

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 402 | JUNIO 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El BCE desembarca en el mercado de bonos corporativos europeo

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La caída del precio del petróleo: ¿una bendición indigesta?

UNIÓN EUROPEA

La liquidez del BCE en el núcleo y en la periferia

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La estacionalidad del turismo

DOSSIER: EL MOMENTO DE LAS CIUDADES

Hacia un mundo crecientemente urbanizado

Las claves de la ciudad del futuro

Los costes de vivir en la ciudad: las deseconomías de aglomeración

El factor urbano del mercado laboral

INFORME MENSUAL**Junio 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 mayo de 2016

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

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Presente y futuro de la integración financiera en Europa*10 *El BCE desembarca en el mercado de bonos corporativos europeo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Fuga de capitales de China, un riesgo para tener en cuenta*16 *La caída del precio del petróleo: ¿una bendición indigesta?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La liquidez del BCE en el núcleo y en la periferia*22 *Polonia: nuevas reglas, ¿peores perspectivas?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La buena evolución del mercado laboral se consolida*28 *La estacionalidad del turismo*29 *Deuda privada: algunas referencias para el caso español***32 DOSSIER: EL MOMENTO DE LAS CIUDADES**32 *Hacia un mundo crecientemente urbanizado*

Àlex Ruiz

34 *Las claves de la ciudad del futuro*

Josep Mestres Domènech

36 *Los costes de vivir en la ciudad: las deseconomías de aglomeración*

Anna Campos

38 *El factor urbano del mercado laboral*

Adrià Morron Salmeron

El Reino Unido, la Unión Europea y la eurozona

El próximo 23 de junio, los ciudadanos británicos votarán sobre la permanencia de su país en la Unión Europea (UE). Se trata de un acontecimiento político de gran trascendencia para el futuro de la Unión. Un voto a favor de salir debilitaría seriamente el proyecto europeo en un momento en el que se enfrenta a enormes desafíos que exigen un liderazgo fuerte y un elevado grado de cohesión entre los países miembros.

El reto más inmediato es, qué duda cabe, hacer frente a las oleadas migratorias procedentes tanto de zonas en conflicto como de países vecinos con niveles de vida muy inferiores a los de la Unión. La presión migratoria en sus fronteras ha puesto en cuestión algunos de los principios fundamentales de la UE, como la libre circulación de personas y el espacio Schengen, y, junto con otras cuestiones de índole económica, explica el auge de los partidos populistas en muchos países europeos, casi siempre con un fuerte posicionamiento antieuropeísta.

El reto migratorio está, naturalmente, muy vinculado a los desafíos geopolíticos y de defensa de la Unión, dado que las posibles respuestas políticas tienen repercusiones en diversos países con los que mantiene relaciones muy complejas (Rusia, Turquía y países de Oriente Medio y del norte de África) y que las posiciones en el seno de la UE no siempre son coincidentes.

El otro gran reto es avanzar en la construcción de una unión económica y monetaria (UEM) suficientemente completa y estable. La crisis de la eurozona demostró los graves déficits del diseño actual de la moneda única y, a pesar de que se han tomado muchas medidas (avances en la unión bancaria y en la coordinación de las políticas presupuestarias y de competitividad), lo conseguido hasta la fecha dista aún mucho de lo que sería necesario.

Los aspectos en los que es preciso avanzar requieren un alto grado de integración política, puesto que comportan pérdidas de soberanía significativas en políticas, como las presupuestarias y las laborales, que hasta hoy han sido nacionales.

Si la UEM no se perfecciona adecuadamente en pocos años, el riesgo para los países que la componen (y, en definitiva, para el conjunto de la UE) es inasumible, puesto que tarde o temprano se volverán a generar en la eurozona fuertes tensiones económicas y financieras que serían letales para la moneda única. La UEM no está adecuadamente respaldada en términos de instituciones políticas (por ejemplo, un ministro único de economía y hacienda) y tampoco dispone de suficientes herramientas propias de política económica que permitan combatir los desequilibrios que se pueden originar en su seno.

El momento político actual de Europa no favorece iniciativas de mayor integración política que avancen al ritmo que sería necesario. La lenta salida de la recesión, con un crecimiento todavía débil y altos niveles de paro, y las tensiones migratorias antes mencionadas dificultan la aparición de liderazgos en los países miembros que respalden con decisión el proceso de integración.

En este contexto, la tensión centrífuga que provoca el *brexit*, especialmente si la opción ganadora no fuera permanecer dentro de la UE, constituye para la eurozona tanto un gran riesgo como una oportunidad. Los ciudadanos de la región y sus Gobiernos deben ser conscientes de que, para la UEM, la única respuesta posible es profundizar en la integración. Esta respuesta es imprescindible para la propia continuidad y estabilidad de la unión monetaria, pero de manera muy especial ante escenarios adversos e inciertos, precisamente como el que genera un posible abandono de la UE por parte del Reino Unido.

Paradójicamente, la reacción de la eurozona ante la fuerza centrífuga que ocasiona el envite político del Reino Unido debería ser un movimiento centrípeto, un avance hacia una mayor integración.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de mayo de 2016

CRONOLOGÍA

MAYO 2016

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

ABRIL 2016

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

MARZO 2016

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

FEBRERO 2016

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

ENERO 2016

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

AGENDA

JUNIO 2016

- 2** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 7** Índice de producción industrial (abril).
- 14** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 16** Encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 17** Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).
- 20** Comercio exterior (abril).
- 28** Consejo Europeo. Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
- 29** Avance IPC (junio). Tasa de ahorro de los hogares (1T). Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).
- 30** Balanza de pagos (abril). Posición de inversión internacional neta (1T).

JULIO 2016

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

Aceleración macroeconómica, compás de espera financiero

Aunque la economía mundial mantiene su expansión, los mercados financieros están a la espera de señales más definitorias. La relativa disonancia entre unos indicadores macroeconómicos que tienden a apuntar a una progresiva aceleración del crecimiento a medida que avanza el año y la evolución de los mercados financieros, que no acaban de encontrar suelo firme, prosiguió en mayo. Así, a pesar de que el contexto macroeconómico sigue siendo razonablemente positivo, los mercados financieros pusieron entre paréntesis el episodio de recuperación de las cotizaciones de los activos de riesgo que se había iniciado a mediados de febrero. ¿Qué puede estar lastrando el sentimiento inversor? Probablemente tenga su peso la acumulación de citas importantes en junio, un mes en el que el Reino Unido deberá pronunciarse sobre su permanencia en la UE y en el que la reunión de la Fed ha ganado importancia tras el tono inesperadamente duro (para una gran parte de los inversores) que se desprendió del acta de la reunión de abril y que ha alentado la posibilidad de una nueva subida de tipos en junio. Nuestro escenario al respecto es claro. Aunque la probabilidad de una salida de la UE no es baja, prevemos que el resultado del referéndum británico signifique la derrota de los defensores del *brexit*. Asimismo, consideramos que las condiciones macroeconómicas estadounidenses más que justifican una subida del tipo de referencia. Con todo, es lógico que los inversores se mantengan a la expectativa, aunque esta legítima prudencia no se debería amparar en dudas serias sobre el escenario macroeconómico.

En clave macroeconómica global, el mes de mayo se ha saldado con la continuidad de la expansión de la actividad. Destacaron los datos que confirman que EE. UU. mantiene una aceptable velocidad de crucero (en la zona del 2% interanual, ritmo que alcanza gracias a un robusto mercado laboral, prácticamente en situación de pleno empleo), que Europa acelera paulatinamente su ritmo y que China, a pesar de la variabilidad de sus indicadores, sigue en curso hacia su *soft landing*. También se produjeron algunas sorpresas positivas, como un crecimiento mayor de lo esperado en Japón (avance del 0,4% intertrimestral en el 1T, frente al 0,0% del trimestre precedente) o las primeras señales de que Rusia, sin que sus perspectivas estén libres de riesgos, puede estar dejando atrás lo peor de la recesión. Ciertamente, otros focos de incertidumbre se mantienen, como la impredecible crisis política brasileña (que no se estabiliza a pesar del relevo presidencial). Asimismo, tampoco acaban de despejarse las dudas en países con desequilibrios, como Turquía o Sudáfrica, que pueden sufrir con la subida

del tipo de interés por parte de la Fed. Pero el balance en conjunto es que la economía global está en la trayectoria de cumplir con lo previsto y crecer en 2016 del orden del 3,3%, algo por encima del 3,1% de 2015.

La eurozona, camino del 1,6% en 2016. Tal y como mencionábamos, Europa continúa acelerando progresivamente su ritmo de actividad. En el 1T 2016, el crecimiento intertrimestral fue del 0,5% (1,5% interanual), gracias fundamentalmente al empuje de España, Alemania y Francia. Se trata de un registro positivo, habida cuenta de que se produce en un momento en que ciertos factores que habían impulsado la actividad de manera temporal empiezan a moderar su impacto (en particular, el abaratamiento del petróleo). La economía europea dispone, en todo caso, de capacidad de tracción suficiente para acelerar incluso con menores vientos de cola. Así lo espera, por ejemplo, la Comisión Europea, que prevé un crecimiento del 1,6% en 2016 y del 1,8% en 2017, escenario similar al que maneja CaixaBank Research. Asimismo, en este contexto de recuperación, la inflación tenderá a alejarse de los atípicos bajos niveles de 2015, hecho que será especialmente visible en 2017.

La demanda interna, sostén de la recuperación española. La economía española sigue disfrutando de un momento cíclico positivo. En el 1T 2016, el crecimiento se situó en el 0,8% intertrimestral (3,4% interanual), el mismo ritmo de actividad que en los dos trimestres anteriores. El motor de la expansión continúa siendo la demanda interna, que aportó el grueso del crecimiento del PIB gracias a la contribución del consumo privado y la inversión. El sector exterior, por su parte, redujo en cierta medida la aportación negativa a la variación del PIB de los trimestres precedentes. Este buen arranque de año avala el cumplimiento de nuestro escenario macroeconómico, que prevé un avance del PIB del 2,8% en 2016, lo que supone una cierta desaceleración respecto al 3,2% del 2015. Esta ralentización suave es fruto de la dilución de ciertos factores temporales de apoyo a la actividad que operaron con fuerza el año pasado, como el abaratamiento del precio del crudo comentado anteriormente. En 2017, el crecimiento será del 2,4%. La economía, en definitiva, transita hacia fases más maduras del ciclo, pero se mantiene en cotas de actividad apreciables. Una tesitura favorable que debería aprovecharse para persistir en los esfuerzos de consolidación presupuestaria y avanzar en la agenda de reformas estructurales pendientes. Porque, como nos recuerda nuestra historia económica reciente, la falta de ambición reformadora en tiempos de bonanza acaba teniendo costes sociales mayores en momentos de adversidad económica.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,26	0,58	1,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,58	0,75
Líbor 3 meses	0,23	0,32	0,72	1,50	0,31	0,41	0,62	0,65	0,75	0,86
Líbor 12 meses	0,56	0,79	1,26	1,92	0,83	0,95	1,17	1,24	1,29	1,33
Deuda pública a 2 años	0,44	0,67	0,92	1,78	0,67	0,83	0,85	0,80	0,92	1,09
Deuda pública a 10 años	2,53	2,13	1,93	2,63	2,21	2,19	1,92	1,81	1,92	2,07
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,05	0,05	0,03	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	0,21	-0,02	-0,24	-0,06	-0,03	-0,09	-0,19	-0,26	-0,26	-0,25
Euríbor 12 meses	0,48	0,17	-0,01	0,23	0,16	0,09	0,01	-0,02	-0,02	0,00
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,05	-0,24	-0,43	0,01	-0,24	-0,32	-0,46	-0,48	-0,42	-0,37
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,23	0,53	0,31	1,34	0,69	0,57	0,30	0,20	0,30	0,44
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,11	1,10	1,07	1,11	1,09	1,10	1,13	1,10	1,07
¥/€	140,42	134,35	128,67	127,52	135,89	132,94	127,28	127,76	131,26	128,40
£/€	0,81	0,73	0,77	0,73	0,72	0,72	0,77	0,79	0,76	0,75
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	45,14	65,58	51,10	44,70	35,72	44,57	47,74	52,53
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,11	61,23	46,00	40,82	32,41	39,52	43,41	49,11

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

Previsiones

COYUNTURA · Los mercados pierden el impulso de los últimos meses

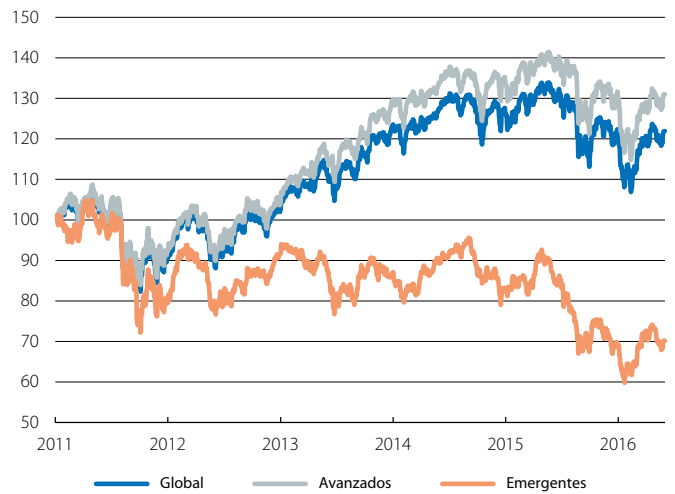
Los mercados internacionales ponen entre paréntesis el episodio de recuperación que iniciaron a mediados de febrero. El principio de mayo estuvo marcado por caídas generalizadas en las bolsas internacionales, particularmente en los mercados emergentes. Esta mayor aversión al riesgo se mantuvo durante la mayor parte del mes, pero revirtió en los últimos días. Así, el índice de bolsa mundial (MSCI) se mantuvo estable en mayo (-0,2%) y se situó un 0,8% por encima del nivel de finales del año pasado. El sentimiento inversor se vio afectado inicialmente por un dato de crecimiento del PIB en EE. UU. para el primer trimestre más débil de lo previsto y unos resultados dispares del mercado laboral en abril. Además, los indicadores de actividad de la economía china, más flojos también de lo esperado, recordaron las preocupaciones relacionadas con un posible, aunque poco probable, aterrizaje brusco del gigante asiático. Finalmente, aunque no por ello menos importante, el endurecimiento del mensaje de la Reserva Federal (Fed) provocó ajustes significativos tanto en los mercados de renta variable como en los de renta fija.

Varias citas importantes de junio tendrán un papel determinante en la evolución de los activos financieros durante las próximas semanas. La agenda del mes de junio viene cargada de acontecimientos clave que podrían acompañarse de repuntes de nerviosismo en los mercados internacionales. Primero, la próxima reunión de la Fed monopolizará la atención de los inversores durante los compases iniciales del mes, hasta que se publique la nueva decisión sobre el tipo oficial de interés a mediados de junio. Además, el final del mes estará marcado por dos citas electorales importantes. El 23 de junio se celebrará el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, cuyo resultado parece todavía incierto debido a la persistencia de un nivel elevado de indecisos que podría inclinar la balanza hacia un lado u otro. Tres días después se repetirán las elecciones generales en España y las encuestas, por ahora, apuntan a un resultado similar al de diciembre. Ninguno de estos eventos debería provocar interrupciones en los mercados financieros, si bien pueden proporcionar un apoyo importante a los activos financieros más seguros, que actúan como refugio en momentos de incertidumbre.

La Fed vuelve al centro de la escena financiera internacional y pone encima de la mesa la posibilidad de subir tipos en junio. Pese a que en mayo no hubo reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), la institución monetaria estadounidense cobró mucho protagonismo durante el mes. Tras el mensaje de cautela que dejó entrever el comunicado oficial de la reunión de abril, el acta de la misma

Bolsas internacionales por geografía

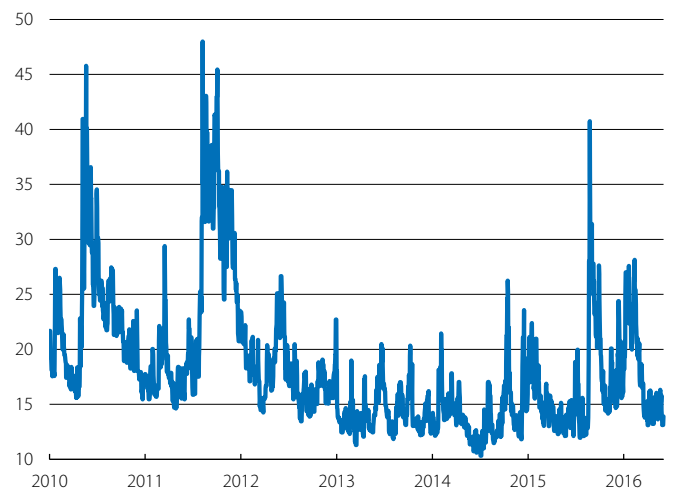
Índice (100 = enero 2011)



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

Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

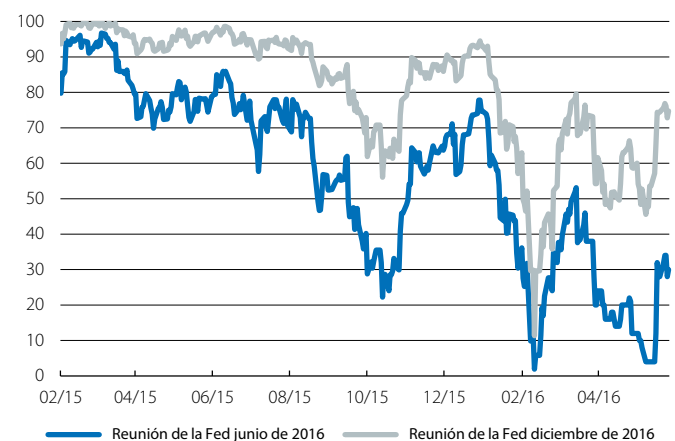
(%)



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

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

(%)



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

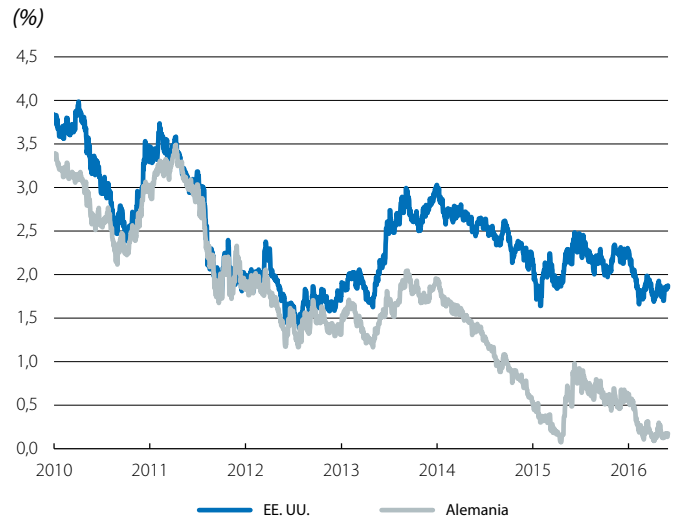
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

reunión, publicada a mediados de mayo, sorprendió por su tono menos acomodaticio, al indicar que varios miembros del FOMC consideraban «apropiada» una subida de tipos en la reunión de junio. Esta retórica más restrictiva tuvo eco a lo largo del mes en las numerosas declaraciones de varios miembros de la Fed, incluida Yellen. Aun así, y pese a la proximidad de las elecciones presidenciales de noviembre, seguimos previendo que la Fed acometa la próxima subida en septiembre de 2016. La paulatina recuperación de la inflación, que repuntó ligeramente en abril, y la madurez del ciclo económico estadounidense, que debería confirmarse con un dato sólido del PIB del 2T 2016 a finales de julio, son los principales factores que deberían incitar a la Fed a subir el tipo oficial coincidiendo con el fin del verano.

El endurecimiento del mensaje de la Fed impone a los mercados recalibrar sus expectativas. Desde el inicio de la normalización de la política monetaria en EE. UU. en diciembre del año pasado, la incertidumbre sobre el ritmo del endurecimiento monetario ha sido elevada y las expectativas del mercado han ido variando en función de los datos publicados y los mensajes de la Fed. El mes de mayo no fue una excepción. El tono más restrictivo que dejó translucir el acta de la reunión de abril provocó un ajuste significativo de las expectativas del mercado, que adelantó al verano la próxima subida de tipos en EE. UU., cuando apenas unas semanas antes la emplazaba a finales de 2016 o incluso a inicios de 2017. Las bolsas internacionales acogieron con descensos la posibilidad de una subida en junio, en particular las del bloque emergente. La rentabilidad de la deuda soberana estadounidense a 10 años repuntó, tras la divulgación de las actas, alrededor de 10 p. b. hasta el 1,85%, un nivel comparable con el que se observaba al principio del mes. Finalmente, el dólar aceleró su apreciación frente al euro.

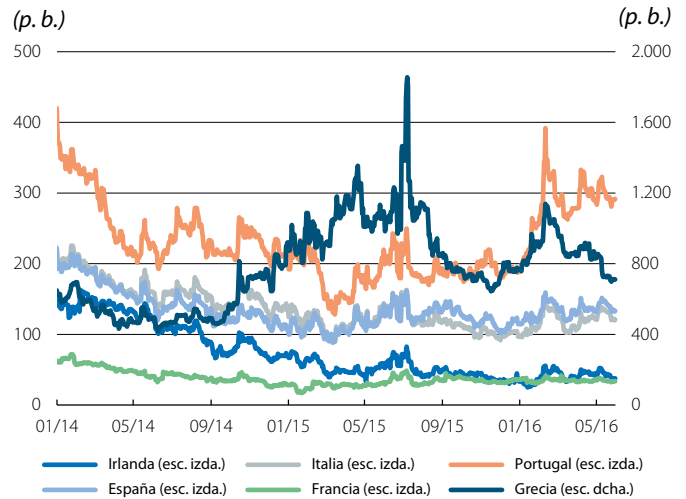
En el mercado de renta fija europeo, Grecia vuelve a estar en el candelero, pero con buenas noticias. En mayo, la rentabilidad del *bund* alemán permaneció en niveles muy bajos y cotizó la mayor parte del mes por debajo del 0,17%. En la periferia, la prima de riesgo española inició una tendencia bajista durante la segunda parte del mes después de repuntar por encima de los 150 p. b. en los primeros días de mayo. En todo caso, la similitud de estas fluctuaciones con las de la prima de riesgo italiana parece indicar que no responden a cambios en el riesgo idiosincrático, dependientes sobre todo de la incertidumbre política. Pero lo más destacable del mes en el mercado de renta fija soberana europea fue sin duda el alentador comportamiento de la deuda soberana griega, cuya prima de riesgo se redujo fuertemente: la aprobación de la primera revisión del programa de rescate griego por el Eurogrupo a finales de mayo redujo la prima de riesgo griega por debajo de los 700 p. b., su menor nivel en seis meses. Sin embargo, el leve repunte que se registró en los días siguientes es un recordatorio de las dificultades del caso griego (en particular, el todavía largo camino de la consolidación fiscal).

