el canal de la toma de riesgo bancario (*bank risk-taking channel*) puesto que la política monetaria acomodaticia implica una disminución de la remuneración de los activos seguros y ello incentiva a los bancos a relajar los estándares crediticios e invertir en activos de mayor retorno pero más arriesgados (*search for yield*).

Estos canales de transmisión de la política monetaria, como se ha mencionado, operan a nivel doméstico. Sin embargo, en el caso de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, y debido a la globalización bancaria, estos canales también operan a nivel global. Más concretamente, la transmisión internacional de la política monetaria a través del sistema bancario se produce en distintos eslabones. En primer lugar, la relajación de la política monetaria en una economía avanzada como EE. UU. permite que los bancos globales se financien en términos más ventajosos, ya que estos bancos obtienen financiación o bien directamente del banco central o bien emiten instrumentos financieros a inversores privados con un menor coste, generalmente préstamos a corto plazo denominados en dólares.² Seguidamente, los bancos globales usan esta liquidez para prestar directamente a la economía real, incluyendo sus filiales o sucursales en los distintos países (y aquí entra en escena el mercado interno de capitales de cada banco³), o bien, ofrecen liquidez a otros bancos a través del mercado interbancario internacional. Finalmente, los bancos que obtienen estos préstamos interbancarios pueden, a su vez, trasladar unas condiciones de acceso al crédito más laxas a sus clientes locales.

La principal consecuencia de la transmisión de la política monetaria a nivel internacional es que la oferta de crédito y la toma de riesgos bancarios en una economía particular ya no dependen solamente de factores específicos del país en cuestión, como son las condiciones macroeconómicas domésticas o la calidad institucional (denominados *pull factors*), sino también de los factores globales (*push factors*).⁴ La relevancia que cobren los *push factors* en un determinado país dependerá de varios condicionantes, siendo fundamental la estructura de financiación bancaria. Así, los sistemas bancarios que dependen más de la financiación mayorista o del interbancario y menos de los depósitos minoristas tienden a variar más la oferta de crédito ante cambios en las condiciones financieras globales que los sistemas bancarios menos dependientes de la financiación mayorista. La banca extranjera, que suele tener más dificultades para atraer depósitos minoristas en el mercado local, tenderá a reducir más su oferta de crédito en respuesta a *shocks* externos negativos y, por tanto, los *push factors* serán más relevantes en los países con una mayor presencia de la banca extranjera.⁵ Sin embargo, cabe señalar que existen diferencias de comportamiento según si los bancos globales operan a través de filiales o bien de sucursales. Por un lado, las filiales gozan de un elevado nivel de autonomía en cuanto a la gestión de capital y de liquidez, están sujetas a la regulación bancaria del país doméstico, y suelen financiarse en mayor medida mediante la captación de depósitos locales, unos factores que facilitan que las filiales puedan mitigar los *shocks* internacionales (o de la propia matriz). Por otro lado, las sucursales internacionales responden a un modelo más centralizado, dependiente de la matriz, y más sujeto a los vaivenes globales. En consecuencia, es de esperar que la transmisión de la política monetaria

1. Véase Claessens y Van Horen, 2014, «Foreign banks: Trends and impact», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46 (1).

2. Los bancos globales emiten múltiples instrumentos financieros, genéricamente denominados financiación mayorista, que incluye desde instrumentos a corto plazo como *repos* y papel comercial hasta instrumentos de más largo plazo como bonos.

3. Véase Cetorelli y Goldberg, 2012, «Banking Globalization and Monetary Transmission», *Journal of Finance*, 67 (5), para un análisis detallado de los factores que determinan la distribución de liquidez entre la matriz y las filiales de los bancos globales.

4. Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) acuñaron los términos *push* y *pull factors* para explicar los flujos de capitales internacionales hacia economías emergentes en los noventa.

5. De Haas, Ralph, 2014, «The dark and the bright side of global banking: a (somewhat) cautionary tale from emerging Europe», *Comparative Economic Studies*.

internacional a través del canal bancario sea menos importante en los países donde predominan las filiales bancarias extranjeras, como en Latinoamérica, que en países de la Europa del este, donde el modelo basado en sucursales tiene más peso.

Otro factor crucial que incide sobre la intensidad de la transmisión internacional de la política monetaria es la moneda en la que están denominadas las transacciones bancarias. Y aquí no hay discusión: el dólar estadounidense es la divisa por excelencia, aunque otras divisas son usadas comúnmente en algunas jurisdicciones, como por ejemplo el franco suizo y el euro en la Europa del este. Sin embargo, la importancia de la divisa estadounidense es tal que el valor de los activos denominados en dólares en manos de bancos fuera de EE. UU. es aproximadamente igual al valor total de los activos financieros de los bancos estadounidenses, alrededor de los 10 billones de dólares. No obstante, la importancia del dólar no debe asimilarse a economías dolarizadas. Por ejemplo, es destacable que alrededor del 20% de los bonos que emite la banca europea son *Yankee bonds*.⁶

En un sistema bancario global, altamente dolarizado, las decisiones de la Reserva Federal (Fed) inciden directamente sobre la oferta de crédito y el apetito al riesgo de los bancos en todo el mundo. Un reciente estudio del FMI es muy ilustrativo en este respecto. En él, se compara el impacto de la política monetaria acomodaticia sobre la ratio de apalancamiento (activos sobre capital) de las instituciones bancarias de 22 países en el periodo 1998-2014. Los resultados muestran que a corto plazo (un trimestre tras la rebaja de 100 p. b. del tipo oficial del propio país del banco) el impacto sobre la ratio de apalancamiento es muy reducido. Sin embargo, si la política monetaria acomodaticia se prolonga en el tiempo, el efecto es mucho mayor: la ratio de apalancamiento típicamente aumenta de 10,5 a 12,5 en dos años. Pero el resultado más llamativo es que el impacto es muy superior en respuesta a la política de la Fed que a la propia. En particular, los bancos radicados fuera de EE. UU. experimentan un repunte muy superior de su ratio de apalancamiento, del 15,8 al 23,6 tras dos años de política monetaria expansiva de la Fed (véase el gráfico). Estos resultados corroboran el argumento de Bruno y Shin⁷ de que el apetito al riesgo de los bancos globales desempeña un papel crucial en la transmisión internacional de la política monetaria.

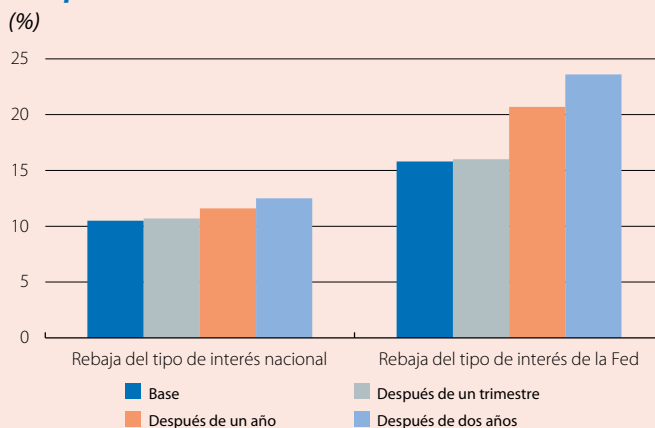
Dado el elevado grado de dolarización de las fuentes de financiación de la banca global, no es de extrañar que, en respuesta a una rebaja del tipo de interés por parte de la Fed, una parte importante del nuevo flujo de crédito a fuera de EE. UU. también esté denominado en dólares. Aunque, por un lado, ello puede ser beneficioso, ya que el sector privado goza de unos tipos de interés más reducidos, lo cierto es que esta práctica lleva al prestatario a asumir un riesgo de tipo de cambio del que difícilmente puede cubrirse. Empíricamente, McCauley *et al.* (2015)⁸ encuentran que, desde 2008, una disminución del tipo de interés por parte de la Fed de 100 p. b. aumenta el crédito en dólares en otros países.