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



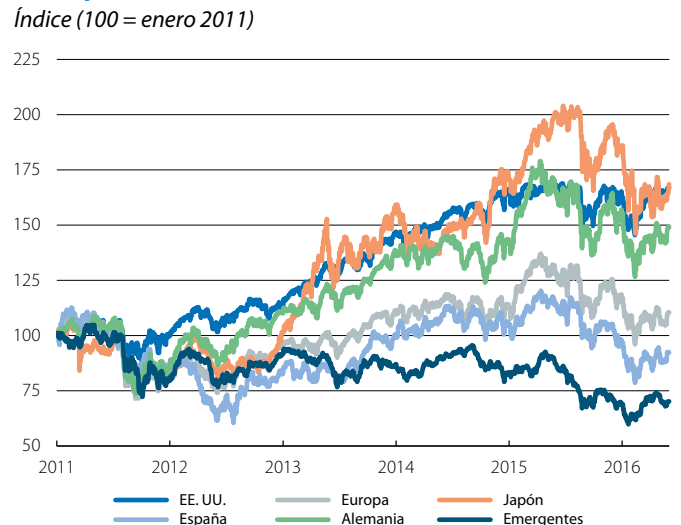
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

Principales bolsas internacionales



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

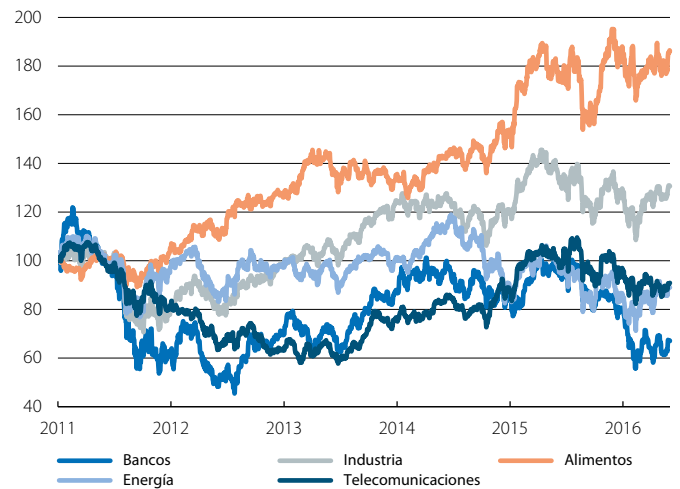
Las bolsas emergentes sufren pérdidas importantes, mientras que la bolsa europea logra terminar el mes en positivo gracias a un fuerte repunte de último momento. En mayo, los mercados emergentes de renta variable registraron descensos cercanos al 4% en promedio. Esta recaída responde a dos tipos de factores. Primero, los factores globales, en especial el endurecimiento del mensaje de la Fed. Segundo, los factores internos, que siguen dominados por los riesgos geopolíticos. Brasil, con el aumento de la incertidumbre política a raíz de los avances en el proceso de destitución presidencial, sigue siendo el caso más preocupante. En el bloque avanzado, después de un inicio de mes débil, la bolsa europea ganó un 1,2%, apoyada en los avances positivos en la cuestión griega. Esta pauta optimista fue generalizada en el conjunto de los grandes sectores, aunque el bancario fue el más beneficiado. En EE. UU., el S&P 500 registró una subida de una magnitud similar, con un crecimiento del 1,5%.

En el mercado cambiario, la tendencia dominante desde el inicio del año se revierte gracias a una ligera apreciación del dólar. Tras superar los 1,15 dólares al principio del mes, el euro se depreció respecto a la divisa estadounidense, que se benefició claramente del apoyo del mensaje menos acomodaticio de la Fed. En cuanto a los emergentes, la mayoría de las divisas no pudieron apoyarse en una recuperación del precio de las materias primas tan fuerte como la de meses anteriores. La influencia de la Fed volvió a dominar la evolución de las divisas emergentes, que se depreciaron más de un 4% en promedio.

La recuperación generalizada del precio de las materias primas se frena. El petróleo siguió recuperándose, pero a un menor ritmo que en los últimos meses, después de subir más de un 20% en abril. Sin embargo, este crecimiento más flojo, que alcanzó tan solo un 3,2% en el cómputo mensual, no impidió que el barril de Brent alcanzara la barrera de los 50 dólares en las últimas sesiones del mes. En cuanto a las otras materias primas, mientras que los precios de los bienes agrícolas subieron, cabe destacar el mal desempeño de los metales preciosos e industriales. En particular, el precio del cobre, indicador adelantado de la actividad industrial, retrocedió más de un 8% pese a un ligero repunte a final de mes.

Eurozona: evolución bursátil por sectores

Índice (100 = enero 2011)

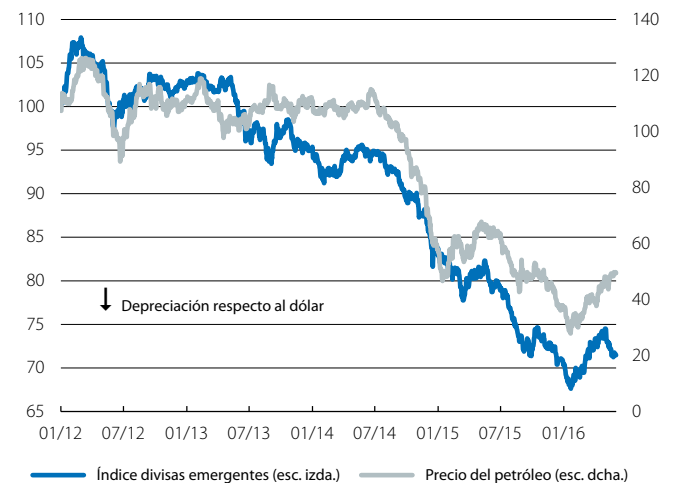


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas emergentes y precio del petróleo Brent

Índice (100 = enero 2012)

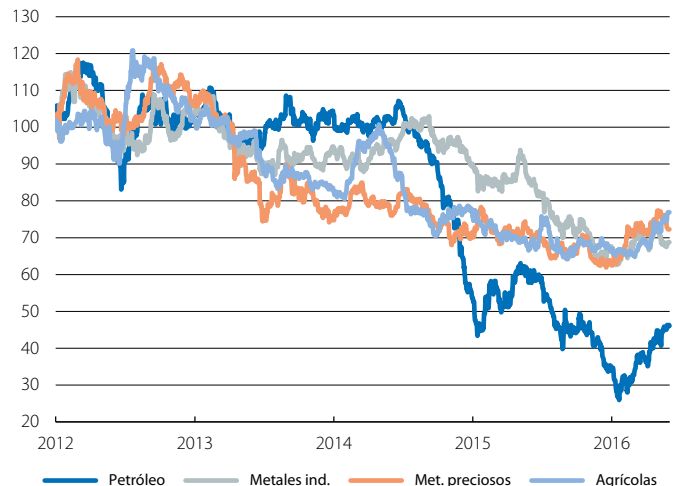
(Dólares/barril)



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

Evolución de las materias primas

Índice (100 = enero 2012)



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

FOCUS · Presente y futuro de la integración financiera en Europa

El Banco Central Europeo (BCE) publicó recientemente el informe anual sobre el grado de integración financiera en la eurozona y el conjunto de Europa.¹ Su principal conclusión es que, a pesar de que el grado de integración ha ido recuperándose desde los niveles mínimos de 2012, todavía queda mucho camino por recorrer. Europa cuenta con unos mercados financieros relativamente fragmentados.

Los indicadores de integración financiera que utiliza el BCE muestran una clara recuperación desde que introdujo el programa OMT (por las siglas en inglés de *outright monetary transactions*) de compras de deuda pública (véase el gráfico). Estos indicadores sintéticos están basados en cantidades (en función del volumen de tenencias por parte de los residentes de un país de activos emitidos desde otro país europeo) y en precios (en función de la dispersión de los precios en los mercados de renta fija, renta variable, interbancario y crediticio entre distintos países europeos). La mejora de los últimos años se ha apoyado en el despliegue de la unión bancaria, así como en las distintas medidas expansivas de política monetaria que han inyectado liquidez y han contribuido a mejorar la confianza inversora. En este sentido, la reducción de desequilibrios macroeconómicos en la periferia también ha sido importante. Recientemente, el episodio de inestabilidad financiera que afectó a los mercados globales desde mediados de 2015 ha provocado una cierta pausa, probablemente pasajera, en la mejora del grado de integración.

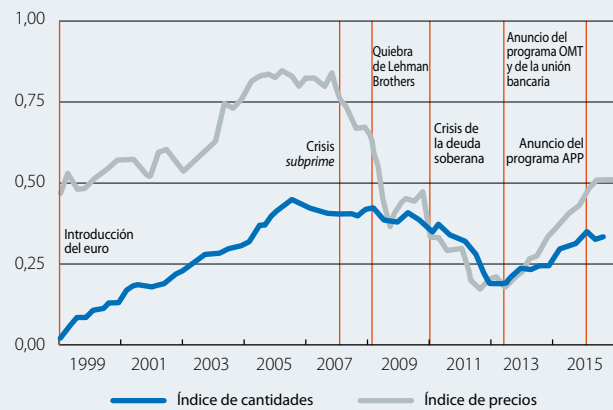
Los avances en el ámbito de la unión bancaria y los pasos para la creación de la unión del mercado de capitales, que las autoridades europeas quieren impulsar, deberían facilitar una mayor integración financiera en los próximos años. En cuanto a la unión bancaria (o integración bancaria), el BCE subraya en su informe la necesidad de armonizar el marco normativo aplicable en los distintos países miembros (en particular, reducir al mínimo las denominadas discrecionalidades nacionales, que se habían previsto en directivas europeas cuando aún no se había decidido la unión bancaria) y también la importancia de establecer cuanto antes un esquema de garantía de depósitos único a nivel europeo, que cuente con un *backstop* de financiación pública como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (lo que desligaría aún más el riesgo bancario del soberano). Ambas medidas pueden, entre otras cosas, impulsar la actividad *cross-border* de los bancos europeos. En el ámbito de la unión del mercado de capitales, el BCE destaca la posibilidad de avanzar rápidamente en algunos aspectos, como el del impulso al mercado de titulaciones (facilitando que los emisores bancarios puedan libe-

rar capital) y sentar las bases para un mercado único de cédulas.

En cualquier caso, se debe tener en cuenta que no solo es importante el grado de integración financiera, sino su calidad. La integración será más deseable en la medida en que sea robusta o resista bien a *shocks* de tipo financiero o económico y en que permita compartir riesgos de forma eficiente (*risk sharing*) entre los residentes de distintos países. En este sentido, el tipo de integración más favorable se basa en flujos de participaciones de capital e inversión extranjera directa, en tenencias de deuda a largo plazo más que a corto plazo y en préstamos bancarios minoristas más que en flujos de préstamos interbancarios. Diversos estudios han encontrado que en un país como EE. UU., con una alta integración financiera, la diversificación de las carteras de inversión de los residentes de un estado con activos de otros estados contribuye de forma muy significativa a reducir la correlación entre el PIB de un estado y el consumo de los residentes de ese mismo estado. Sin duda, queda mucho para que esto mismo suceda en Europa, donde el 50% de las acciones de las empresas están en manos de inversores nacionales.

Índices compuestos de integración financiera basados en medidas de precio y de cantidad

Nivel (1 = máxima integración)



Fuente: BCE (ECB, «Financial integration in Europe», April 2016).

1. ECB, «Financial Integration in Europe», April 2016.

FOCUS · El BCE desembarca en el mercado de bonos corporativos europeo

Poco más de un año después de haber puesto en marcha el programa de compra de deuda pública (QE soberano), el BCE está a las puertas de dar comienzo al programa de compra de deuda privada (QE corporativo). Con esta decisión, la entidad persigue un doble objetivo: mejorar las condiciones de financiación empresarial y diversificar la tipología de activos que deben ayudar a aumentar las compras mensuales de deuda en 20.000 millones de euros. Aunque el inicio efectivo del QE corporativo tendrá lugar en junio, su anuncio en marzo ha empezado a hacer perceptibles sus efectos.

En primer lugar, ya se ha observado un claro descenso de las rentabilidades y de las primas de riesgo de la deuda corporativa europea. Las *yields* y los *spreads* (respecto a la deuda pública) de los bonos corporativos con grado de inversión (IG) del sector no financiero han caído en 28 y 25 p. b., hasta el 0,98% y los 120 p. b., respectivamente.¹ El segmento especulativo, o *high yield* (HY), de este mercado y la deuda bancaria europea (activos ambos fuera del radar del BCE) también han visto caer sus *yields* y *spreads* respectivos, especialmente en el primer caso. En segundo lugar, el repunte del ritmo de emisión de bonos IG y HY por parte de las empresas no financieras europeas es otro de los efectos asociados al anuncio del QE corporativo. En marzo y abril se emitieron 65.000 millones de euros, una cifra muy elevada que contrasta con la inactividad que reinó en los mercados de capitales durante enero y febrero.

En cuanto a los aspectos relacionados con el diseño del QE corporativo, uno de los puntos más relevantes es el espectro de bonos elegibles, que ha resultado ser más amplio de lo previsto. En concreto, serán elegibles los bonos del segmento IG, denominados en euros y emitidos por corporaciones no bancarias radicadas en la eurozona.² Los bonos de aseguradoras y de compañías financieras cuyas matrices no sean una entidad de crédito también serán elegibles. Pero es en el apartado técnico donde el QE corporativo más ha sorprendido, tanto por el mercado objetivo de las compras (primario y secundario) como por el elevado límite de participación del BCE en cada bono (del 70%, salvo en empresas con una participación pública destacable). Además, no habrá importe mínimo por emisión, lo que favorecerá especialmente a las empresas medianas, y las compras abarcarán la práctica totalidad de los vencimientos (de seis meses a 31 años). Considerando estos parámetros y el resto de aspectos técnicos estipulados

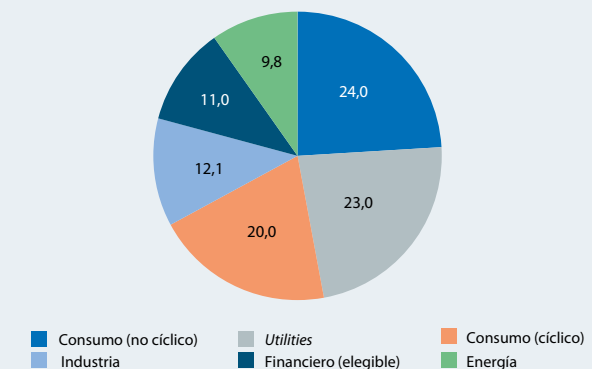
1. Índices de renta fija de Bank of America Merrill Lynch.
 2. De forma más específica, el BCE empleará el criterio de país de incorporación del emisor, lo que posibilitará que los bonos de empresas establecidas en la eurozona pero con matriz fuera de ella sean elegibles si se satisfacen los demás criterios del programa.

por el BCE, el universo de bonos corporativos elegibles asciende a 670.000 millones de euros.

Por último, el tamaño del QE corporativo y, por ende, el ritmo de compras mensuales es una cuestión sobre la que el BCE no ha establecido objetivos *ex ante*. Una estimación sencilla y razonable sería extrapolar la experiencia del último programa de compra de cédulas del BCE (CBPP3), muy similar en diversas dimensiones al QE corporativo. A partir del patrón de compras del BCE en los mercados primarios y secundarios de cédulas en 2015, el análisis sugiere unas compras mensuales de bonos en torno a los 7.000-8.000 millones de euros y un alcance total del programa de hasta 72.000 millones (en nueve meses, hasta marzo de 2017). Un tamaño relativamente modesto en relación con el mercado objetivo, lo que debería permitir implementar el QE corporativo sin demasiadas dificultades.

QE corporativo: composición sectorial del mercado de bonos elegible

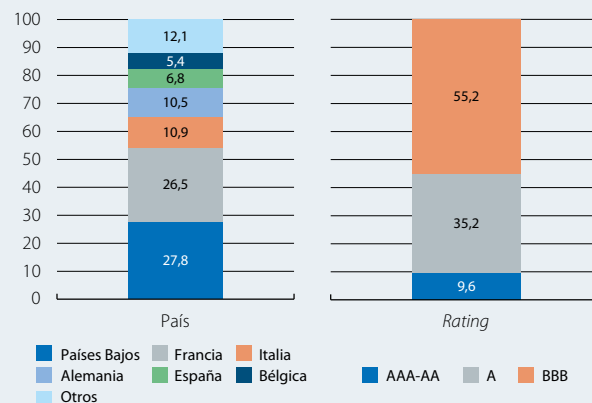
(% del mercado objetivo)



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

QE corporativo: descomposición por país y rating crediticio del mercado objetivo

(% del mercado objetivo)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-may	29-abr	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	-0,26	-0,25	-1	-13,0	-24,9
Euríbor 12 meses	-0,02	-0,01	-1	-8,0	-18,0
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,53	-0,49	-4	-15,2	-31,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,51	-0,48	-3	-16,5	-28,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,14	0,27	-13	-48,9	-34,7
Deuda pública a 10 años (España)	1,47	1,59	-12	-30,1	-36,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	133	132	1	19,2	-1,6
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,69	0,64	5	7,7	40,6
Líbor 12 meses	1,34	1,23	11	16,2	59,0
Deuda pública a 1 año	0,67	0,55	12	7,3	42,6
Deuda pública a 2 años	0,88	0,78	10	-16,8	27,5
Deuda pública a 10 años	1,85	1,83	2	-41,9	-27,1

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-may	29-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	73	0	-5,0	6,6
Itraxx Financiero Sénior	90	90	0	12,8	12,6
Itraxx Financiero Subordinado	194	202	-8	38,0	36,4

Tipos de cambio

	31-may	29-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,113	1,145	-2,8	2,5	1,3
¥/€	123,250	121,940	1,1	-5,7	-9,6
£/€	0,769	0,784	-1,9	4,3	7,0
¥/\$	110,730	106,500	4,0	-7,9	-10,8

Materias primas

	31-may	29-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	412,3	417,7	-1,3	10,0	-2,9
Brent (\$/barril)	48,3	46,4	4,2	35,1	-24,4
Oro (\$/onza)	1.215,3	1.293,0	-6,0	14,5	2,1

Renta variable

	31-may	29-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.097,0	2.065,3	1,5	2,6	-0,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.063,5	3.028,2	1,2	-6,2	-14,2
Ibex 35 (España)	9.034,0	9.025,7	0,1	-5,3	-19,5
Nikkei 225 (Japón)	17.235,0	16.666,1	3,4	-9,5	-16,2
MSCI emergentes	807,5	840,2	-3,9	1,7	-19,6
Nasdaq (EE. UU.)	4.948,1	4.775,4	3,6	-1,2	-2,4

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

COYUNTURA · El crecimiento mundial acelera en 2016 pero con riesgos bajistas que no desaparecen

La Fed, el *brexit* y la situación política de Brasil volvieron a adquirir protagonismo en mayo. El acta de la reunión de abril de la Reserva Federal (Fed), que se dio a conocer en mayo, tuvo un tono más *hawkish* de lo previsto por los mercados y abrió la posibilidad a una segunda subida de tipos en los próximos meses, tal y como contempla el escenario de previsiones de CaixaBank Research. La mejora de la estabilidad financiera global, después de las turbulencias acontecidas en los primeros compases de 2016, y los buenos datos de la economía estadounidense favorecieron el posicionamiento de la autoridad monetaria. De todas formas, hay varios focos latentes de riesgo a corto plazo. La incertidumbre sobre el *brexit* sigue siendo elevada (y está pesando en el ritmo de actividad del Reino Unido) y la inestabilidad política se ha intensificado en Brasil, a raíz de la destitución temporal de la presidenta Rousseff. Con todo, estos acontecimientos, entre otros, entran dentro del guion previsto, por lo que no deberían empañar el crecimiento mundial, que acelerará ligeramente en 2016, hasta el 3,3% (desde el 3,1% de 2015). En concreto, esperamos que los países emergentes avancen levemente por encima de los registros de 2015 (del 4,0% al 4,3%) y que se asiente el crecimiento moderado de los avanzados (cerca del 2%).

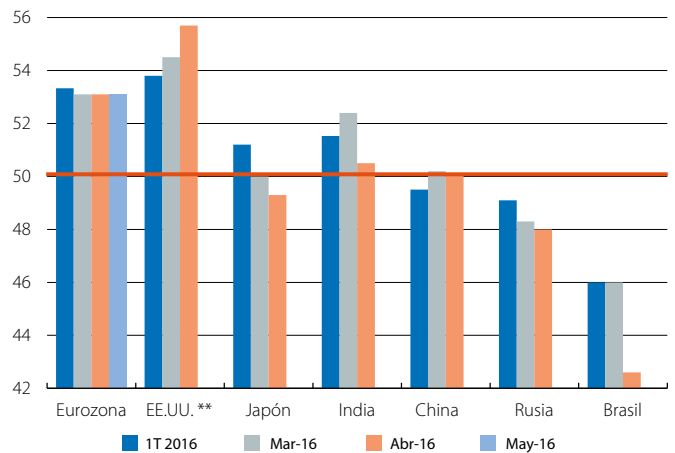
ESTADOS UNIDOS

La Fed calienta motores para su segunda subida de tipos. El acta de la reunión de abril del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Fed reveló que la institución podría subir de nuevo el tipo oficial (*fed funds*) durante el verano, siempre y cuando se confirme la solidez de la actividad económica estadounidense. En consecuencia, los mercados adelantaron de diciembre a septiembre la fecha más probable de la segunda subida del tipo oficial, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research. De todas formas, más allá del mes exacto en el que la Fed acometa el aumento del tipo de interés, destaca la confianza que transmite la Fed en la solidez del crecimiento de los EE. UU. y en la resistencia de la economía mundial a un entorno monetario menos acomodaticio, dos aspectos que hasta ahora tenían a los mercados financieros acongojados.