En resumen, los riesgos relacionados con los *spillovers* de una política monetaria ultraacomodaticia en las principales economías avanzadas no son menores. Prueba de ello es el fuerte crecimiento del crédito bancario denominado en moneda extranjera en muchos países emergentes desde que la Fed relajó su política monetaria en 2008. Para mitigar estos riesgos, en los últimos años se han adoptado políticas macroprudenciales, pero su eficacia todavía no está probada. En este contexto, sería deseable una mayor coordinación de la política monetaria a nivel internacional, algo que, como se discute en el artículo «Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero» de este mismo Dossier, no parece alcanzable a corto plazo.

Judit Montoriol Garriga

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

Ratio de endeudamiento bancario tras una rebaja del tipo de interés oficial *



Nota: * Ratio de endeudamiento bancario (mediana) basado en datos de 22 países entre 1998 y 2014. Impacto tras una rebaja de 100 p. b. del tipo de interés oficial.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Cecchetti, Mancini-Griffoli y Narita (2015).

6. Bonos en dólares emitidos por parte de entidades radicadas fuera de EE. UU. Véase Azahara, Luna y Roma González, 2016, «The Drivers of European Banks' US Dollar Debt Issuance: Opportunistic Funding in Times of Crisis?», Banco de España Working Paper.

7. Bruno, Valentina y Hyun Song Shin, 2015, «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy», Journal of Monetary Policy.

8. McCauley, Robert, Patrick McGuire y Vladyslav Sushko, 2015, «Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage», BIS Working Papers No 483.

Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero

Tras la crisis económica y financiera de 2008 se han llevado a cabo políticas monetarias expansivas muy agresivas en los países avanzados. Ello ha sido crucial para amortiguar el impacto de la crisis. De todas formas, como se documenta en el resto de artículos del presente Dossier, los efectos de estas políticas se han dejado sentir más allá de las fronteras de cada país. Todo ello está poniendo encima de la mesa la necesidad de mejorar la coordinación de la política económica a nivel internacional y, en especial, de la política monetaria. Este es un reto que no es nuevo, pero que cada vez parece más necesario.

Haciendo un poco de memoria, tras la Gran Depresión de los años treinta y dos devastadoras guerras mundiales, en 1944 se gestaron los acuerdos de Bretton Woods. Estos alumbraron un sistema monetario y financiero internacional basado, entre otros elementos, en un sistema de tipos de cambio fijos. Así se intentaban impedir las devaluaciones competitivas. Este sistema perduró 27 años, hasta que Richard Nixon decidió suspender la convertibilidad del dólar al oro en 1971. A pesar del profundo cambio que ello supuso, la coordinación de la política monetaria no era una cuestión central en el debate ya que la economía no estaba globalizada y las políticas monetarias eran llevadas a cabo por bancos centrales cada vez más independientes que no pretendían impulsar devaluaciones competitivas sino que se centraban en la estabilidad de precios.