La inflación se va recuperando, lo que apoyará el escenario favorable para la subida de tipos de la Fed. La inflación se situó en el 1,1% en abril, 2 décimas por encima del registro del mes anterior, y la inflación subyacente se mantuvo en un sólido 2,1%. Entrando en algo más de detalle, destaca el fuerte avance del componente energético en términos intermensuales (+3,4%), aunque en términos interanuales todavía presenta retrocesos. Aparte de los precios de la energía, el resto de componentes muestran un avance bastante generalizado.

Indicador de actividad PMI *

Nivel



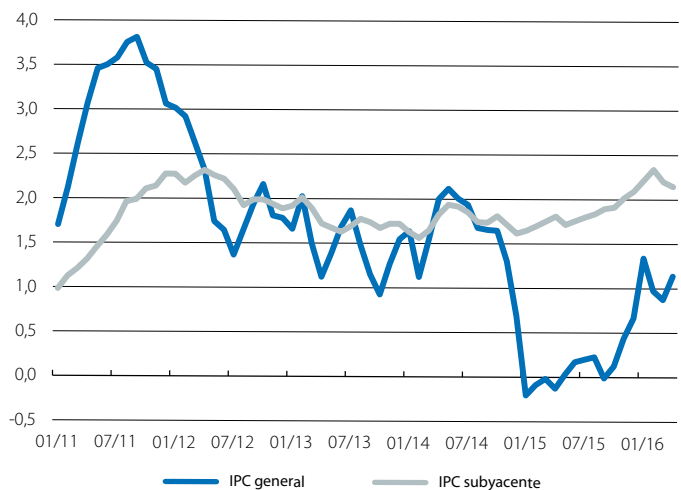
Notas: * PMI de servicios para los países avanzados y PMI de manufacturas para los emergentes.

** Para EE. UU. se usa el índice ISM.

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

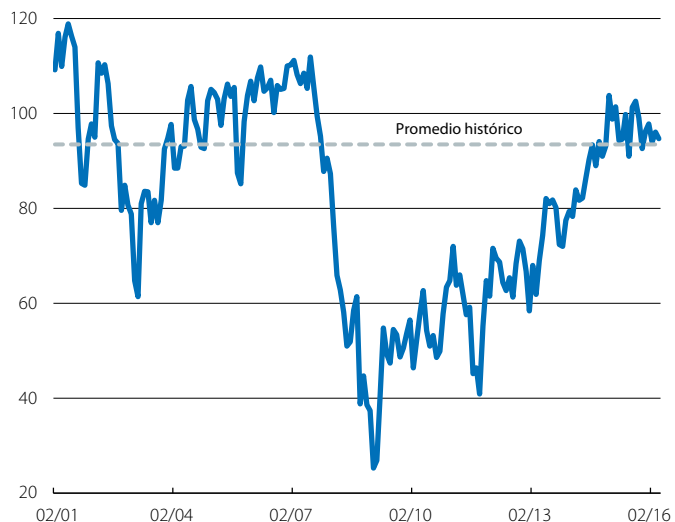
EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

EE. UU.: índice de confianza del consumidor



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Conference Board.

La expansión de la economía estadounidense se mantiene.

Según la segunda estimación elaborada por el Bureau of Economic Analysis, el PIB de EE. UU. creció un 0,2% intertrimestral en el 1T, por encima del 0,1% de la primera estimación. Aunque se trata de un avance algo por debajo del que se registró en el 4T 2015, hay que tener en cuenta que el dato de crecimiento del PIB del primer trimestre de cada año suele subestimarse de forma sistemática en un 0,3 p. p. aproximadamente del crecimiento intertrimestral. Respecto a los distintos componentes del PIB, destaca la buena trayectoria que mantiene el consumo privado, con un avance del 0,5% intertrimestral y una contribución de 0,3 p. p. al crecimiento del PIB. En este sentido, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó, en mayo, en consonancia con el promedio histórico (en los 92,6 puntos). Por su parte, el índice de sentimiento empresarial ISM de manufacturas bajó ligeramente en abril, hasta los 50,8 puntos. No obstante, la decepción inicial quedó ampliamente compensada por el sólido registro del ISM de servicios, sector que representa un 80% de la actividad económica y un 85% de los empleos del sector privado.

El mercado laboral continúa recuperándose con firmeza y se aproxima a una situación de pleno empleo.

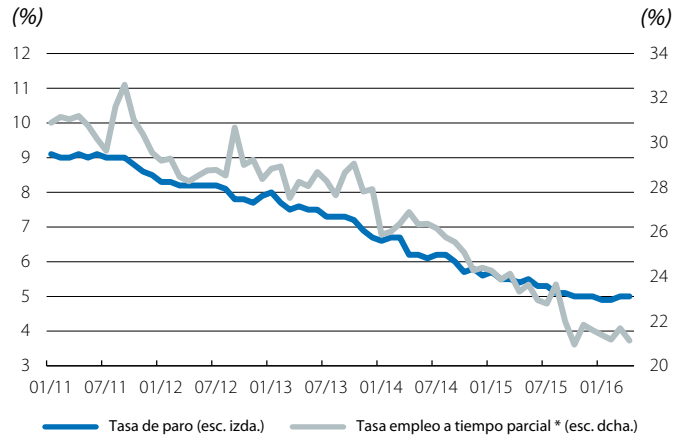
En abril se crearon 160.000 puestos de trabajo, una cifra que decepcionó por situarse por debajo del listón de los 200.000, pero que no debe tomarse como un síntoma de alarma teniendo en cuenta la fuerte recuperación que registra el mercado de trabajo desde 2009. Así, la tasa de paro se mantuvo estable, en un bajo 5,0%, y el porcentaje de empleados que trabajan a tiempo parcial pero que querrían hacerlo a tiempo completo mantuvo la tendencia a la baja. Asimismo, sorprendió positivamente el avance de los salarios, que se situó en el 2,5% interanual, un registro especialmente significativo si tenemos en cuenta la todavía baja tasa de inflación.

JAPÓN

Japón crece en el 1T 2016 más de lo esperado, pero siguen planeando las dudas sobre la solidez de la economía nipona.

Después de la caída del trimestre anterior, el PIB creció en el 1T un 0,4% intertrimestral (0,0% interanual), un registro ligeramente superior al previsto. Aunque la lectura de los datos de contabilidad nacional de Japón siempre debe hacerse con mucha prudencia, pues son bastante erráticos y acostumbran a revisarse con posterioridad, sorprende positivamente la mejora del sector exterior. En cambio, la demanda interna siguió mostrándose débil. En particular, el avance del consumo privado no compensó el fuerte retroceso de la inversión en equipo y residencial. En este contexto, es muy probable que se apruebe un voluminoso paquete fiscal (del orden del 1,5% del PIB), efectivo a partir de la segunda mitad de 2016 y que está previsto que se extienda hasta 2017. De todas formas, las perspectivas de crecimiento de Japón siguen siendo bastante mediocres, con un avance del PIB que se situará solo ligeramente por encima del 0,5% tanto este año como el próximo.

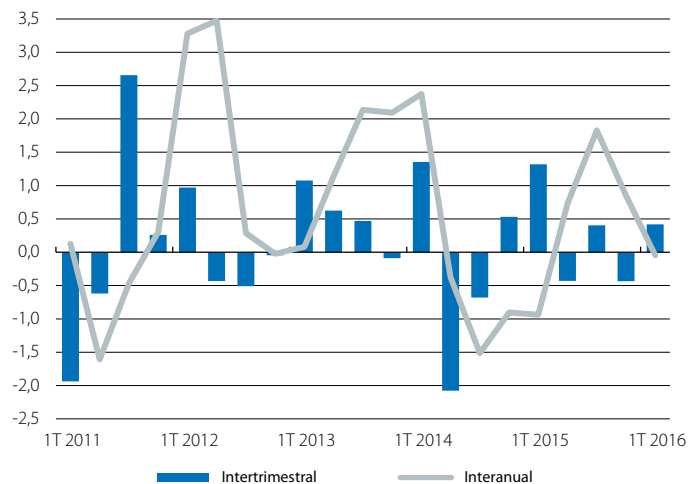
EE. UU.: tasa de empleo a tiempo parcial involuntario y tasa de paro



Nota: * Tasa de empleo a tiempo parcial involuntario: trabajadores que están trabajando involuntariamente a tiempo parcial por razones económicas pero querrían hacerlo a tiempo completo en porcentaje del total de trabajadores a tiempo parcial.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

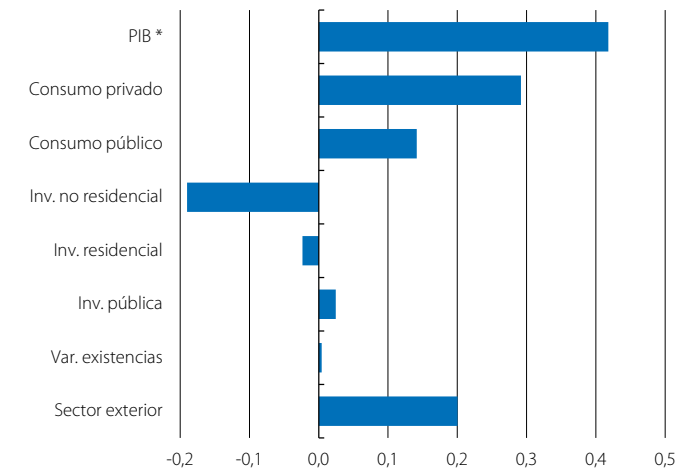
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Japón: PIB

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



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

EMERGENTES Y MATERIAS PRIMAS

Los indicadores de actividad de China vuelven a mostrarse débiles en abril. De todas formas, el menor empuje que han registrado algunos de los indicadores entra dentro de la variabilidad normal que presentan este tipo de datos. En particular, las exportaciones volvieron a retroceder, un 1,8% interanual, después del sólido avance del mes anterior. Asimismo, la producción industrial creció un 6,0% interanual, por debajo del 6,8% de marzo, y las ventas minoristas crecieron un 10,1% interanual, sin mostrar una clara mejora con respecto al 10,5% de marzo. Más atentos deberemos estar a los movimientos de capitales en China, después del grave episodio de salidas ocurrido en 2015 (véase el Focus «Fuga de capitales de China, un riesgo para tener en cuenta» en este mismo *Informe Mensual*). Aunque parece que el ritmo de salidas se ha ralentizado durante 2016, el tono menos acomodaticio de la Fed puede afectar esta tendencia de moderación.

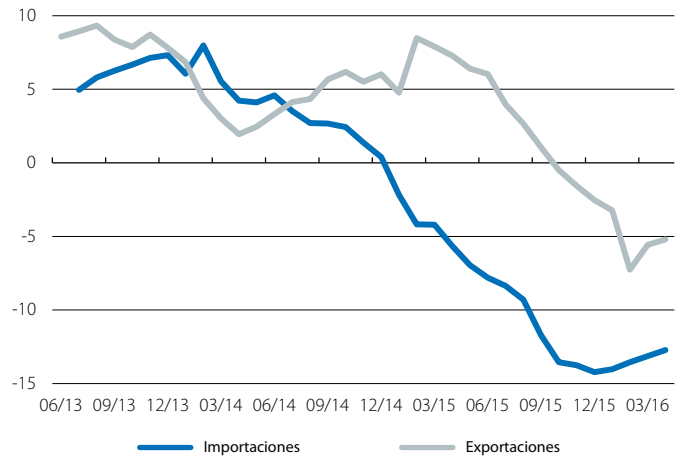
En Latinoamérica, la buena marcha de México convive con la recesión de Brasil. México aceleró el paso en el 1T 2016, con un crecimiento que se situó, según cifras preliminares, en el 2,7% interanual (0,8% intertrimestral). Se trata de un empuje superior al esperado, cuyo responsable, a tenor de los indicadores disponibles, fue probablemente la demanda interna y, en particular, el consumo privado. Se espera que en los próximos trimestres la economía mexicana mantenga el dinamismo, amparada por las previsiones positivas que manejamos en materia de recuperación del precio del petróleo y las expectativas de una cierta aceleración en EE. UU. en lo que queda de 2016. Por el contrario, en Brasil, los indicadores de actividad reiteran que la primera economía latinoamericana sigue inmersa en una grave recesión. En este contexto recesivo, los riesgos a la baja han aumentado a raíz de la intensificación de la crisis política y del cese temporal de la presidenta Dilma Rousseff por parte del Senado. La situación del país tiene muy difícil resolución a corto plazo, lo que impide la toma de decisiones de política económica, en especial, el urgente ajuste fiscal.

En Rusia la recesión se modera. Según la estimación preliminar, el PIB cayó un 1,2% interanual en el 1T 2016, una cifra mejor de lo que se preveía y que sugiere que lo peor de la recesión ha quedado atrás. Sin embargo, el hecho de que se mantengan los focos de riesgo geopolítico y unas condiciones financieras internacionales exigentes frenan el ritmo de salida de la recesión, por lo que muy probablemente 2016 se acabará cerrando con un nuevo descenso del PIB, que se situará alrededor del 1,1%.

Prosigue la recuperación gradual del precio del petróleo. En mayo se mantuvo la tendencia de lenta recuperación del Brent, cuya cotización llegó a los 50 dólares por barril, de acuerdo con las previsiones de CaixaBank Research. Sin duda, el descenso de la inversión durante el último año y medio apoyará el escenario de ascensos, de la misma manera que la reducción de los inventarios de EE. UU. y la menor oferta de Irak han apoyado a corto plazo la reciente apreciación.

China: exportaciones e importaciones *

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)

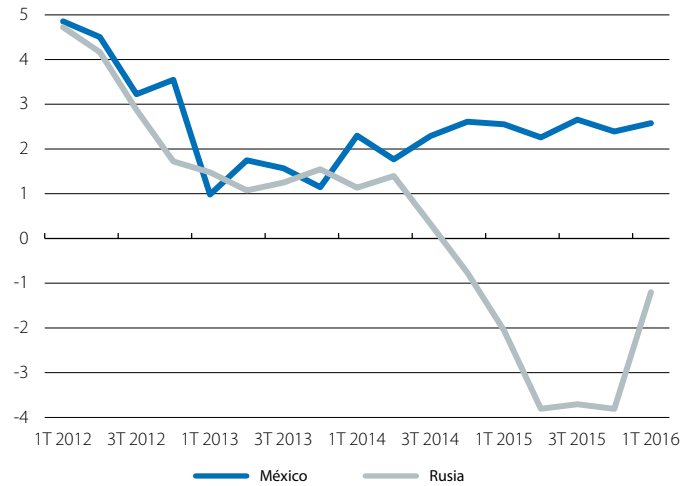


Nota: * Valor nominal de las importaciones y exportaciones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas de China.

Rusia y México: PIB

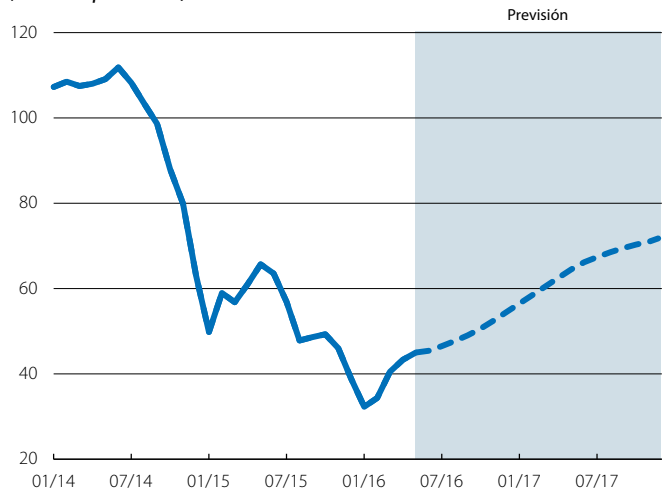
Variación interanual (%)



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

Petróleo: precio del barril Brent

(Dólares por barril)



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

FOCUS · Fuga de capitales de China, un riesgo para tener en cuenta

Después de años de entradas de capitales, China padeció un grave episodio de salidas entre 2014 y 2015 (véase el gráfico). La incertidumbre que rodea la posible continuidad de las salidas de capitales se ha sumado a la creciente preocupación sobre el estado real de la economía asiática. Un estudio detallado de dicho episodio, en el que se investiguen los canales a través de los que se vehicularon las salidas, es imprescindible para valorar la situación. Con esta finalidad, analizamos la balanza financiera china, que recoge los flujos de capitales desde y hacia China, y los clasifica según el tipo de inversión (cartera, directa u otro tipo).

Las salidas de capitales fueron protagonizadas tanto por inversores internacionales como, sobre todo, por residentes chinos y todas tienen un denominador común: el temor a una mayor depreciación del renminbi (RMB). Los movimientos de los inversores internacionales se concentraron en la disminución de los depósitos *offshore* en RMB. Estos depósitos se utilizan tanto para las liquidaciones comerciales con China como por motivos de inversión. Y la fuerte corrección del epígrafe «otras inversiones» en los flujos de no residentes hacia China se debe, en parte, a ese fenómeno (véase la tabla).¹

El aumento de las salidas de capitales por las decisiones de los propios residentes chinos también fue notable. Son tres los canales a través de los que se vehicularon. Primero, numerosas empresas chinas amortizaron deuda en moneda extranjera. Ello también queda recogido en el epígrafe «otras inversiones» de los flujos de no residentes: buena parte de esta deuda había sido contraída con bancos locales, que habían adquirido obligaciones con bancos extranjeros. Así, el mayor repago de las empresas comportó una disminución de los créditos contraídos con los bancos no residentes (desinversión).²

El segundo canal a través del que se vehicularon las salidas de capitales de residentes es la llamada «sobrefacturación de las importaciones», un recurso que utilizan las empresas chinas para eludir los controles de capitales. Ello queda recogido en el significativo aumento del epígrafe «errores y omisiones», que suele aglutinar transacciones de capital no reportadas de manera oficial. La enorme discrepancia entre los datos reportados por la Agencia de Aduanas china en materia de importaciones y las transac-

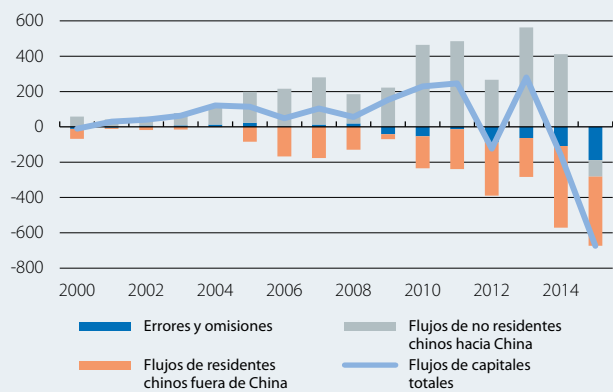
ciones bancarias con motivos comerciales, de 700.000 millones de dólares en 2015, hizo saltar la alarma.

Finalmente, el incremento de las salidas por parte de los residentes chinos también se observa en el fuerte repunte de la inversión de las empresas chinas en activos extranjeros (IED), que se debe, en parte, a las dudas que tienen sobre la capacidad de crecimiento de su economía.

Habiendo examinado la naturaleza de las salidas y sus motivaciones, la fuga de capitales de China es un riesgo que se debe tener en cuenta. Es de esperar que, en la medida en que China logre un aterrizaje suave y las subidas de la Fed sean muy graduales, las salidas de capitales vayan a menos. Sin embargo, que una parte muy importante de las salidas esté protagonizada por las propias empresas chinas no es precisamente un síntoma de confianza en la capacidad de crecimiento de su economía.

China: flujos de capitales *

(Miles de millones de dólares)



Nota: * Flujos netos de capitales más epígrafe «errores y omisiones». (+) corresponde a entradas de capitales extranjeros hacia China y (-) a salidas de capitales desde China al resto del mundo.

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

China: flujos de capitales *

(Miles de millones de dólares)

	Promedio 2011-2013	2015
Flujos netos de capitales + errores y omisiones	134	-674
Flujos de no residentes chinos hacia China	439	-94
IED	271	250
Cartera	42	7
Otra inversión	126	-352
Flujos de residentes chinos fuera de China	-250	-392
IED	-62	-188
Cartera	-2	-73
Otra inversión	-186	-128
Errores y omisiones	-55	-188

Nota: * (-) corresponde a salidas de capitales desde China al resto del mundo.

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

1. Aunque dichos depósitos no se encuentran en la China continental, los bancos extranjeros con depósitos *offshore* en RMB suelen tener un banco corresponsal en la China continental en el que también efectúan depósitos en divisa china, de forma que una disminución de los depósitos *offshore* de los inversores internacionales implica un descenso de los depósitos *onshore* de los bancos no residentes.

2. Según el BIS (*Quarterly Review*, March 2016), estos flujos representaron un total de 163.000 millones de dólares hasta el 3T 2015.

FOCUS · La caída del precio del petróleo: ¿una bendición indigesta?

Entre junio de 2014 y enero de 2016, el precio del Brent pasó de 115,3 dólares por barril a 27,5 dólares por barril, lo que supuso una caída del 76,1%. Sin embargo, a diferencia de lo que había ocurrido en anteriores episodios de descensos, el dividendo de la energía barata no supuso una aceleración del crecimiento: el PIB mundial avanzó en 2015 un 3,1%, por debajo del 3,4% de 2014. ¿Por qué?

En general, una caída del precio del petróleo, siempre y cuando no sea consecuencia de una disminución de la demanda, beneficia el crecimiento global. El motivo reside en la distinta propensión al consumo y al ahorro que existe entre los países exportadores de petróleo y los importadores. En concreto, ante aumentos de la renta, los importadores tienen una tendencia más elevada a consumir que los exportadores, de tal manera que el incremento del consumo de los primeros más que compensa el menor consumo e inversión de los segundos.

No obstante, en esta ocasión, distintos elementos han jugado en contra del efecto ampliamente positivo de un descenso de la cotización del crudo, a pesar de que haya sido resultado de un choque de oferta, principalmente. En primer lugar, la magnitud y la rapidez de la caída han provocado reducciones excepcionales del consumo y la inversión de los 34 países exportadores, hasta tal punto que su crecimiento en conjunto pasó del 2,3% en 2014 al 0,6% en 2015. Asimismo, la contundente reducción de los ingresos del petróleo ha empeorado de forma drástica sus cuadros macroeconómicos (el déficit fiscal agregado pasó del 1,7% del PIB al 5,7% y el superávit corriente del 2,6% del PIB se convirtió en un déficit del 1,6%) y, en muchos casos, ha generado descontento social e inestabilidad política.

En segundo lugar, el aumento de la demanda interna en los países importadores se ha quedado corto por varias razones. La fuerte disminución de la inversión en EE. UU. (importador neto de energía pero también uno de los grandes productores de petróleo) es una de ellas. Dicha disminución inversora se ha extendido más allá del sector energético estadounidense, probablemente porque la actual caída del precio del petróleo ha estado acompañada de una mayor incertidumbre sobre el entorno macro global. Otro motivo es el hecho de que haya coincidido con un endurecimiento general de las condiciones financieras provocado por el inicio de la subida de tipos de la Fed y con una intensificación de las dudas sobre el proceso de desaceleración de China. Sin duda, el endurecimiento financiero y la ralentización china han afectado negativamente el crecimiento de numerosos importadores netos de petróleo (emergentes, en su mayoría). Así, el crecimiento agregado del total de los importadores no registró cambios entre 2014 y 2015 y se mantuvo en el 3,6%.

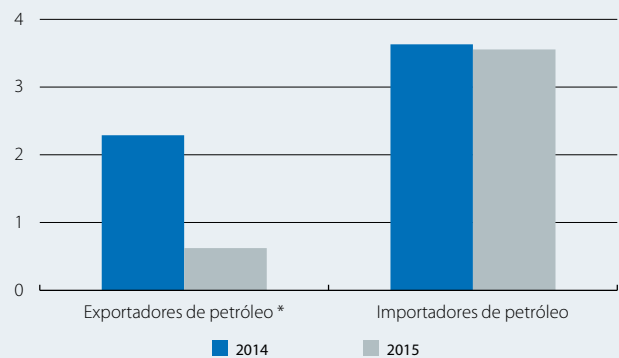
Finalmente, el FMI señala un tercer elemento que podría haber mitigado el efecto positivo del petróleo barato. La

caída del crudo podría haber rebajado las expectativas de inflación (aunque no hay evidencia clara al respecto) y elevado los tipos de interés reales. Unos mayores tipos de interés reales lastiman la inversión y el consumo y, en última instancia, disminuyen el crecimiento. En circunstancias normales, las autoridades monetarias podrían contrarrestar tal efecto contractivo disminuyendo el tipo de interés nominal. Sin embargo, llegados al tipo cero (*zero-lower bound*) no existe margen de maniobra en este frente.

¿Qué podemos esperar para este año y el siguiente? En la medida en que el petróleo siga la apreciación gradual prevista, deberíamos observar, finalmente, un efecto positivo sobre el crecimiento global. Para los exportadores netos, el aumento de la cotización supondrá un alivio en sus finanzas. Y para los importadores netos representará una pérdida asumible, en la medida en que se prevé que la recuperación del precio sea muy paulatina. Asimismo, superar el umbral de los 45-55 dólares por barril comportará rentabilizar el *shale oil* y la explotación *offshore*, lo que implicará un salto significativo de la inversión y de la producción.

Crecimiento del PIB: países exportadores e importadores de petróleo

Variación anual (%)

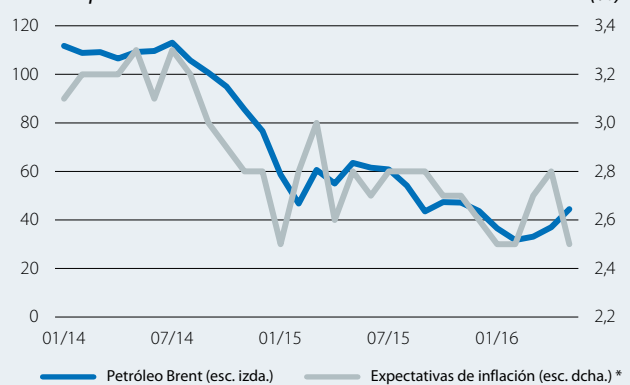


Nota: * Los exportadores netos de petróleo son 34 países que representan el 15,8% del PIB mundial medido en paridad de poder adquisitivo.

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

Precio del petróleo y expectativas de inflación

Dólares por barril



Nota: * Expectativas de inflación a un año de los consumidores de EE. UU.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y de la Universidad de Michigan.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16	05/16
Actividad								
PIB real	2,4	2,4	2,7	2,1	2,0	2,0	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	4,1	4,1	3,5	4,0	4,4	...
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,2	98,3	96,0	96,0	94,7	92,6
Producción industrial	2,9	0,3	0,4	0,1	-1,6	-1,6	-1,1	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	52,6	51,0	48,6	49,8	50,8	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.156	1.156	1.135	1.147	1.172	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	179	179	182	187	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,4	5,2	5,0	4,9	5,0	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,6	0,1	0,0	0,1	0,5	1,1	1,1	...
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0	2,2	2,1	...

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

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

JAPÓN

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

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

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

CHINA

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	04/16
Actividad							
PIB real	7,3	6,9	7,0	6,9	6,8	6,7	-
Ventas al por menor	12,0	10,7	10,2	10,7	11,1	10,3	10,1
Producción industrial	8,3	6,1	6,3	5,9	5,9	5,9	6,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	50,2	49,8	49,7	49,5	50,1
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	383	601	540	576	601	603	616
Exportaciones	6,0	-2,6	-2,3	-5,8	-5,1	-9,6	-1,8
Importaciones	0,4	-14,2	-13,3	-14,3	-11,6	-13,3	-10,9
Precios							
Precios de consumo	2,0	1,4	1,4	1,7	1,5	2,1	2,3
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,85	4,60	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,2	6,3	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5

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

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

COYUNTURA · El crecimiento de la eurozona prosigue según el guion previsto

La eurozona afianza unas perspectivas de crecimiento considerables. La Comisión Europea mantiene el escenario de recuperación gradual para la eurozona, con un crecimiento previsto del 1,6% para 2016 y del 1,8% para 2017. La institución señala que la política monetaria acomodaticia del BCE continuará apoyando la demanda interna, en particular el consumo de los hogares y la inversión. De todos modos, advierte de la fragilidad del proceso de recuperación y pone especial énfasis en la necesidad de intensificar el ritmo de reformas estructurales para afianzar y dinamizar la economía de la eurozona. En este sentido, valiéndose de la experiencia acumulada en Chipre y en Grecia, la Comisión quiere potenciar un servicio de soporte técnico para ayudar a los países, cuya voluntad reformista parece haber disminuido en los últimos tiempos, a implementar reformas estructurales.

El PIB de la eurozona avanzó en el 1T 2016 según lo previsto. La eurozona creció un 0,5% intertrimestral, 2 décimas por encima del trimestre anterior y 1 décima por encima del promedio de 2015. Lideraron el crecimiento España, Alemania, Francia y Austria, principalmente. España progresó un 0,8% intertrimestral, el mismo ritmo que los últimos dos trimestres. Alemania registró el mejor dato de los últimos dos años, con un crecimiento del 0,7% (1,6% interanual), y Francia avanzó un 0,6% (1,4% interanual). Por otra parte, los datos de Italia y Portugal quedaron por debajo de la media: el PIB italiano, en el 0,3%, de acuerdo con nuestras previsiones, y el portugués, en un 0,1% intertrimestral, lo cual sorprendió a la baja. Los indicadores de actividad del 2T de Portugal sugieren que el bache es temporal y que el país volverá a crecer a un mayor ritmo en los próximos trimestres. En cambio, para el conjunto de la eurozona, el escenario de CaixaBank Research señala que el crecimiento se mantendrá en cotas similares a las del 1T en los próximos trimestres.

La Europa emergente sigue creciendo, pero de forma desigual. En el 1T, la región ha seguido mostrando ritmos de avance del PIB aceptables, como ratifica el hecho de que tres países, Rumanía, Eslovaquia y la República Checa, hayan mantenido incrementos interanuales del PIB superiores al 3%, mientras que Polonia se movía en una zona algo menos dinámica (2,5% interanual). Hungría siguió siendo el farolillo rojo, con un crecimiento de un reducido 0,5% interanual. Siendo esta la tendencia de fondo, el pulso último de la actividad revela que las diferencias entre países se están agrandando. Así, el crecimiento intertrimestral fue sorprendentemente ágil en Rumanía, Eslovaquia y la República Checa, con cifras que oscilaron entre el 1,6% y el 2,0%, e inesperadamente negativo en el caso de Polonia (-0,1%), aunque hay que interpretar el registro como una cierta normalización tras un final de 2015 atípicamente enérgico.

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

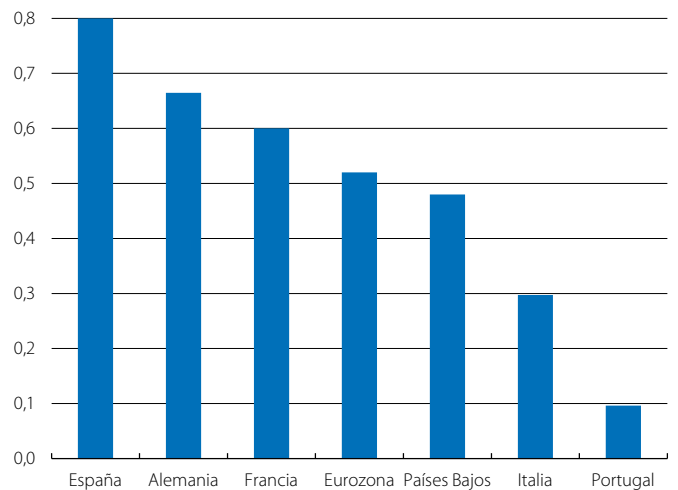
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto previsión febrero 2016 (p. p.)	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	1,7	1,6	1,8	▼-0,1	▼-0,1
Alemania	1,7	1,6	1,6	▼-0,2	▼-0,2
Francia	1,2	1,3	1,7	=	=
Italia	0,8	1,1	1,3	▼-0,3	=
España	3,2	2,6	2,5	▼-0,2	=

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Spring 2016).

Eurozona: PIB del 1T 2016

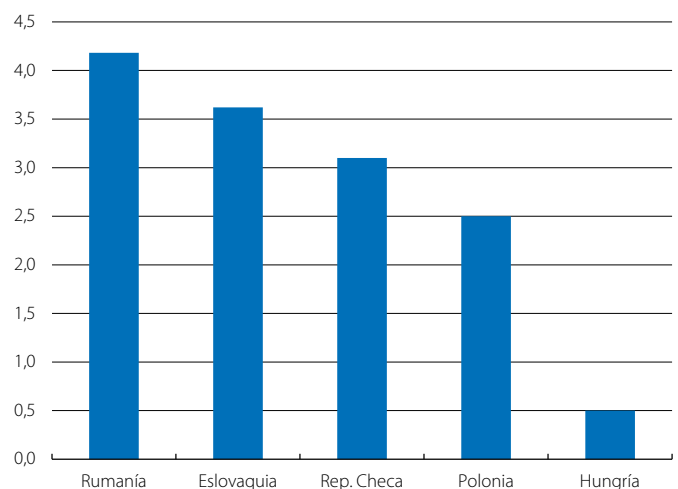
Variación intertrimestral (%)



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

Europa emergente: PIB del 1T 2016

Variación interanual (%)



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

co. Con la excepción de la economía húngara, las perspectivas de crecimiento de 2016 para el resto de países son positivas.

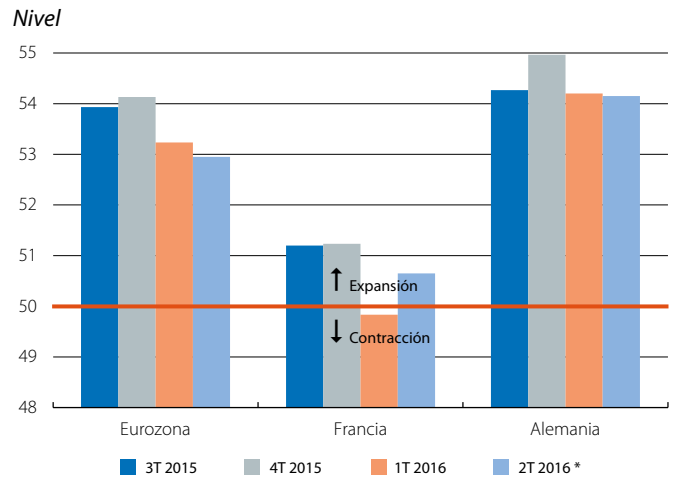
El ritmo de crecimiento de la actividad se mantiene en el 2T 2016. El índice PMI compuesto del conjunto de la eurozona anotó 52,9 puntos en mayo, un nivel expansivo (por encima de los 50 puntos), muy similar al del mes anterior. Por países, alcanzó los mejores registros del año en el centro (en Alemania y en Francia repuntó hasta los 54,7 y los 51,1 puntos, respectivamente), aunque se ralentizó ligeramente en la periferia. Por su parte, la producción industrial aumentó un 0,1% interanual en marzo, un registro inferior al de los dos primeros meses del año. La producción industrial alemana también experimentó un débil aumento en marzo (0,2% interanual), mientras que la francesa se redujo (-0,7% interanual). El conjunto de indicadores sugiere, pues, que la expansión continuará a un ritmo moderado en el 2T 2016.

El consumo sigue avanzando. Los indicadores de demanda se mantienen estables en esta primera mitad de 2016. Las ventas minoristas crecieron un 2,3% interanual en el 1T 2016, algo por debajo del registro en promedio de 2015 (2,8%). Mientras tanto, la confianza del consumidor se estabilizó en el -8,2 en lo que llevamos de año, 5 puntos por encima del promedio histórico, y experimentó una subida significativa en el mes de mayo, hasta el -7. Esta mejora de la confianza sugiere que el consumo privado continuará siendo uno de los apoyos principales de la recuperación económica de la eurozona.

La inflación repunta pero permanece en terreno negativo. La variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona se situó en el -0,1% en mayo, 1 décima por encima del dato del mes anterior, a causa, por un lado, de la menor caída del precio de la energía (del -8,1% interanual) y, por el otro, del mayor avance del precio del componente servicios (del 0,9% interanual en abril al 1,0% interanual en mayo), que a su vez ha impactado positivamente en la inflación subyacente, en 1 décima (hasta el 0,8%). Preveamos que la subida paulatina de la inflación prosiga, apoyada por el aumento progresivo del precio del petróleo y por una subida algo más moderada de la inflación subyacente. En el primer semestre de 2017, las políticas monetarias expansivas del BCE y la sólida recuperación económica en la eurozona empujarán a la inflación a niveles próximos a los del objetivo del banco central.

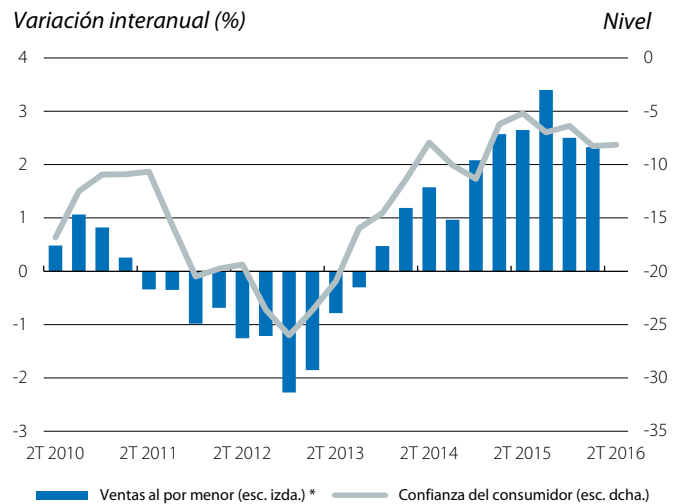
La depreciación del euro en los próximos meses debería ayudar al sector exportador. En los últimos dos años, la eurozona ha contado con la depreciación del euro como factor de apoyo adicional al crecimiento de las exportaciones en el conjunto de la unión monetaria. En concreto, desde principios de 2014 hasta noviembre de 2015, el euro se depreció en torno al 12% respecto a una cesta representativa de monedas. Esta situación se revirtió temporalmente estos últimos cinco meses, en los que el euro se apreció un 4%. Sin embargo, la continuación de la política monetaria acomodaticia del BCE, opuesta a la de la Fed, que ha anunciado que próximamente subirá tipos,

Indicador de actividad PMI compuesto



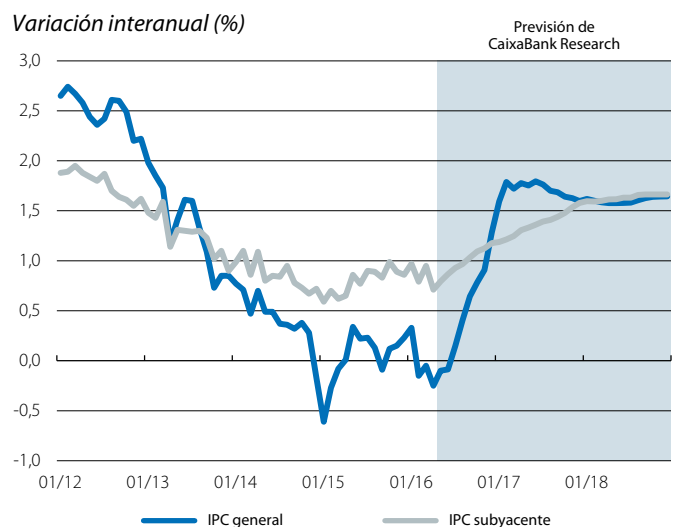
Nota: * 2T 2016 incluye solo los datos de abril y mayo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



Nota: * 2T 2016 incluye solo los datos de abril y mayo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Eurozona: IPC armonizado



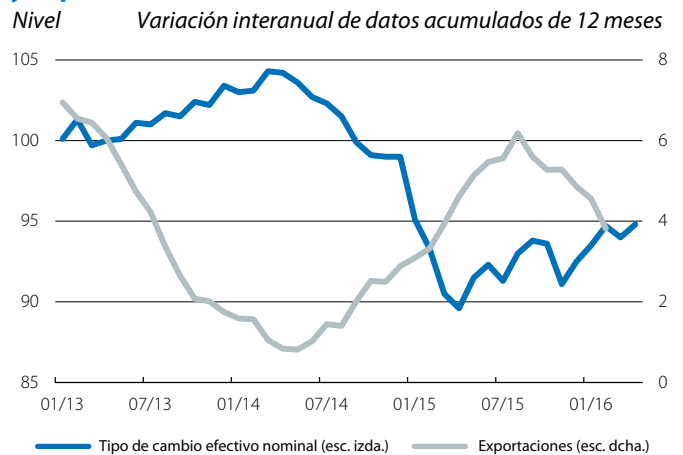
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

debería propiciar que el euro vuelva a depreciarse en los próximos meses. Las exportaciones crecieron alrededor del 5% interanual en 2015 y actualmente avanzan a un ritmo algo menor (por debajo del 4%). A pesar del apoyo de un euro algo más débil, es importante que el sector exportador siga haciendo hincapié en ganar competitividad y en promover la innovación y la diferenciación de los bienes y servicios exportados a los mercados internacionales.

El Eurogrupo aprueba la primera revisión del programa de rescate a Grecia. El Eurogrupo dio el visto bueno a las reformas y medidas fiscales que ha llevado a cabo el Gobierno griego, que incluyen un plan contingente de medidas adicionales en caso de incumplimiento de los objetivos fiscales. Aunque el objetivo de superávit primario a medio plazo (2018) se mantiene en el 3,5%, las medidas tomadas deberían ayudar a cumplirlo. Grecia podrá recibir ahora el segundo tramo del rescate (10.300 millones de euros). Adicionalmente, se abordó la sostenibilidad de la deuda pública griega y se acordaron los principios rectores para conseguirlo, sin quitas nominales, a partir de 2018. Las necesidades brutas de financiación no deberían superar el 15% del PIB hasta 2030, lo cual se conseguiría sobre todo mediante rebajas del tipo de interés y ampliaciones de vencimientos, aunque los detalles aún no se han concretado (ni aprobado). En todo caso, el crecimiento de la economía helena seguirá siendo el principal factor que asegure la devolución de la deuda y, para ello, la buena implementación de las reformas acordadas es fundamental.

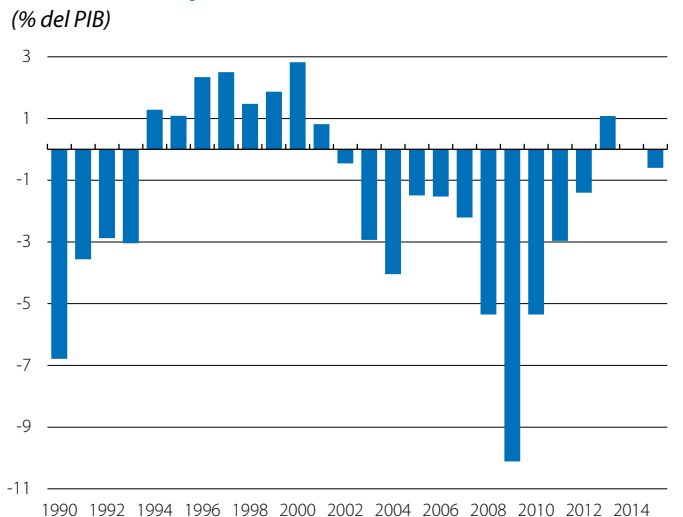
Alemania empieza con brío 2016, con un crecimiento alto y una sólida composición. En el 1T, Alemania avanzó un 0,7% intertrimestral, un crecimiento que solo ha superado dos veces en los últimos cinco años y que se apoyó principalmente en la fuerte contribución de la demanda interna (+0,7 p. p.). La inversión privada lideró el crecimiento y registró el mayor aumento en los últimos dos años, y el consumo privado mantuvo el buen ritmo de 2015 (0,4% intertrimestral). Además, la demanda interna también contó con un incremento del gasto público, vinculado a la importante llegada de refugiados en el país. Por su lado, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento (-0,1 p. p.), con un aumento sustancial tanto de las exportaciones como de las importaciones. Las perspectivas de CaixaBank Research para Alemania son, por tanto, positivas, a tenor de la buena composición del crecimiento del 1T y del tono más positivo de los indicadores del 2T.