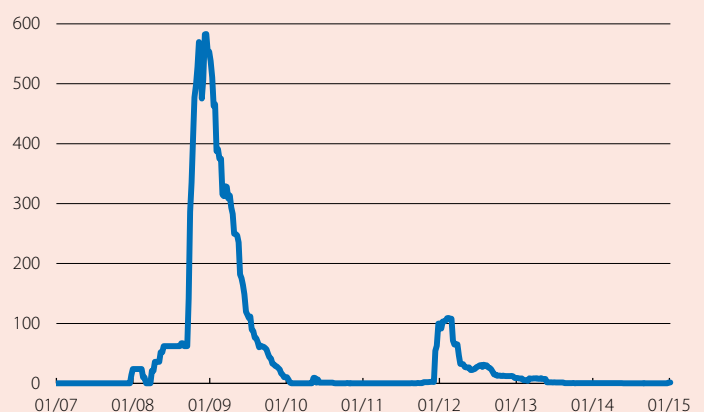
¿Qué ha cambiado en los últimos años para hacer más necesaria la coordinación de los bancos centrales? Como se apunta en los artículos «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» y «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria» del presente Dossier, la globalización financiera y el creciente peso de los bancos globales hacen que los efectos de la política monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales sobre el resto de economías sean ahora muy superiores. Las medidas de expansión cuantitativa que han utilizado las principales autoridades monetarias, como el QE, también tienen un impacto mayor sobre el resto de economías.

A pesar de ello, los avances en la coordinación internacional de la política monetaria han sido puntuales y fruto de la necesidad del momento. Por ejemplo, la Fed puso a disposición de los bancos centrales de 12 países 620.000 millones de dólares en forma de *swaps* para proveerles liquidez tras la crisis de las *subprime* en 2008 (véase el primer gráfico). Asimismo, los países del G-20 decidieron en 2009 coordinar su respuesta a la crisis a través del *Financial Stability Board* y paralelamente el Fondo Monetario Internacional (FMI) reforzó sus mecanismos de supervisión multilateral. Actualmente existe una estructura bicéfala de facto para la cooperación de la política macroeconómica y financiera a nivel global, con el FMI dando recomendaciones generales sobre las políticas de coordinación y el G-20 tomando decisiones estratégicas en tiempos de crisis.

Una de las claves para mejorar la coordinación radica en entender mejor y medir con más precisión los efectos externos causados por la política monetaria. Sin embargo, se trata de una tarea ardua. Por ejemplo, como vemos en el segundo gráfico, el impacto de las políticas monetarias estadounidenses en el crecimiento del crédito en el exterior es diferente según las características de los países, con un efecto menor si el país es desarrollado, tiene un tipo de cambio flexible o tiene un grado bajo de apertura al capital extranjero. Este gráfico pone de relieve la importancia de tener en cuenta diferentes factores macroeconómicos de considerable complejidad a la hora de diseñar los mecanismos de coordinación. Con el objetivo de progresar en esta materia, los economistas Raghuram Rajan y Prachi Mishra¹ han propuesto que se cree una comisión de expertos para clasificar las políticas monetarias concretas de los distintos países en tres categorías: verde, naranja y rojo. Las primeras son políticas beneficiosas que suponen ganancias en todos los países, las naranjas son políticas que deben usarse con cautela y solo a corto plazo mientras que las rojas son aquellas políticas domésticas que tienen un impacto positivo muy bajo en el país que las promueve pero que causan un perjuicio muy grande en otros países. Un ejemplo de política roja sería el conjunto de políticas monetarias

Liquidez de la Fed a otros bancos centrales

(Billones de dólares)

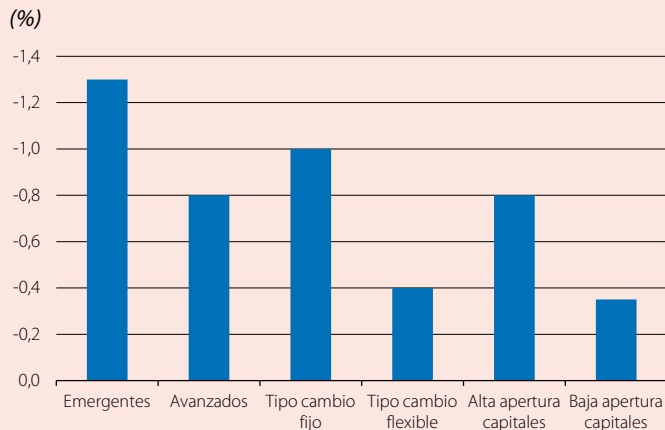


Nota: La liquidez hace referencia a las líneas de swap en dólares que la Fed provee a los bancos centrales de otros países.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Board of Governors of the Federal Reserve System.

1. Véase Mishra, P. y Rajan, R. (2016), «Rules of Monetary Game».

Impacto de un aumento del tipo de interés en EE. UU. sobre el crecimiento del crédito en otros países



Nota: Impacto medio de un incremento de 100 p. b. del tipo de interés nominal en EE. UU. sobre el crecimiento del crédito bancario real en 20 economías entre 1969 y 2008.

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

incluso dañar su credibilidad a nivel doméstico,² parece claro que la necesaria coordinación solamente se puede alcanzar a través de un ente supranacional fuerte que se encargue de la coordinación multilateral y que elabore una serie de directrices, recomendaciones y advertencias sobre el diseño de políticas que eviten las externalidades negativas de las políticas domésticas. Este organismo debería ser capaz de evaluar con rigor las consecuencias en otros países de las políticas monetarias y financieras domésticas y tener un rol de tercera parte neutral con el fin de asesorar y guiar a los distintos países para mejorar la coordinación de las políticas monetarias y financieras.

Dos candidatos naturales para asumir ese rol son el FMI y el Banco de Pagos Internacionales (BPI). El FMI debería desempeñar un papel más activo si quiere asumir el rol, ya que actualmente carece de un mandato claro para abordar las implicaciones de las políticas domésticas de sus miembros para la estabilidad financiera global,³ y debería convertirse en un organismo independiente de los poderes gubernamentales. El otro candidato es el BPI, organismo conocido como el «banco de los bancos centrales» que fue fundado por los Acuerdos de La Haya de 1930. Esta institución se encarga de fomentar la cooperación financiera y monetaria, y es propiedad de numerosos bancos centrales. Por ello, el BPI podría estar en una posición idónea para facilitar la coordinación de los diversos bancos centrales y asumir una función preponderante en la coordinación internacional de las políticas monetarias. Además, este organismo goza de una sólida reputación internacional y permitiría mantener la independencia de los bancos centrales. Cabe añadir que varios observadores⁴ han sugerido que el G-20 podría también asumir la coordinación de la política monetaria. Sin embargo, el G-20 no parece un candidato idóneo al tratarse de un foro político en lugar de técnico y adolecer de problemas de representatividad.

A modo de conclusión, cabe decir que existe un consenso generalizado en la comunidad internacional sobre la necesidad de una mayor coordinación en las políticas monetarias y financieras internacionales. Sin embargo, existen dudas razonables de que veamos avances en este sentido. El énfasis de las autoridades monetarias a corto plazo, las dificultades para poner de acuerdo a distintos países con intereses divergentes y los desafíos que plantea una modificación de la actual arquitectura monetaria y financiera a nivel global no invitan al optimismo. Tal como dijo en 2013 Olivier Blanchard,⁵ a la sazón economista jefe del FMI, «la coordinación internacional de las políticas macroeconómicas es como el monstruo del lago Ness pues se habla mucho sobre ella pero raramente se ve».

Javier Garcia-Arenas

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

2. Véase Clarida, R. (2016), «National monetary policies often correlate, sometimes coordinate, rarely cooperate», Global Central Bank Focus.

3. Véase Knight, M., (2014), «Reforming the Global Architecture of Financial Regulation: The G20, the IMF and the FSB», CIGI Papers No. 42.

4. Véase Bradford, C. y Lim, W. (2011), «Global Leadership in Transition: Making the G20 More Effective and Responsive», Korean development Institute and Brookings Institution Press.

5. Véase Blanchard, O., Ostry, J. D. y Gosh, A.R. (2013), «International Policy Coordination: The Loch Ness Monster», IMFdirect.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Jorge Meliveo y Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España

Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

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

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

MILLONES €

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