Eurozona: tipo de cambio efectivo nominal y exportaciones



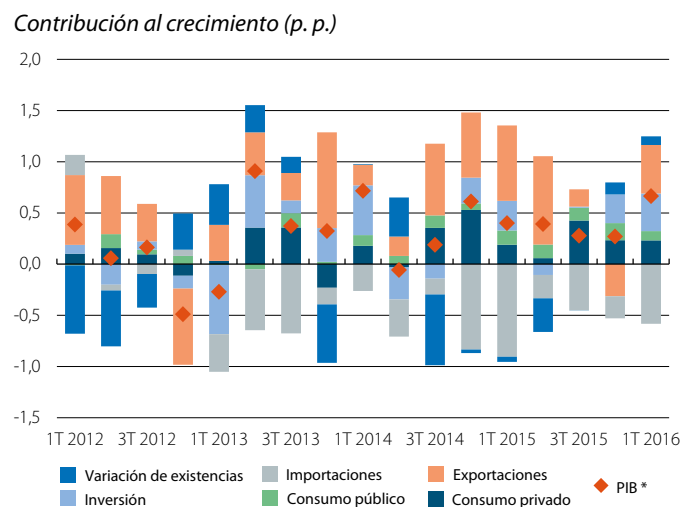
Nota: Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Grecia: déficit primario



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

Alemania: crecimiento intertrimestral del PIB



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

FOCUS · La liquidez del BCE en el núcleo y en la periferia

La recuperación de la eurozona prosigue con un desempeño económico más equilibrado que en los años anteriores a la crisis. A ello ha contribuido la corrección de parte de los desequilibrios comerciales entre las economías europeas. No obstante, todavía persisten desequilibrios financieros que siguen reflejando diferencias importantes entre el núcleo y la periferia de la eurozona.

Desde la creación del euro hasta el estallido de la crisis financiera, el fuerte crecimiento de la inversión en los países de la periferia europea fue financiado, en gran medida, con recursos extranjeros. Los países del núcleo, que disponían de un nivel de ahorro superior a su inversión doméstica, fueron los principales acreedores. Pese a que desde 2011 la periferia ha corregido su déficit con el exterior, como indica el flujo de superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que prevalece desde 2013,¹ el stock de deuda externa acumulado sigue caracterizando a los países de la periferia como economías con necesidad de obtener (re)financiación, mientras que los países del núcleo mantienen un elevado ahorro.

Esta dicotomía queda ilustrada en el diferente uso de los instrumentos de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) por parte de las economías del núcleo y la periferia. Por un lado, el BCE ofrece liquidez mediante préstamos que concede al sector bancario con operaciones de refinanciación (las llamadas MRO, LTRO y TLTRO). Por otro lado, los bancos que lo deseen pueden almacenar recursos en la facilidad de depósitos del BCE y recibir intereses (aunque actualmente el tipo de interés es negativo).² Como muestran los dos gráficos, los países de la periferia acaparan las inyecciones de liquidez del BCE, pero apenas aparcen recursos en los depósitos del BCE. Las economías del núcleo, en cambio, requieren muchos menos préstamos del banco central, pero acaparan los recursos almacenados en el BCE. Así, mientras que la financiación del BCE se está dirigiendo principalmente a la periferia, el núcleo sigue con un ahorro elevado.

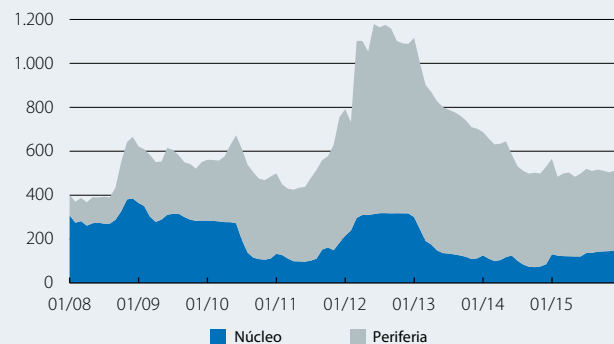
El diferente uso de los instrumentos del BCE entre el núcleo y la periferia ha sido una constante desde la crisis financiera y de deuda soberana. Esta provocó una congelación del mercado interbancario y, ante la necesidad de financiar la por entonces deficitaria cuenta corriente, la periferia tuvo que recurrir al BCE, que inició fuertes inyecciones de liquidez a través de sus operaciones de refinanciación.³ En el núcleo, en cambio, el sector bancario liquidó una gran cantidad de activos que poseía en la periferia

y, ante la escasez de oportunidades atractivas de inversión, almacenó su liquidez en la facilidad de depósitos del BCE. Además, a partir de principios de 2015, con el inicio del QE, se observa un aumento de los depósitos del núcleo en el BCE, lo que sugiere que la liquidez que recibe su sector bancario se está aparcando, al menos parcialmente, en la facilidad de depósitos.

En resumen, la recuperación de la eurozona avanza en la dirección correcta, gracias, entre otros factores, a la corrección de los desequilibrios comerciales entre países. Sin embargo, la crisis ha dejado huella en los desequilibrios financieros, que todavía persisten y quedan reflejados en el diferente uso de los instrumentos de liquidez del BCE, con una periferia que acapara los préstamos que ofrece el banco central y un núcleo que, a falta de mejores oportunidades de inversión, sigue aparcando sus recursos en los depósitos del BCE.

Uso de las operaciones de refinanciación (MRO y LTRO) por países

(Miles de millones de euros)

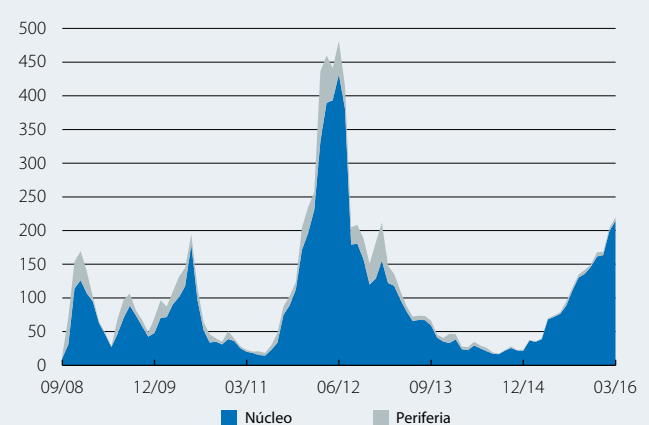


Nota: Núcleo: incluye a Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Luxemburgo; Periferia: incluye a España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los bancos centrales nacionales de la eurozona.

Uso de la facilidad de depósitos por países

(Miles de millones de euros)



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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los bancos centrales nacionales de la eurozona.

1. Véase el Focus «¿Perdurará el superávit por cuenta corriente de la eurozona?» en el IM05/2016.

2. En concreto, del -0,40%.

3. El máximo alcanzado en 2012 responde a la introducción de dos LTRO con vencimiento a tres años que se realizaron en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

FOCUS · Polonia: nuevas reglas, ¿peores perspectivas?

Polonia crecerá en la zona del 3,5% anual en 2016 y 2017, un avance robusto que se alcanzará sin que la inflación se tensione en exceso (se mantendrá por debajo del 2% en 2017) y sin que el déficit por cuenta corriente se dispare. Unas perspectivas envidiables que si no sorprenden más en el contexto de la UE es porque proceden, precisamente, de Polonia, un país que no entró en recesión en 2008-2009 (fue el único de la UE que lo consiguió, recordémoslo) y que fue capaz de promediar un avance anual del orden del 4% entre 2005 y 2015. Sin embargo, las reglas del juego que han facilitado que disponga de uno de los mejores marcos institucionales del este de Europa están siendo modificadas y están tomando un cariz que puede acabar siendo lesivo para los intereses polacos a medio y largo plazo.

Durante el último año, se han anunciado cambios institucionales, normativos y de política económica de calado. En el ámbito estrictamente institucional, se ha modificado el funcionamiento del Tribunal Constitucional. En el normativo, se han adoptado reglas específicamente dirigidas a los medios de comunicación y a la banca, que aumentan el intervencionismo en ambos sectores. En el de la política económica, se ha dado un giro expansivo a las finanzas públicas (incrementando el gasto social), se han relajado los procedimientos de control presupuestario y se han tomado medidas de imposición tributaria discrecional sobre la banca.

Precisamente, el sector bancario es uno de los más afectados por los cambios que están en marcha. En 2015, el Gobierno fijó una serie de limitaciones al tipo de interés del crédito al consumo. Asimismo, se anunció la decisión de legislar en tres ámbitos clave: el establecimiento de una tasa bancaria, una mayor aportación al Fondo de Garantía Bancaria (equivalente al Fondo de Garantía de Depósitos español) y un plan para cambiar las hipotecas en francos suizos a eslotis. La primera de estas transformaciones ya es una realidad. En enero pasado se aprobó una tasa del 0,44% sobre los activos bancarios de las entidades privadas (excluyendo la deuda pública de los balances bancarios). Los efectos de la tasa serán notablemente adversos, ya que conllevará una reducción apreciable de la rentabilidad del sector y, según cálculos del propio banco central, provocará que un 20% del sector se sitúe en pérdidas.¹ Los ingresos de la tasa (unos 6.200 millones de eslotis, un 0,3% del PIB) se dedicarán íntegramente a financiar políticas de gasto social.

La nueva financiación del Fondo de Garantía Bancaria podría representar, según las primeras noticias, que los ban-

1. La tasa equivale, según las estimaciones disponibles, a un 0,38% de los activos totales, aproximadamente. La rentabilidad sobre activos fue en 2015 del 0,8%.

cos aumentasen en un tercio sus aportaciones actuales (de 24 p. b. de sus activos ponderados por riesgo a 36 p. b.). Según ciertas estimaciones, la aportación adicional sería de unos 1.150 millones de eslotis.

Estas cifras, sin ser despreciables, empalidecen ante las primeras estimaciones del impacto del plan de conversión forzada de hipotecas. A pesar de que no se conocen los detalles (en particular, qué tipo de cambio se aplicará, qué grupo de acreedores se beneficiará y cómo podrán periodificar sus pérdidas los bancos), basándose en la información disponible sobre el proyecto, el banco central ha estimado un coste para el sector bancario que podría ir de los 38.000 a los 44.000 millones de eslotis, en función de los parámetros considerados.² Dado que los beneficios totales del sector, antes de impuestos, fueron de 15.500 millones de eslotis en 2015, la mayor parte de analistas consideran que la banca polaca sencillamente no puede asumir el coste y que la legislación será más realista a la postre.

La lectura que se ha hecho de estos cambios institucionales y regulatorios por parte de inversores y analistas internacionales no ha sido favorable.³ Lo que más preocupa son las consecuencias a medio y largo plazo. Si el caso de Hungría es ilustrativo, por haber seguido políticas con ciertas semejanzas a las que Polonia plantea, Polonia va a encarar una época con una menor concesión de crédito, un mayor coste de financiación y una percepción internacional más adversa. Si esto sucede, el país podría acabar recordando con nostalgia cuando era capaz de crecer al 4% anual.

Polonia: principales indicadores macroeconómicos

	2005-2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Crecimiento del PIB real (%)	4,6	1,3	3,3	3,6	3,4	3,5
Inflación IPC (%)	3,0	1,2	0,2	-0,9	0,1	1,9
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	-4,8	-1,3	-2,0	-0,5	-1,8	-2,1
Saldo fiscal (% del PIB)	-4,6	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6	-3,1
Deuda pública (% del PIB)	49,5	56,0	50,5	51,3	52,0	52,7

Nota: (p) Previsiones.

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

2. A principios de 2016 un 36,2% del saldo vivo hipotecario era en francos suizos y un 7,2%, en euros. Sumados representaban un 9,3% del PIB.

3. Significativamente, la agencia de calificación crediticia S&P rebajó en enero el rating del país de A- a BBB-, el primer descenso desde 1996.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

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

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

Sector exterior

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	04/16
Saldo corriente: eurozona	2,6	3,4	3,1	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3	...
Alemania	7,3	8,5	8,0	8,3	8,5	8,5	8,6	8,7	...
Francia	-0,9	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9	...
Italia	1,9	2,2	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	...
España	1,0	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	91,1	92,7	92,4	93,5	94,7	94,0	94,8

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	04/16
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,7	1,0	1,1	1,2
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,7	0,5	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,6	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,0	11,5	11,8	12,4	11,9	11,4	11,2	11,0	10,7
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,9	-4,0	-4,7	-3,9	-2,7	-2,6	-2,4	-2,8
Instrumentos negociables	-7,2	3,0	5,7	2,0	0,6	-1,2	-2,4	-1,0	-1,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	...

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

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

COYUNTURA · La buena evolución de la economía española se mantiene

Se confirma el avance robusto de la actividad económica en el 1T, del 0,8% intertrimestral (3,4% interanual). El dinamismo de la demanda doméstica fue clave: aportó 3,8 p. p. al crecimiento interanual del PIB, gracias a la buena marcha del consumo y de la inversión. La demanda externa presentó una contribución menos negativa, de -0,4 p. p. (-0,6 p. p. en el 4T). Según las previsiones de CaixaBank Research, la economía española crecerá un 2,8% en 2016 (3,2% en 2015), un registro propio de una fase madura del ciclo, aunque esperamos una paulatina desaceleración durante el segundo semestre, debido a la desaparición gradual de algunos vientos de cola, como la caída del precio del petróleo, que ha tocado fondo y que, de hecho, ya ha empezado a recuperarse. De todos modos, las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables y, para 2017, es muy probable que el avance de la actividad económica se sitúe alrededor del 2,4%.

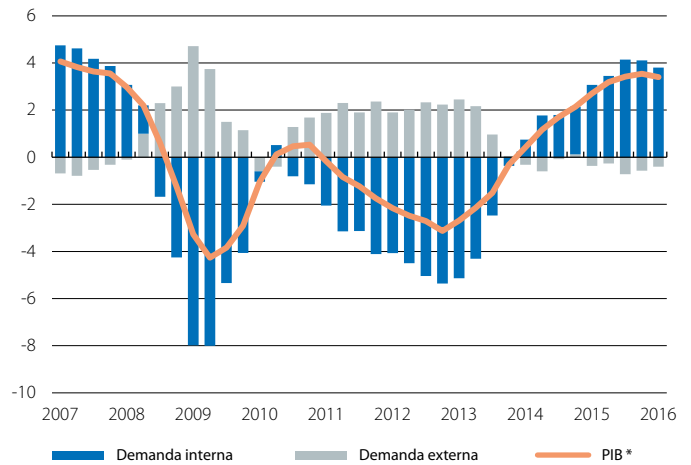
La demanda interna se consolida como principal impulsor del crecimiento, gracias, sobre todo, al avance del consumo privado, que en el 1T se situó en el 0,9% en términos intertrimestrales. La mejora del mercado de trabajo y de las condiciones financieras sigue apoyando la situación de los hogares, lo que, a su vez, permite que el buen ritmo de crecimiento del consumo se mantenga y que prosiga el proceso de desapalancamiento (véase el Focus «Deuda privada: algunas referencias para el caso español», en este mismo Informe Mensual). Por su parte, la inversión en equipo siguió avanzando a buen ritmo (1,3% intertrimestral), aunque con menor pujanza que en trimestres anteriores.

El buen ritmo de creación de empleo se mantiene en el 2T y evidencia una vitalidad empresarial que lleva trimestres evolucionando favorablemente. Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,9% intertrimestral en el 1T, lo que sitúa el avance interanual en el 3,2%. Asimismo, la remuneración media por asalariado retrocedió un 0,3% interanual, lo que apunta a que la moderación salarial ha proseguido en el inicio del año. De cara al 2T, los datos de abril muestran que el comportamiento favorable registrado en el 1T continúa. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 55.307 personas (datos desestacionalizados), de forma que el avance interanual se mantuvo en cotas elevadas, del 2,7%. Todos los sectores, a excepción de la Administración pública, contribuyeron positivamente al crecimiento (véase el Focus «La buena evolución del mercado laboral se consolida», en este mismo Informe Mensual).

El consumo público continuó registrando un comportamiento expansivo y avanzó un notable 0,8% intertrimestral en el 1T (2,6% interanual). Si bien ello supone un impulso al crecimiento económico a corto plazo, deben tenerse en cuenta las conse-

PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).

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

Desglose del PIB

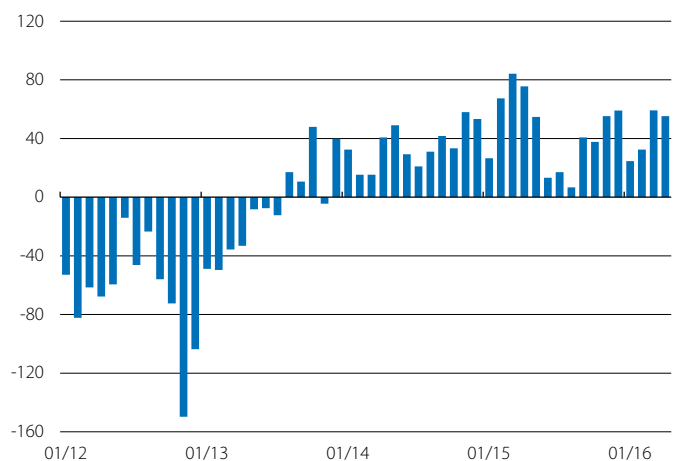
Variación intertrimestral (%)

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

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

Afiliados a la Seguridad Social *

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: * Serie desestacionalizada.

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

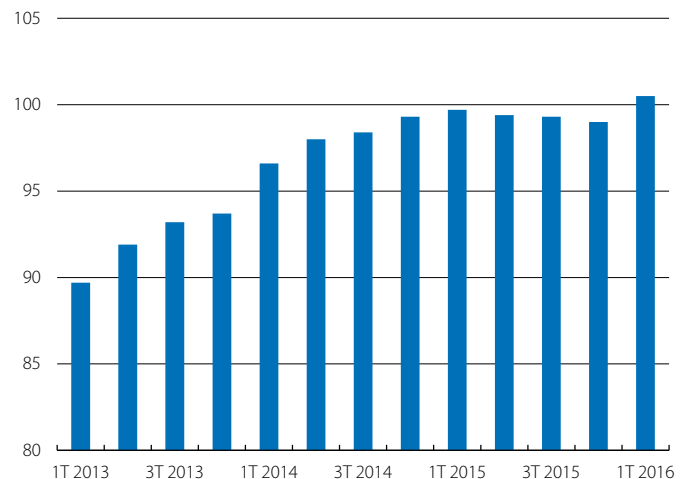
cuencias sobre la deuda pública, que en el 1T se situó por encima del 100% del PIB. En este sentido, la posición de la Comisión Europea sigue siendo firme. Primero, recuerda que es de máxima importancia no abandonar la agenda de reformas estructurales, ya que su aplicación es imprescindible para poder mantener un ritmo de crecimiento moderado y equilibrado a largo plazo. Y segundo, probablemente revisará al alza los objetivos de déficit público (hasta el 3,7% del PIB en 2016 y el 2,5% en 2017), con lo cual aplazaría un año la corrección del déficit excesivo, y ha anunciado que en julio decidirá si es necesario imponer una multa por el incumplimiento del déficit en 2015. Centrándonos en los nuevos objetivos de déficit, el que finalmente ha fijado la Comisión para este año es similar al contemplado en el Plan de Estabilidad (PE), del 3,6%. La AIREF ha avalado los supuestos macroeconómicos bajo los cuales se ha diseñado el PE, pero a su vez considera exigente, aunque factible, alcanzar un déficit del 3,6% este año. Con todo, su consecución está supeditada a que se implementen las medidas de contención de gasto anunciadas por el Gobierno. Para el año que viene, el objetivo fijado por la Comisión Europea es más ambicioso que el que contempla el PE, del 2,5% del PIB y el 2,9%, respectivamente, por lo que seguirá siendo necesario perseverar en los esfuerzos de consolidación fiscal.

La actividad económica se modera en el 2T, pero se mantiene en niveles elevados. Así lo evidencian los índices PMI del sector servicios y de manufacturas, que permanecen en una zona de expansión desde hace meses, pero cuya trayectoria ha perdido dinamismo. Este patrón también se observa en la entrada de pedidos de la industria. La visión de conjunto la ofrece el indicador adelantado de actividad de la OCDE, diseñado para capturar los puntos de inflexión en el ciclo económico, y el mensaje es muy similar: el *momentum* positivo de crecimiento económico sigue siendo estable. En consonancia, los datos de consumo privado mantienen una tónica favorable: las ventas minoristas, corregidas de efectos estacionales y de calendario, subieron un 4,1% en abril respecto al mismo mes del año anterior.

La actividad inmobiliaria va dibujando una tendencia alcista. Según los datos de contabilidad nacional, en el 1T 2016 la inversión en vivienda siguió recuperándose y creció un 1,2% intertrimestral (3,3% interanual). Asimismo, la demanda de vivienda muestra un elevado dinamismo, como refleja la buena evolución de las compraventas de viviendas, que aumentaron un 11,1% interanual en marzo (en el acumulado de 12 meses). El impulso de la demanda se ha trasladado al precio de la vivienda, que, pese a haber ralentizado su avance en términos intertrimestrales (un 0,2% en el 1T 2016, según el Ministerio de Fomento), mantiene la tendencia ascendente iniciada en 2015. Así, creció un 2,4% en términos interanuales (un 1,8% en el 4T). De cara a los próximos meses, las divergencias regionales en el exceso de oferta y en el crecimiento de las compraventas harán que la presión sobre los precios siga siendo distinta entre provincias.

Deuda pública

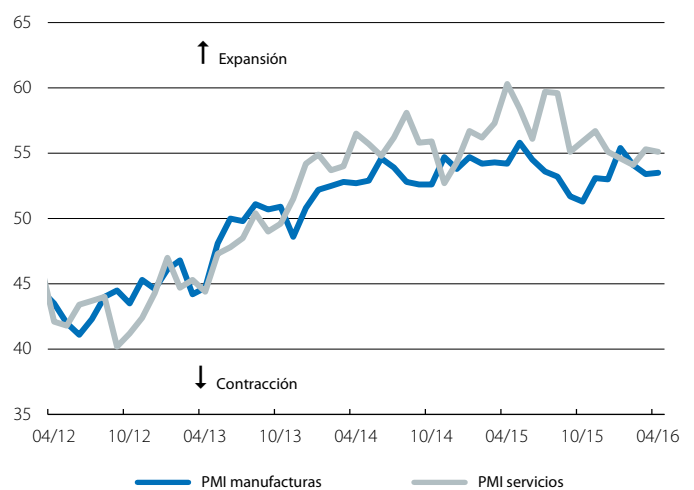
(% del PIB)



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

Indicadores de actividad

Nivel

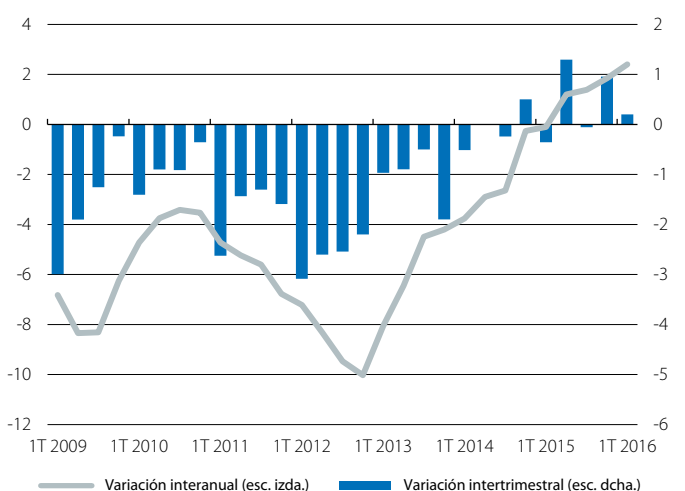


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Precio de la vivienda

Variación (%)

Variación (%)



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

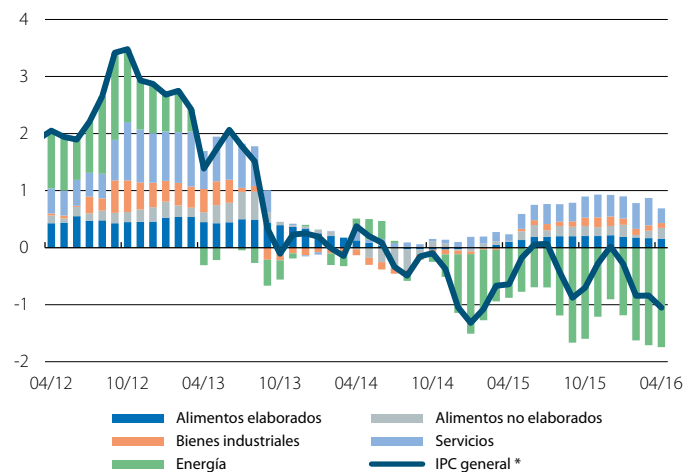
La inflación se mantiene en terreno negativo, pero en los próximos meses se producirá un importante cambio de tendencia. En abril, el índice de precios al consumo se contrajo un 1,1% en términos interanuales. Sin embargo, este nuevo descenso de la tasa de inflación fue causado por factores transitorios. Entre ellos, destaca el descenso en términos interanuales del precio de los viajes organizados (que siempre sube de forma puntual durante las vacaciones de Semana Santa), debido a que este año los días festivos cayeron íntegramente en el mes de marzo, en lugar de distribuirse entre marzo y abril, como sucedió el año pasado. Este factor también tuvo un importante impacto en la tasa de inflación subyacente, que retrocedió 4 décimas en abril, hasta el 0,7%. La tasa de inflación general de mayo se recuperó 1 décima, hasta el -1,0%, un cambio de tendencia que se consolidará en los próximos meses, apoyado en el crecimiento del consumo de los hogares y en el incremento del precio del petróleo. De hecho, la tasa de inflación se situará ligeramente por encima del 1% a finales de 2016.

El comercio internacional desaceleró temporalmente en el mes de marzo. Las exportaciones nominales, que venían creciendo con gran energía desde hacía varios trimestres, con variaciones interanuales superiores al 3% (en el acumulado de tres meses), avanzaron en marzo un ligero 0,2% interanual, afectadas, en parte, por el efecto Semana Santa. De hecho, considerando la serie desestacionalizada, las exportaciones crecieron un 1,6%. Las importaciones tampoco mostraron un gran dinamismo. Concretamente, retrocedieron un 0,7% interanual (en el acumulado de tres meses). No obstante, como en el caso de las exportaciones, los matices son importantes: una parte del descenso de las importaciones fue consecuencia de la caída del precio del petróleo. La evolución de las importaciones de bienes en términos reales siguió mostrando un elevado vigor. Un buen reflejo de ello es el incremento, del 5,4% interanual, que recogió la contabilidad nacional trimestral para el conjunto del 1T. Por su parte, el saldo por cuenta corriente mejoró en el 1T y se situó en el 1,4% del PIB, gracias a la reducción del déficit de las rentas primarias y secundarias.

El proceso de reestructuración y privatización de las entidades bancarias en manos del Estado avanza según lo previsto, aunque aún no ha acabado. Esta es la conclusión de la quinta evaluación llevada a cabo por la Comisión Europea tras la finalización del programa de ayuda financiera para la banca. Dicho informe señala que el sector bancario sigue una senda favorable, gracias al crecimiento económico y a los estímulos monetarios del BCE. En marzo, el saldo de crédito dudoso disminuyó hasta los 129.222 millones de euros y acumuló un retroceso del 34% desde el nivel máximo alcanzado en enero de 2014. Paralelamente, la tasa de morosidad siguió su tendencia descendente y se situó por debajo del 10% por primera vez en cuatro años. En los próximos meses, la mejora de la economía y los bajos tipos de interés continuarán facilitando la reducción de la morosidad de la banca.

IPC

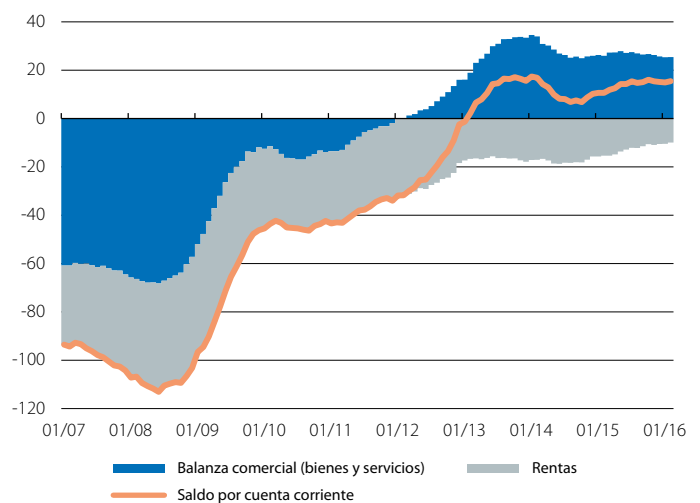
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Saldo corriente

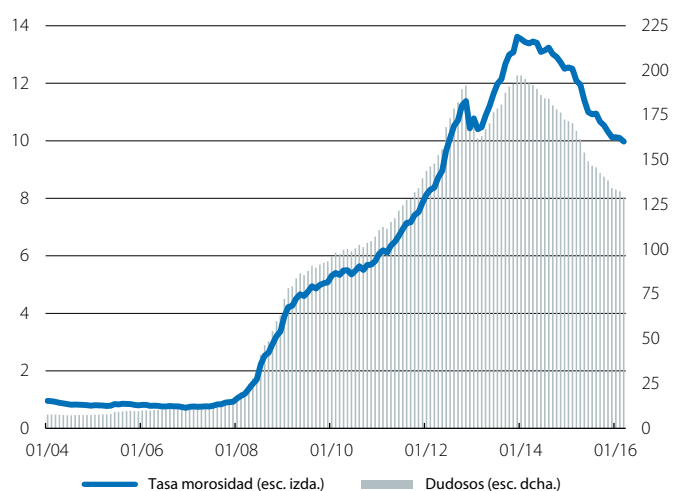
Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Tasa de morosidad y créditos dudosos

(%) (Miles de millones de euros)



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

FOCUS · La buena evolución del mercado laboral se consolida

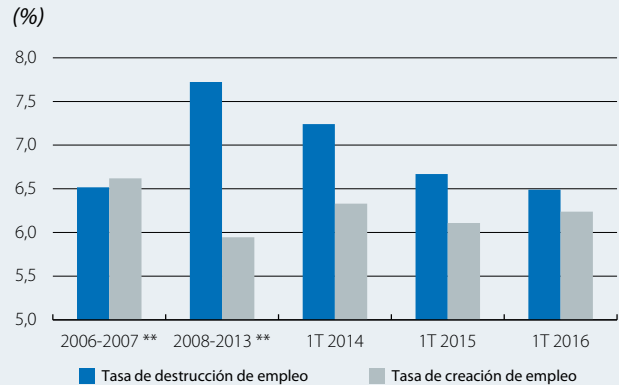
Según datos de la EPA, el empleo experimentó un crecimiento robusto en el 1T 2016, del 3,3% interanual. Antes de analizar los datos, conviene hacer dos breves apuntes técnicos. Primero, la tasa de destrucción de empleo es el ratio entre el número de personas que han perdido o abandonado su empleo y el número de ocupados en el trimestre anterior. La tasa de creación de empleo se define de forma análoga, pero con las personas que han accedido a un trabajo. Segundo, la estacionalidad propia del mercado laboral español provoca que en los tres primeros meses del año se produzcan caídas sistemáticas del empleo, esto es, una mayor tasa de destrucción que de creación.

Pasando al análisis de los datos, en el 1T 2016, la tasa de destrucción de empleo fue del 6,5%, muy similar a la anterior a la crisis, ligeramente inferior a la del 1T 2015 y muy por debajo de la registrada, en promedio, durante la etapa recesiva. La tasa de creación de empleo ascendió un poco, hasta el 6,2%, pero siguió estando por debajo de la del 2007. Estos datos muestran que la mejora de la ocupación se explica sobre todo por la menor destrucción de empleo.

En el estudio de transiciones de empleo de los tres principales sectores de la economía, resulta alentador que en el 1T 2016 la tasa de creación de empleo de la industria fuera mayor que la del 1T 2007 y que, además, superara la tasa de destrucción de empleo de ese mismo trimestre. El sector servicios también tuvo un desempeño relativamente favorable en el 1T 2016, aunque aún le queda margen de mejora respecto a 2007.

De este análisis de los flujos laborales se desprende que la reactivación del empleo en la industria y en los servicios es madura, algo que también puede apreciarse en los datos de afiliados a la Seguridad Social. En el 1T 2015, el ritmo de creación de empleo se intensificó, apoyado por la contratación en el sector público y en la construcción ligada a la licitación pública. Entonces se temió que el avance de la ocupación pudiera perder fuerza rápidamente, una vez se desvaneciera el apoyo temporal del sector público. Sin embargo, en el segundo semestre del año otros sectores ganaron vitalidad, lo que permitió que el empleo siguiera creciendo a cotas elevadas. Recientemente, se supuso que el hecho de que la Semana Santa cayera íntegramente en marzo podría haber contribuido de forma puntual al avance del empleo en el 1T 2016. No obstante, los registros laborales de abril parecen descartar esta posibilidad, ya que, con la excepción de la Administración pública, todos los sectores (y no solo el turístico) aportaron positivamente a la tasa de crecimiento interanual de afiliados. En definitiva, el comportamiento favorable de los sectores menos estacionales parece indicar que la recuperación del empleo tendrá continuidad.

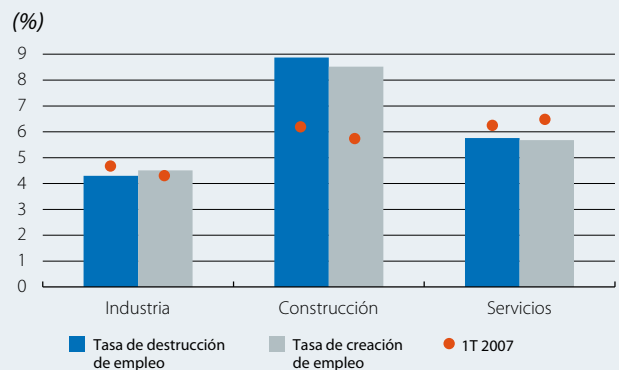
Tasa de destrucción y de creación de empleo *



Notas: * **Tasa de creación de empleo:** cociente entre el número de personas que han accedido a un empleo en el trimestre actual y el número de ocupados en el trimestre anterior. **Tasa de destrucción de empleo:** cociente entre el número de personas que han perdido o abandonado su empleo y el número de ocupados en el trimestre anterior. ** Promedio de los 1T.

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

Tasa de destrucción y de creación de empleo en el 1T 2016 *

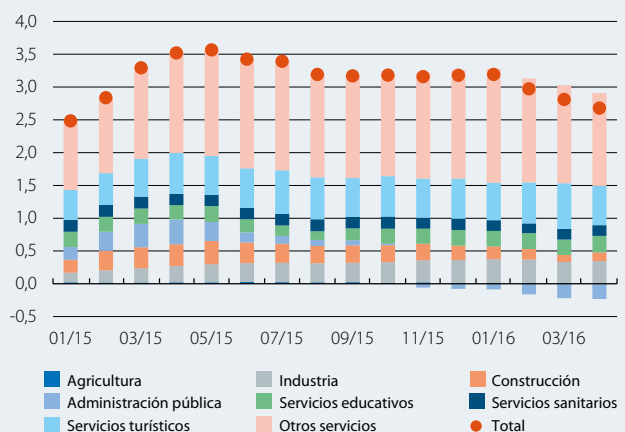


Nota: * **Tasa de creación de empleo:** cociente entre el número de personas que han accedido a un empleo en el trimestre actual y el número de ocupados en el trimestre anterior. **Tasa de destrucción de empleo:** cociente entre el número de personas que han perdido o abandonado su empleo y el número de ocupados en el trimestre anterior.

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

Ocupación por sectores

Contribución de los sectores al crecimiento interanual (p. p.)



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

FOCUS · La estacionalidad del turismo

El sector turístico, uno de los pilares de la economía española, vive un momento dulce tras superar los 68 millones de turistas internacionales en 2015, gracias a su elevada competitividad¹ y al apoyo de vientos de cola como la depreciación del euro, la recuperación económica de la eurozona y las dificultades que atraviesan algunos de sus principales competidores. Aun así, el sector tiene por delante un reto muy importante: reducir su estacionalidad.

La estacionalidad tiene una incidencia negativa sobre el mercado laboral, puesto que contribuye de manera directa a la temporalidad, que en el caso de España alcanza una tasa del 25,7%, la segunda más elevada de la UE, solo superada por Polonia. Además, para satisfacer los picos de demanda en temporada alta, se crean unas infraestructuras cuyo potencial no se aprovecha en temporada baja (sirva como ejemplo el hecho de que, en 2015, la ocupación hotelera de diciembre fuera del 45%, en comparación con el 77% de agosto).

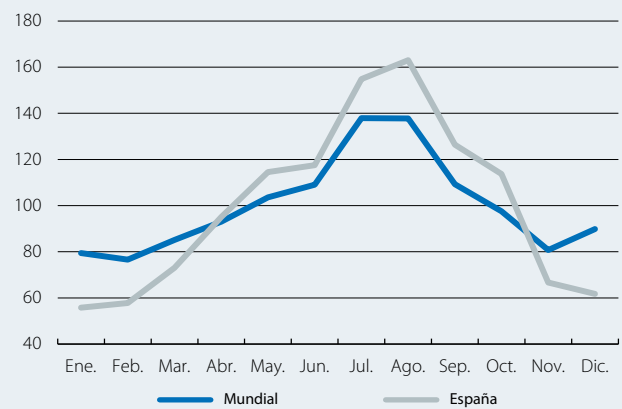
La estacionalidad es una característica presente en el turismo a nivel global, pero es especialmente intensa en España, donde los viajes con motivo de ocio y de vacaciones, más concentrados en el periodo estival, representan más del 80% del turismo internacional, en comparación con el 70% mundial (véase el primer gráfico).² Aunque en España se redujo notablemente entre los años 1970 y 2000, desde entonces no se aprecia una corrección significativa, pero tampoco ha ido a más. El aumento del número de turistas, de 46 millones en el año 2000 a 68 millones en 2015, ha mantenido el patrón estacional, lo que ha hecho que la temporada baja actual sea similar a la temporada alta de entonces: las llegadas de turistas entre octubre de 2015 y enero de 2016 fueron muy similares a las que se registraron entre junio y septiembre del año 2000.

Una serie de factores intervienen en la estacionalidad, como los calendarios laborales y escolares, y en cierta medida limitan hasta qué punto se puede combatir. Una estrategia idónea para reducirla sería fomentar el turismo por negocios (una modalidad que, además, cuenta con un gasto medio diario superior al resto, como recoge el segundo gráfico), puesto que la celebración de ferias y congresos suele concentrarse en los meses de primavera y otoño. Aunque España ya se postula como país altamente competitivo en esta tipología turística,³ con un crecimiento del 20% y más de cinco millones de turistas en 2015, apenas representa el 8% del turismo del país, la mitad del peso que supone para el turismo mundial. Otra

vía para mitigar la estacionalidad sería seguir fomentando la fidelidad de los turistas que llegan a España, ya de por sí elevada.⁴ Por ejemplo, como sugiere la OCDE,⁵ se podría mejorar la experiencia del viajero aumentando la eficiencia de las conexiones entre regiones a través de *transport hubs*, mediante sistemas de pago integrados que incluyan transporte público, entradas a museos y espectáculos o aprovechando las facilidades que ofrecen las aplicaciones móviles para ofrecer información intuitiva y multilingüe.

Distribución del turismo en 2015

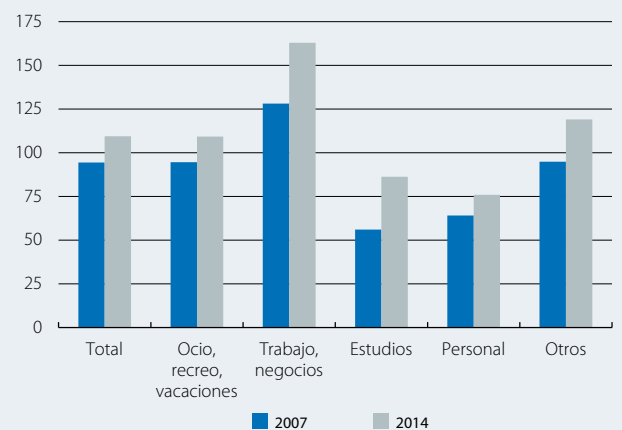
Índice (100 = promedio)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Turismo y del INE (Frontur).

Gasto según el motivo del viaje

(Euros por persona y día)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IET (Egatur).

1. En 2015, España ocupó la primera posición en el ranking de competitividad del turismo elaborado por el World Economic Forum.
 2. IPK International (2012), *ITB World Travel Trends Report 2012/2013*.
 3. Como demuestra el hecho de que sea el tercer país organizador de ferias y congresos del mundo, por detrás tan solo de EE. UU. y Alemania.

4. El 80% de los turistas que llegaron a España en 2012 repetían visita y la mitad de ellos había estado 10 o más veces.
 5. Véase OECD (2016), *OECD Tourism Trends and Policies 2016*, OECD Publishing, París.

FOCUS · Deuda privada: algunas referencias para el caso español

La deuda es un instrumento de doble filo. Usada con moderación, incrementa el bienestar de una sociedad, al permitir que consumidores y empresas suavicen su consumo y su inversión ante unos ingresos variables. Sin embargo, una deuda elevada y creciente es una fuente de preocupación justificada: lastra el crecimiento económico y aumenta la vulnerabilidad frente a eventuales *shocks*.

La economía española se encontraba en esta situación en el año 2010, momento en el que la deuda privada llegó a rebasar el 200% del PIB (en términos consolidados).¹ No solamente preocupaba el elevado nivel de deuda, que superaba con creces el umbral del 133% establecido como referencia por la Comisión Europea en el mecanismo de control de los desequilibrios macroeconómicos (MIP, por sus siglas en inglés),² sino también la velocidad a la que se había acumulado: el flujo de crédito al sector privado creció a un ritmo anual equivalente a 18 p. p. del PIB entre 1999 y 2007, por encima del umbral del 14% establecido en el MIP.

En 2010, las familias y empresas españolas iniciaron un arduo proceso de desapalancamiento. En concreto, la deuda privada española se ha reducido en casi 50 p. p. del PIB en los últimos cinco años, la mayor contracción registrada entre las economías europeas (véase el gráfico), a excepción de Luxemburgo (-67 p. p.). De este modo, la deuda del sector privado español, del 154% del PIB en el 4T 2015, se está acercando a niveles considerados como más sostenibles: nuestras previsiones apuntan a que se reducirá por debajo del umbral del 133% dentro de tres años.

Otras métricas ampliamente utilizadas como referencia proceden de la literatura económica, que ha calculado el nivel de deuda a partir del cual un incremento de la misma suele tener un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB. Concretamente, un estudio del Banco Internacional de Pagos para el sector privado de los países de la OCDE³ concluye que el umbral para la deuda de las empresas se sitúa en el 90% del PIB y para los hogares, en el 85%, aunque cabe mencionar que la estimación de los hogares es muy imprecisa. Según estas métricas, las empresas españolas, en conjunto, todavía presentan un nivel de endeudamiento relativamente elevado, 15 p. p. por encima del umbral de referencia. Los hogares, en cambio, tendrían una situación más saneada. De todas formas, es conveniente recordar que los umbrales de deuda deben ser utilizados con

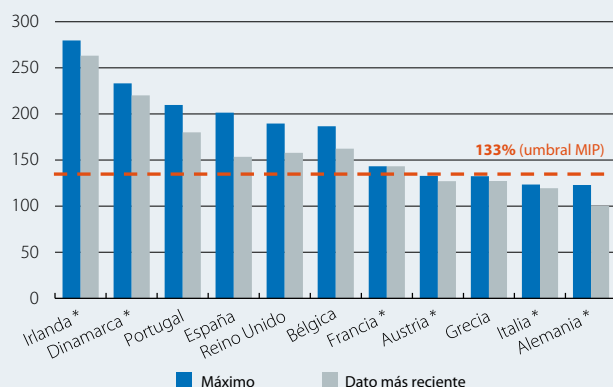
cautela, ya que no tienen en cuenta elementos particulares de cada país que inciden directamente sobre su capacidad de endeudamiento, como son el crecimiento potencial de la economía, la solidez del sistema bancario o la calidad de los procedimientos de insolvencia, entre otros.

Otra referencia que recientemente ha cobrado relevancia en el ámbito de la política económica es la ratio de crédito bancario sobre el PIB en relación con su tendencia a largo plazo, la denominada «brecha de crédito». La política macroprudencial introducida por Basilea III usa esta métrica como guía para determinar el requisito de colchón de capital anticíclico de los bancos. En España, el crédito bancario como proporción del PIB se ha reducido en 51,8 p. p. desde el máximo de 2010, con lo que ha superado la corrección que históricamente se ha observado en promedio después de crisis bancarias sistémicas (33 p. p.)⁴ y, en la actualidad, se sitúa muy por debajo de su tendencia a largo plazo. Según estimaciones del Banco de España, la brecha de crédito se encuentra en territorio negativo, concretamente, en el -57,7% del PIB en el 3T 2015, una cifra muy alejada del umbral del +2% establecido como referencia para una posible activación del colchón. Con todo, es preciso tener en cuenta que la metodología usada sobreestima la brecha de crédito tras episodios de expansión.

El desendeudamiento del sector privado español, por tanto, ha sido muy intenso, tanto si se compara con el que han llevado a cabo otras economías europeas durante este mismo episodio como, históricamente, en relación con otras crisis bancarias. De todas formas, en los próximos años, a diferencia de lo ocurrido en los últimos cinco, el peso de la deuda caerá por el crecimiento del PIB nominal y el saldo de crédito podrá comenzar a aumentar lentamente.

Deuda privada

(% del PIB)



Nota: * Deuda consolidada dentro del mismo sector institucional. El dato de los países marcados con asterisco corresponde a 2014. El del resto, a 2015.

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

1. La deuda privada no consolidada alcanzó el 218% del PIB, del 15 p. p. correspondían a deuda de sociedades no financieras con este mismo sector institucional como contrapartida.

2. Este umbral se determina a partir del tercer cuartil de la distribución empírica anual de la eurozona para el periodo 1995-2007. Véase «Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances», Occasional Papers 92, Comisión Europea, febrero de 2012.

3. Véase Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S. y Zampolli, F. «The real effects of debt», BIS Working Paper, nº 352, septiembre de 2011.

4. Véase Aspachs, O., Gual, J. y Jódar, S. (2011), «Perspectivas de desapalancamiento en España», Documentos de economía de «la Caixa», nº 23, diciembre de 2011.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

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

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

Indicadores de empleo

	2014	2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	03/16	04/16
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	0,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,8	2,6	2,8
Construcción	-1,6	4,7	5,6	4,6	4,1	2,6	1,8	2,2
Servicios	2,2	3,5	3,7	3,5	3,4	3,1	3,1	2,9
Situación profesional								
Asalariados	1,4	3,5	3,8	3,6	3,6	3,4	3,2	3,0
No asalariados	2,2	1,9	2,2	1,7	1,4	1,2	1,3	1,1
TOTAL	1,6	3,2	3,5	3,3	3,2	3,0	2,8	2,7
Población ocupada²	1,2	3,0	3,0	3,1	3,0	3,3	-	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	18,8	12,3	7,7	9,7	7,6	8,3	4,5	18,2
Temporales	13,1	11,2	11,2	9,7	11,8	6,2	4,7	6,0
TOTAL	13,4	11,3	10,9	9,7	11,5	6,4	4,7	7,0
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-9,3	-13,4	-11,7	-10,9	-11,1	-10,7
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,4	-7,7	-7,5	-7,8	-7,7	-7,1
TOTAL	-5,6	-7,5	-7,6	-8,2	-7,9	-8,1	-8,0	-7,4

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

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

Precios

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

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

Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	4,4	5,4	3,4	3,8	2,1	2,7	-3,3
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	2,5	5,8	3,3	3,3	0,8	1,2	-3,6
Saldo corriente	10,2	15,1	11,9	14,3	15,1	15,1	14,9	15,5	15,5
Bienes y servicios	26,0	25,7	27,3	27,1	26,5	25,7	25,4	25,4	25,0
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-10,5	-15,4	-12,8	-11,4	-10,5	-10,4	-9,9	-9,6
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	14,7	21,1	15,6	18,4	20,8	21,1	20,2	21,5	21,1

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	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-5,8	-5,0	-0,7	-2,9	-3,1	-5,1	...	...	...
Administración central ¹	-3,6	-2,5	-0,9	-1,8	-2,1	-2,5	-0,6	-1,1	-0,8
Comunidades autónomas	-1,7	-1,7	-0,2	-0,8	-1,1	-1,7	-0,1	-0,1	-0,1
Corporaciones locales	0,6	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	...	...	...
Seguridad Social	-1,0	-1,3	0,3	-0,4	-0,3	-1,3	0,1	0,1	0,2
Deuda pública (% PIB)	99,3	99,2	100,2	99,8	99,7	99,2	...	...	...

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16	03/16	Saldo 03/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²										
Sector privado	-6,2	-3,9	-4,5	-3,9	-4,0	-3,1	-3,3	-3,6	-4,0	1.623,4
Empresas no financieras	-7,1	-4,0	-4,7	-4,0	-4,3	-2,9	-3,4	-3,9	-4,8	905,3
Hogares ³	-5,1	-3,7	-4,2	-3,7	-3,6	-3,3	-3,2	-3,2	-3,0	718,1
Administraciones públicas ⁴	6,9	4,7	5,5	4,6	4,3	4,3	2,9	3,4	4,1	1.095,4
TOTAL	-1,8	-0,7	-0,9	-0,8	-0,9	-0,3	-0,9	-0,9	-0,9	2.718,7
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias										
Total depósitos	-0,9	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-0,5	0,1	-0,4	-1,0	1.145,3
A la vista	10,8	18,5	17,9	19,5	18,8	17,7	17,9	15,1	15,6	396,3
De ahorro	5,8	12,9	10,5	12,3	13,7	15,2	14,1	13,0	13,2	256,3
A plazo	-7,6	-15,3	-13,5	-15,5	-16,3	-15,8	-15,1	-14,6	-16,5	471,9
En moneda extranjera	1,1	5,6	8,9	10,5	5,1	-2,3	-4,2	0,1	-7,8	20,8
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-11,4	-11,5	-14,0	-15,1	-11,8	-19,0	-19,5	98,8
TOTAL	-1,7	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3	-1,9	-0,9	-2,0	-2,8	1.244,1
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	12,1	11,0	10,7	10,1	10,1	10,1	10,0	...
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	59,2	58,5	60,0	60,6	59,2	59,6	59,7	59,0	...

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

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

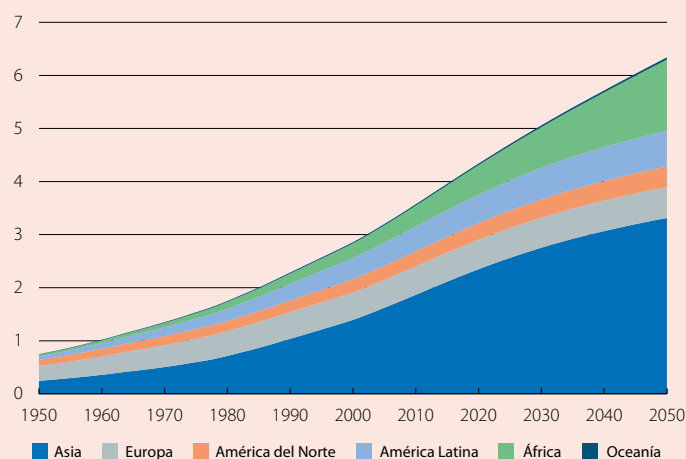
EL MOMENTO DE LAS CIUDADES

Hacia un mundo crecientemente urbanizado

A finales del siglo XIX, Arthur Conan Doyle, creador de Sherlock Holmes, escribió un artículo que difícilmente asociaríamos con el celeberrimo detective: «La distribución geográfica del intelecto británico». En él hacía un inventario de lo que denominaba «británicos eminentes» y se sorprendía al descubrir que 235 de las 824 personalidades identificadas eran londinenses: a pesar de representar solo un 7% de la población británica, Londres contribuía con cerca de un tercio a la producción de talentos del Reino Unido. No se trata de una anécdota añeja de la época victoriana. Sobre la base de estadísticas contemporáneas, los datos de distribución de capital humano en las ciudades de EE. UU. no dejan lugar a demasiadas dudas: cuanto mayor es la dimensión de la ciudad, mayor es la proporción de población con estudios superiores. Así, mientras que en la conurbación Nueva York-Newark-Nueva Jersey (con una población activa de 10,5 millones de personas) un 41,7% de la población activa dispone de formación universitaria, el porcentaje cae en 10 p. p. cuando las urbes se sitúan en la franja de menos de un millón de personas de población activa.

Población urbana por continente

(Miles de millones de habitantes)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Naciones Unidas.

Para un economista, el hecho de que una ciudad acumule mayor capital humano que otra urbe de menor tamaño tiene como implicación probable que su productividad sea más alta. O, en términos agregados, que exista una elevada correlación entre la tasa de urbanización (esto es, el porcentaje de la población del país que vive en ciudades) y el grado de desarrollo. Según datos de las Naciones Unidas, esto es así, en efecto: los países de rentas altas y medias presentan, en promedio, un 80% y un 60% de población urbana, respectivamente, y los de rentas bajas, un 30%. Si a esta relación se le suma el hecho de que, en 2007, la población urbana mundial superó a la rural por primera vez en la historia y que se espera que en el futuro esta tendencia hacia la urbanización se mantenga, el diagnóstico parece claro: vamos de camino a un mundo más urbanizado y más próspero.

que, según proyecciones de las Naciones Unidas, si en 1950 dos terceras partes de la población eran rurales, en 2050 dos terceras partes serán urbanas. Es el resultado del fuerte crecimiento de la población urbana: entre 2014 y 2050, la tasa anual de crecimiento de la población urbana en los países menos avanzados doblará la de la población total y la cuadruplicará en los países avanzados. Por supuesto, el grueso del aumento de la urbanización se dará en Asia y África, que acumularán un 90% del incremento. En 2050, la mitad de la población urbana mundial se concentrará en Asia (un 25% en China y en la India) y un 21% en África.

Esta economía del futuro, digamos que hacia 2050, confirmará que en 100 años se habrá producido un giro total, ya

¿Cambiará mucho la tipología de ciudad? ¿Iremos hacia un mundo de megaciudades? Según las Naciones Unidas, la distribución del futuro será similar a la actual, aunque con una mayor tendencia a las grandes aglomeraciones. Así, situados en este caso en un horizonte temporal algo más cercano, en 2030, el porcentaje de la población urbana que vivirá en megaciudades (esto es, aquellas con más de 10 millones de habitantes) será del 14,4% de la población urbana total, algo por encima del 11,7% de 2014. En 2030 existirán 41 megaciudades, de las cuales cuatro serán europeas: por *ranking* de población, Estambul, Moscú, París y Londres. La población urbana que vivirá en la categoría de grandes ciudades (de 5 a 10 millones de habitantes) pasará del 7,7% actual al 8,6%, y del 21,3% al 22,3% en las ciudades medianas (de 1 a 5 millones de habitantes). En cambio, las áreas menores, de un millón de habitante o menos, concentrarán algo menos de población: si en 2014 la tasa era del 59,3% en 2030 será del 54,7%.

El fenómeno de la urbanización, por tanto, es relevante y lo será aún más en el futuro. En este contexto, entender bien cuáles son los fenómenos económicos que conducen al crecimiento urbano es central. La justificación que se da a la existencia de las ciudades desde el punto de vista de la economía es que la localización de personas y actividades se produce porque los beneficios de la aglomeración superan los costes. Hecha esta aseveración general, hay mucho más que dilucidar. En particular, en los

siguientes artículos del Dossier se analiza en detalle cómo se generan las economías de aglomeración, esto es, los incrementos de productividad que se producen al aumentar la densidad de población (véase «Las claves de la ciudad del futuro»), pero también cuáles son los costes que comportan (véase «Los costes de vivir en la ciudad: las deseconomías de aglomeración»). También se profundiza en un mercado especialmente relevante para el crecimiento urbano, el laboral, en el cual las economías y deseconomías de aglomeración se equilibran (véase «El factor urbano del mercado laboral»).

Ninguno de estos análisis es trivial, porque la economía urbana presenta un grado de complejidad notable, especialmente cuando existen fenómenos que afectan conjuntamente a los beneficios y a los costes. Este es el caso de una dinámica que ha ido a más en las últimas décadas, la del cambio tecnológico (en particular, el desarrollo y difusión de las tecnologías de la información y la comunicación). Las nuevas tecnologías pueden facilitar un patrón espacial distinto del tradicional. En particular, podrían estar disminuyendo las ventajas de las economías de aglomeración, pero también podrían estar reduciendo paralelamente algunos de sus costes. En los casos del mejor aprovechamiento de las nuevas tecnologías, cabría esperar que amplíen el abanico de opciones personales sobre dónde residir y trabajar en un grado que nunca antes se había dado.

Todo este ejercicio intelectual es ineludible, porque el crecimiento urbano importa, y no solo por sí mismo, sino también por sus vínculos con el avance de la actividad a nivel agregado. Por ejemplo, Hsieh y Moretti (2015) apuntan a que las restricciones a la oferta de vivienda en EE. UU. entre 1964 y 2009, vía la reducción de la movilidad laboral, disminuyeron el crecimiento promedio anual en un 0,3%, lo que equivale a un impacto acumulado en 35 años del 13,5% del PIB.¹

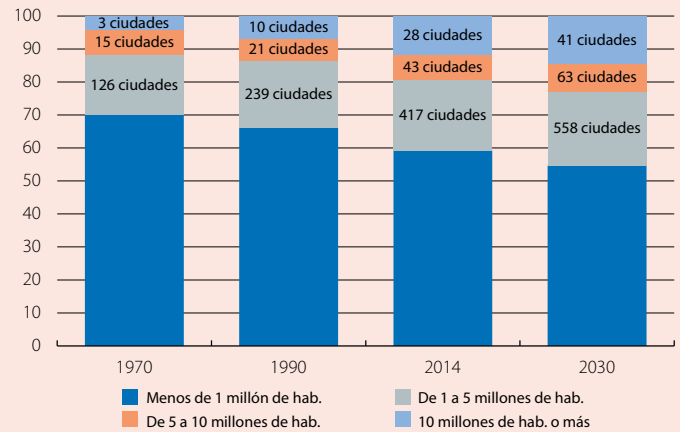
Conan Doyle probablemente tenía razón en sorprenderse por la concentración del talento en el Londres victoriano. Ahora toca ir más allá de la constatación y avanzar en el entendimiento de lo urbano con el instrumental de los economistas. Porque, en definitiva, en las ciudades vive, trabaja y se relaciona una parte cada vez mayor de la población. Además, son lugares donde la productividad es elevada, aunque la aglomeración también acarrea costes. Asimismo, es probable que las nuevas tecnologías favorezcan nuevos equilibrios entre las economías de aglomeración y los costes asociados a la densidad. Y todo ello, sumado, tiene un efecto que supera el ámbito económico local y alcanza el nivel agregado. Probablemente es el momento de las ciudades. Y, por tanto, el momento de la economía urbana. Pasen y lean: visiten los artículos que siguen como si fuesen barrios de una urbe y vislumbren por qué las ciudades también deben ser objeto del análisis de los economistas y del interés del lector bien informado.

Àlex Ruiz

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

Distribución de la población urbana por tamaño de ciudad

(% total de la población urbana)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Naciones Unidas.

1. Véase Hsieh, C. y Moretti, E. (2015), «Why Do Cities Matter? Local Growth and Aggregate Growth». NBER Working Paper, núm. 21154.

Las claves de la ciudad del futuro

Vivimos en las ciudades para estar más cerca del trabajo y de la universidad, para ver más a menudo a nuestra familia y amigos o para ir más cómodamente a tiendas, cines y teatros. Sin embargo, el papel de las ciudades va más allá de proporcionar una buena calidad de vida a sus habitantes: las ciudades son una pieza clave del engranaje del proceso de producción que determina su eficiencia y, por tanto, el potencial de crecimiento de un país. En este artículo del Dossier analizamos los elementos que han impulsado el crecimiento de las ciudades en el pasado y, sobre todo, aquellos que lo impulsarán en el futuro.

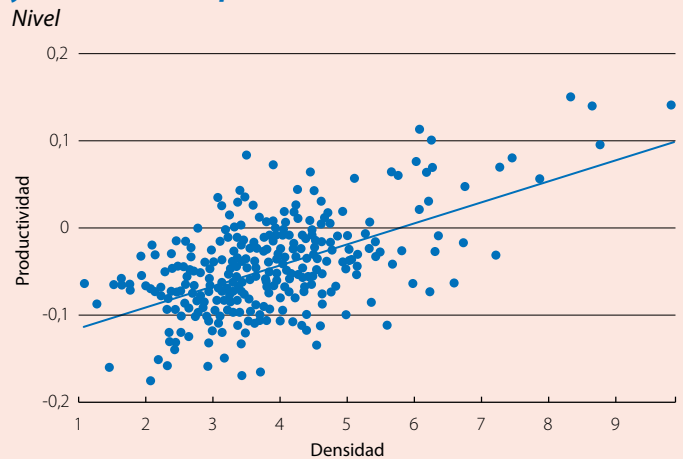
Los economistas denominamos a los beneficios económicos que genera una mayor densidad de población «economías de aglomeración» o «economías de escala urbanas». La existencia de estos beneficios se intuye cuando uno observa que la productividad de las empresas es mayor en las ciudades más grandes. Pero esta correlación no necesariamente implica que una mayor densidad cause, por sí sola, una mayor productividad: otros factores podrían explicarla, como por ejemplo que las ciudades se encontraran en zonas especialmente propicias para las empresas, como aquellas que proporcionan un mejor acceso a determinados recursos naturales. No obstante, la evidencia empírica muestra que la mayor productividad es resultado, sobre todo, de las economías de aglomeración. Por ejemplo, un estudio ampliamente citado señala que, en EE. UU., doblar la densidad de la población incrementa la productividad del trabajo un 6%, *ceteris paribus*.¹ La evidencia para el caso de las empresas francesas también es contundente: las que se sitúan en áreas más densamente pobladas consiguen una productividad un 9,7% superior a aquellas localizadas en áreas menos densamente pobladas, gracias a las economías de aglomeración.²

Los beneficios que surgen de la reunión de trabajadores y empresas en una aglomeración urbana son, pues, una importante razón de ser de las ciudades. El siguiente paso consiste en comprender cuáles son los mecanismos que generan estos beneficios. A continuación, destacamos los tres principales: la reducción de los costes de transporte de los bienes, la creación de un mercado de trabajo más denso y un entorno más propicio para la generación y la difusión de ideas innovadoras.³

La reducción de los costes de transporte fue una de las primeras razones de la concentración espacial de empresas durante la industrialización. Las empresas manufactureras se aglutinaron en las ciudades para estar cerca de sus proveedores y de sus clientes, lo que redujo los costes de transporte tanto de los bienes intermedios como de los bienes finales.⁴ Estas economías de aglomeración motivaron la proliferación de barrios industriales en muchas ciudades en el siglo XIX, como fue el caso del East End londinense o del Poblenou barcelonés, un proceso que se intensificó durante el siglo XX y que se estima que comportó una reducción de los costes de transporte de aproximadamente el 90% en términos reales.⁵

El segundo factor, la concentración de trabajadores en áreas urbanas, incrementa la eficiencia del mercado laboral. Por un lado, la concentración de trabajadores en una misma población reduce el coste de perder el empleo: cuando un trabajador pierde el empleo le es más fácil encontrar otro si hay un mayor número de empresas en la ciudad.⁶ La mayor rapidez con la que se efectúan las transiciones de un empleo a otro reduce la descapitalización que sufren los trabajadores cuando están en el paro. Además, el hecho de que en las ciudades se concentre un gran número de empresas y de trabajadores facilita un buen emparejamiento laboral entre ambos. Un claro ejemplo de ello es la *city* londinense, donde se han aglutinado tanto los grandes bancos y fondos de inversión como los profesionales que estas empresas demandan, en beneficio de ambos. Gracias a esta confluencia, las em-

Relación entre la productividad total de los factores y la densidad de población en áreas urbanas



Nota: La productividad está definida como el logaritmo de la productividad total de los factores y la densidad, como el logaritmo de la concentración de empleo por unidad de área.

Fuente: Combes, Duranton, Gobillon, Puga y Roux (2012).

1. Ciccone, A. y Hall, R. E. (1996), «Productivity and the density of economic activity», *American Economic Review*, Vol. 86, No. 1.

2. Combes, P. P. et al. (2012), «The productivity advantages of large cities: distinguishing agglomeration economies from firm selection», *Econometrica*, Vol. 80, No. 6.

3. Glaeser, E. (1998), «Are cities dying?», *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 2.

4. Krugman, P. (1991), «Increasing returns and economic geography», *Journal of Political Economy*, Vol. 99, No. 3.

5. Glaeser, E. y Kohlhase, J. (2004), «Cities, regions and the decline of transport costs», *Papers in Regional Science* 83.

6. Marshall, A. (1890), «Principles of Economics», Macmillan.

presas pueden contratar a los mejores economistas, abogados o informáticos especializados, y estos pueden encontrar los trabajos que más se adecuan a sus intereses y capacidades.

Aunque los dos factores mencionados son muy relevantes, el aumento de las economías de aglomeración en la actualidad proviene, sobre todo, de la función que desempeñan las ciudades en la creación y la difusión del conocimiento. Respecto a la creación, basta con comprobar que los principales centros de I+D de las empresas y las universidades se localizan en las grandes urbes. Otra muestra de que las ciudades son viveros de nuevas ideas es que las industrias maduras se suelen trasladar fuera de los núcleos urbanos, mientras que las industrias nacientes, más innovadoras, se concentran en las áreas urbanas.⁷

Respecto al papel que tienen las ciudades en la difusión del conocimiento, es preciso tener en cuenta que, aunque vivimos en un mundo cada vez más interconectado, la proximidad geográfica entre los individuos que viven en una ciudad facilita la propagación de las ideas. En este sentido, un interesante y original estudio muestra que en el detalle de las patentes registradas se suelen citar más las patentes de las empresas que están más próximas geográficamente.⁸ Sin embargo, este estudio se llevó a cabo en 1993, y ahora uno podría pensar que el desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación (TIC) facilita el intercambio de ideas y que, por tanto, puede reducir las ventajas de la proximidad física que proveen las ciudades para la transmisión de información. Aun así, parece que el papel de las ciudades es más relevante si cabe. Los estudios más recientes muestran que las nuevas tecnologías son, sobre todo, complementarias a la proximidad geográfica: las TIC multiplican los beneficios que producen las nuevas ideas y estas, como hemos visto, se generan con más facilidad en las urbes.⁹

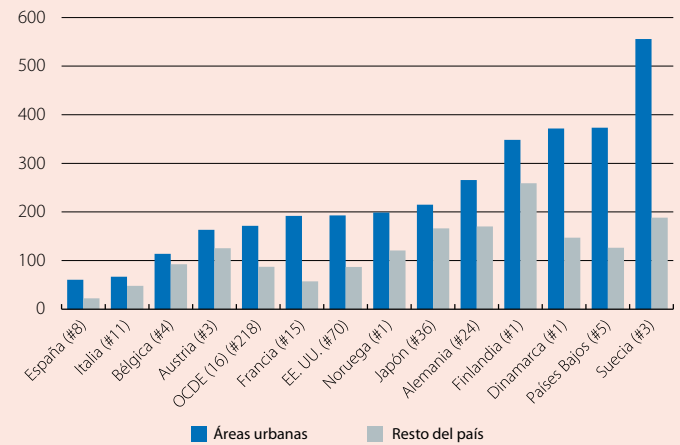
En definitiva, todo apunta a que el papel de las ciudades en la mejora de la capacidad productiva de un país, y por tanto, del bienestar de sus ciudadanos, seguirá siendo primordial. No obstante, es preciso tener en cuenta que los elementos que diferenciarán las mejores ciudades del futuro están cambiando y que están ganando peso los aspectos que determinan la capacidad de una ciudad de actuar como polo de generación y difusión del conocimiento. Asegurar que las principales ciudades del país disponen de un marco institucional que permita desarrollar estas dimensiones es, por tanto, clave.

Josep Mestres Domènech

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

Patentes en áreas urbanas y en el resto del país

(Demandas de patentes por cada millón de habitantes)



Nota: País (# ciudades).

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

7. Duranton, G. y Puga, D. (2001), «Nursery Cities: Urban diversity, process innovation and the life cycle of products», *American Economic Review*, Vol. 91, No. 5.

8. Jaffe, A., Trajtenberg, M. y Henderson, R. (1993), «Geographic localization of knowledge spillovers as evidenced by patent citations», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3.

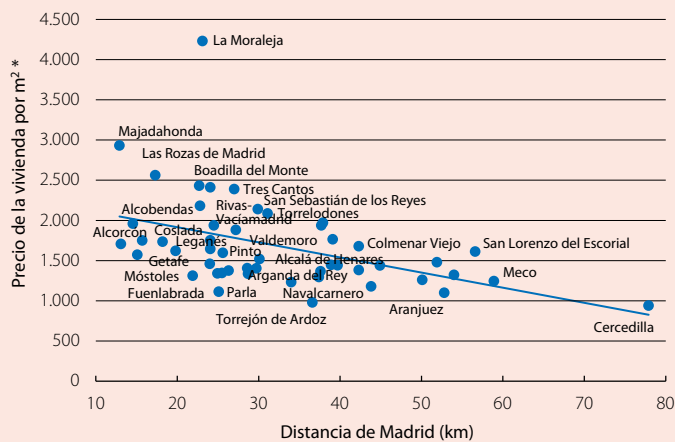
9. Glaeser, E. y Ponzetto, G. (2007), «Did the death of distance hurt Detroit and help New York?», NBER WP 13710.

Los costes de vivir en la ciudad: las deseconomías de aglomeración

Todos los que vivimos en una ciudad o interaccionamos con ellas de algún modo sabemos que, a pesar de sus muchas ventajas, la vida en una urbe también presenta inconvenientes: tráfico, aglomeraciones, contaminación, coste de la vivienda, etc. En este artículo se examinan los efectos negativos de la concentración geográfica de las actividades económicas y de la población o, dicho en términos académicos, las deseconomías de aglomeración.

A modo de introducción, es importante señalar que las desventajas asociadas a vivir en una ciudad son diferentes en función del tipo de ciudad. Así, una ciudad horizontal, muy extendida y con una densidad de población menor, como Los Ángeles, tiene mayores costes de transporte asociados, mientras que en ciudades verticales, más compactas y con mayor densidad de población, como Nueva York, el precio de la vivienda suele ser mayor. Estas diferencias en los costes, monetarios y no monetarios, son un factor importante de cara a entender la coexistencia de diferentes tamaños y tipos de ciudades.

Precio de la vivienda en función de la distancia de Madrid



Nota: * Precio de oferta publicado por Idealista.

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

El principal coste monetario asociado a la aglomeración es, sin duda, el de la vivienda. Todos sabemos que una vivienda en una gran ciudad es más cara que en núcleos urbanos más pequeños. En Barcelona, por ejemplo, el precio por metro cuadrado triplica el de poblaciones como Manresa o El Vendrell. Esta diferencia, que no es trivial si tenemos en cuenta que el gasto en vivienda representa el 32,4% del total de gastos de un hogar,¹ se explica en gran medida por el hecho de que vivir en una ciudad facilita la percepción de un mayor salario (como se detalla en el artículo «El factor urbano del mercado laboral», de este mismo Dossier). En consecuencia, la disposición a pagar por una vivienda es mayor en los núcleos urbanos que en los rurales. Naturalmente, la capacidad de reacción de la oferta de vivienda de cada ciudad también es determinante.² En particular, las que presentan una regulación del suelo más restrictiva tienen una oferta de vivienda con menos capacidad de reacción, es decir, más inelástica, y el precio de la vivienda suele ser más elevado.³

Este es el caso de Londres, por ejemplo, que cuenta con una regulación del suelo que limita su disponibilidad, lo que la ha convertido en una de las ciudades más caras del mundo.⁴ Para el conjunto del Reino Unido, un estudio reciente estima que, con una regulación más flexible, entre 1974 y 2008, los precios inmobiliarios hubiesen crecido un 90% en vez de un 190%.⁵

Un segundo elemento que se debe tener en cuenta es el mayor coste de movilidad en las grandes ciudades. Volviendo al caso del Reino Unido, se ha estimado que si el tiempo invertido en los desplazamientos hacia el trabajo se valorase igual que el tiempo dedicado a trabajar, el coste de desplazamiento representaría el 19% del salario medio.⁶ El coste de transporte está estrechamente relacionado con el mercado inmobiliario. De hecho, el precio que se está dispuesto a pagar por una vivienda depende, entre otros factores, del coste de desplazamiento que tenga asociado: cuanto más cerca esté la vivienda de los servicios de una ciudad, más caro será el inmueble, porque disminuirán el tiempo o el dinero destinados al desplazamiento, tal y como se recoge en el gráfico.

En tercer lugar, las ciudades tienen, en general, un índice de criminalidad superior. La literatura económica ha documentado la existencia de una relación positiva entre la delincuencia y el tamaño de la ciudad. Además, el gasto en seguridad y el nivel de

1. La categoría de gasto en vivienda incluye también gastos en agua, electricidad y combustibles. Véase Encuesta de Presupuestos Familiares 2014, INE.

2. Glaeser, E. L. (2007), «The economic approach to cities», NBER Working Paper No. 13696 argumenta que las diferencias en la oferta de vivienda observadas en las ciudades de EE. UU. se debe a la existencia de barreras a la nueva construcción.

3. Las restricciones sobre el suelo se suelen justificar con motivos de eficiencia y para evitar externalidades negativas. Véase Duranton, G. y Puga, D. (2015), «Urban land use», Handbook of Regional and Urban Economics, Vol. 5, 2015. Amsterdam: North-Holland, 467-560.

4. Hilber, C. (2015), «UK Housing and Planning Policies: the evidence from economic research» Center for Economic Performance, paper EA033.

5. Hilber, C. A. L. y Vermeulen W. (2016), «The Impact of Supply Constraints on House Prices in England» The Economic Journal, Vol. 126, Issue 591, 358-405.

6. «Commuting costs UK workers £148bn in time alone», Randstad, 2015.

precaución de las víctimas es más alto en las ciudades.⁷ El coste que ello supone no es menor. Por ejemplo, los economistas Cullen y Levitt (1999)⁸ estiman que, en EE. UU., un incremento del 10% de la delincuencia en una ciudad conlleva una reducción del 1% de su población. Los hogares con más educación y los hogares con niños suelen ser los más sensibles a este factor. Aunque este coste ha ido disminuyendo en los últimos años, especialmente en las ciudades estadounidenses, todavía es un problema importante en muchas urbes de países en vías de desarrollo.

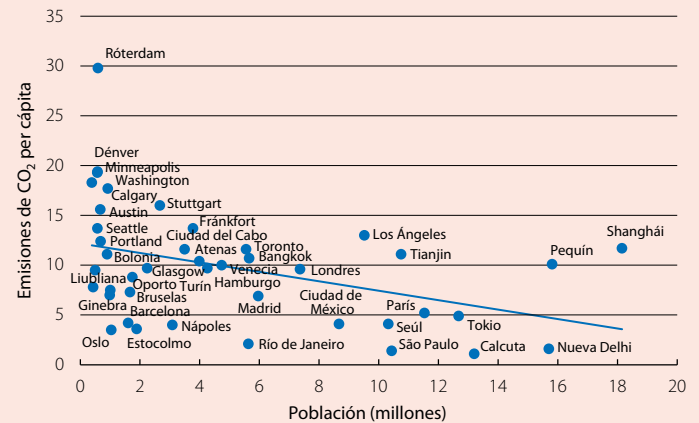
Finalmente, una de las grandes problemáticas históricamente asociadas a la aglomeración es la contaminación. Un reciente estudio de la OMS alerta de que más del 80% de las personas que viven en zonas urbanas están expuestas a niveles de contaminación que superan los recomendados por la misma organización. Sin embargo, el estudio destaca que las economías más avanzadas cuentan con menores niveles de contaminación del aire,⁹ gracias al mayor control medioambiental y sanitario y a la tercerización de la economía.¹⁰ Por tanto, es de esperar que a medida que los países en desarrollo avancen, los niveles de contaminación del aire mejoren también. Además, es importante matizar que la emisión de CO₂ per cápita y la huella ecológica¹¹ suelen ser menores en las grandes ciudades, tal y como muestra el gráfico. Este hecho también sugiere que la contaminación será inferior en los próximos años, porque, como se comenta en el artículo «Hacia un mundo crecientemente urbanizado», de este mismo Dossier, se espera un fuerte crecimiento de la población urbana. Paralelamente, otra desventaja de la vida urbana relacionada con la salud, y cuyo protagonismo ha incrementado en los últimos años, es el estrés. Varios estudios están investigando la relación entre la vida en la ciudad y los desórdenes mentales, de momento, con resultados mixtos.¹²

De cara al futuro, la tecnología tendrá un papel relevante en la contención de los costes de aglomeración. El nuevo concepto de las *smart cities* (ciudades inteligentes), que pretende mejorar la calidad de vida en las ciudades a través de la implantación de la tecnología en servicios urbanos como la gestión del tráfico, los medios de transporte y los residuos, permitirá reducir de manera significativa los costes de transporte y contaminación. La tecnología representa, por tanto, una oportunidad para transformar el modelo de ciudad actual y hacerlo todavía más atractivo.

Anna Campos

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

Emisiones de CO₂ en función del tamaño de la ciudad *



Nota: * Información basada en datos de 2005 y 2006.

Fuente: Kennedy, C., et al. (2010) «The study of urban metabolism and its applications to urban planning and design», *Environmental pollution*, 159 (8), 1965-1973.

7. La seguridad privada, los sistemas de alarmas o el hábito de cerrar la puerta con llave son más comunes en grandes núcleos urbanos.

8. Cullen, J. B. y Levitt, S. (1999), «Crime, Urban Flight, and the Consequences for Cities.» *The Review of Economics and Statistics* 81 (2), 159-169.

9. Datos basados en 3.000 ciudades de 103 países diferentes. WHO, «Air pollution levels rising in many of the world's poorest cities», 12 May 2016.

10. Kahn, M. E. (2010), «New Evidence on Trends in the Cost of Urban Agglomeration», *Agglomeration Economics*, The University of Chicago Press.

11. La huella ecológica mide el espacio necesario para proporcionar los recursos y absorber los residuos de una población o economía determinada durante un año. Véase Rees, W. y Wackernagel, M. (1996), «Ecological Footprints and appropriated carrying capacity: measuring the natural capital requirements of the human economy», *Investing in Natural Capital: The Ecological Economics Approach to Sustainability*, Island Press, Washington.

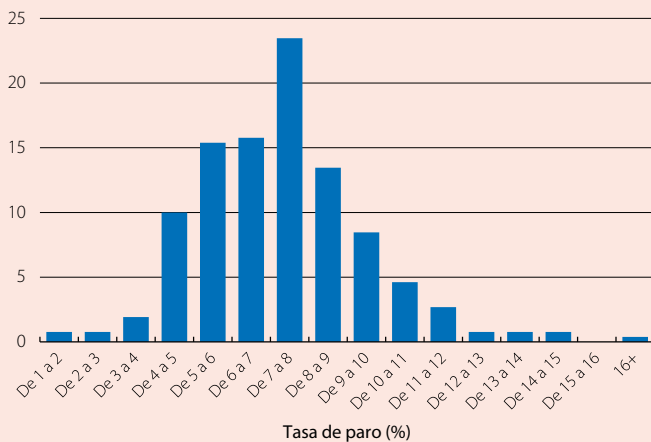
12. Lederbogen, F. et al. (2011), «City living and urban upbringing affect neural social stress processing in humans», *Nature*, 474, 498-501, (23 June 2011); Breslau, J. et al. (2014), «Are mental disorders more common in urban than rural areas of the United States?», *Journal of Psychiatric Research*, September 2014, Volume 56.

El factor urbano del mercado laboral

La Gran Recesión sacudió duramente los mercados laborales nacionales: las mínimas tasas de paro de 2007 (8,2% en España, 4,6% en EE. UU.) se habían duplicado ampliamente en 2010 (19,9% en España, 9,6% en EE. UU.).¹ La violencia de tales movimientos genera una necesidad natural de entender el ciclo económico. Sin embargo, existen contrastes de magnitud parecida entre los mercados laborales de las ciudades, en un punto cualquiera del tiempo, como muestra el primer gráfico. En términos de paro, viajar en 2014 de Denver (Colorado), con un paro del 4,5%, a Atlantic City (Nueva Jersey), con una tasa del 11,2%, se parece a viajar en el tiempo, de la mejor época de bonanza en 2007 al pico de la recesión en 2010.² Además, estas diferencias son persistentes y van más allá de las diferencias demográficas (edad, formación, raza, etc.) entre los residentes de cada ciudad.³ Ello muestra que el mercado laboral tiene un fuerte componente local y nos sirve para ejemplificar las economías y deseconomías de aglomeración.

Distribución de las tasas de paro urbanas en EE. UU.

(% de ciudades sobre el total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de American Community Survey 2014.

un trabajador es de 22 euros por hora. ¿Por qué está dispuesta a pagar un salario un 30% por encima del de Parkersburg (16,5 euros por hora)? La respuesta es sencilla: el trabajador de Nueva York es más productivo que el de Parkersburg. Es más, incluso si comparamos trabajadores de características observables similares, su productividad (medida a través del salario) aumenta con el tamaño de la ciudad donde trabaja,⁴ lo que sugiere la existencia de economías de escala, en vez de reflejar una selección de los trabajadores inherentemente más productivos hacia determinadas ciudades. Precisamente, las ciudades más grandes lo son porque ofrecen mayores salarios y atraen, así, a más trabajadores. Es decir, hablar de ciudades grandes es, en el fondo, hablar de ciudades donde los trabajadores son más productivos.

Por otro lado, los trabajadores comparan sus salarios nominales con el coste de la vida en cada ciudad. Como se explica en el artículo «Los costes de vivir en la ciudad: las deseconomías de aglomeración» en este mismo Dossier, el hecho de ofrecer unos salarios más elevados se traduce en una mayor demanda de vivienda, lo que incrementa el coste de la vida. En consonancia con esta intuición, los datos muestran que el precio de la vivienda aumenta con el tamaño de la ciudad de tal modo que el salario real (es decir, ajustado por el coste de la vivienda) es aproximadamente el mismo en las ciudades pequeñas que en las grandes.⁵ Así, el mercado laboral ofrece un buen ejemplo del equilibrio entre los beneficios y los costes de la aglomeración en lo que se conoce como «equilibrio espacial»: el ajuste de costes y beneficios permite la coexistencia de ciudades con productividades diferentes.

Con este marco teórico, podemos adentrarnos en el funcionamiento del mercado laboral urbano. Al considerar el contenido informativo del salario de una ciudad sobre la productividad subyacente de sus trabajadores, es importante distinguir si la fuente de esa mayor productividad procede de las características de los residentes de la ciudad o del propio hecho de reunir a muchos trabajadores en un mismo espacio (aglomerarlos): es decir, si proviene de una selección de los mejores trabajadores o si son las economías

En el resto de artículos de este Dossier, se ha presentado una explicación sencilla a un fenómeno que, en nuestro día a día, nos resulta natural: la existencia de las ciudades. Brevemente, la proximidad física de las personas, trabajadores, empresas, etc., nos enriquece. O, como decimos los economistas, existen economías de aglomeración. Es por ello que, a lo largo de la historia, la humanidad ha vivido en tribus, aldeas y, finalmente, ciudades. Sin embargo, la Tierra todavía no se ha convertido en una única y gigantesca metrópolis. ¿La razón? Las aglomeraciones también generan costes, como el crimen, la contaminación o un mayor precio de la vivienda. Ambas fuerzas, que tienden a equilibrarse, se manifiestan con claridad en el mercado laboral urbano.

Por un lado, las economías de aglomeración hacen que los trabajadores sean más productivos en las ciudades más grandes. Muestra de ello es que los salarios aumentan con el tamaño de la ciudad, como se refleja en el segundo gráfico. Pero si no le convence esta sencilla correlación, considere el caso de una empresa ubicada en Nueva York, donde el salario mediano de

1. En EE. UU. la tasa de paro alcanzó su máximo en 2010. En España, tras recaer la economía en recesión, el paro llegó a situarse en el 26,09% en 2013.

2. Estas diferencias cobran todavía más relevancia si se tiene en cuenta que persisten en un país (EE. UU.) con una elevada movilidad laboral.

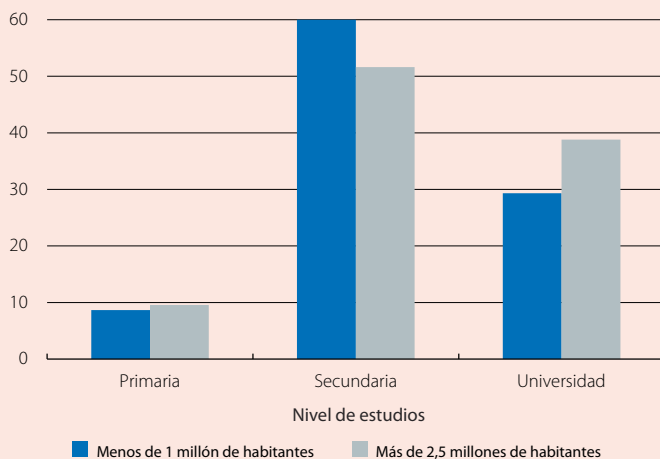
3. Véase Kline, P. y Moretti, E. (2013), «Placed-based policies with unemployment», NBER Working Paper.

4. Véase Glaeser, E. y Maré, D. (2001), «Cities and skills», Journal of Labor Economics.

5. Véase Eeckhout, J., Pinheiro, R. y Schmidheiny, K. (2014), «Spatial Sorting», Journal of Political Economy.

de aglomeración las que hacen mejores a esos trabajadores (para un economista, esta distinción es tan importante como lo es, para los padres, saber si la escuela de sus hijos es buena porque atrae a estudiantes brillantes o porque dispone de unos docentes excelentes). Como ya hemos visto, los datos señalan que las propias economías de aglomeración tienen un papel primordial. Sin embargo, la selección también es importante. A modo de anécdota, Barcelona despunta en el mundo del fútbol porque es capaz de atraer a jugadores como Leo Messi, del mismo modo que París atrajo a Pablo Picasso o Nueva York a John Lennon. De hecho, Eeckhout, Pinheiro y Schmidheiny (2014)⁶ encuentran que las ciudades grandes tienen una mayor proporción de trabajadores con más talento. Para ilustrarlo, el tercer gráfico muestra que en las ciudades más grandes hay una mayor proporción de personas con estudios superiores. Como argumentan los autores, la razón es que las economías de aglomeración son especialmente favorables para los individuos más talentosos y con un mayor grado de especialización. Por ejemplo, Messi puede explotar al máximo sus habilidades gracias a tener a su alrededor a otros grandes jugadores, como Iniesta o Busquets, así como a una gran infraestructura económica y técnica, del mismo modo que, en Nueva York, John Lennon tenía acceso a músicos y estudios de grabación de primer nivel.

Composición educativa según el tamaño de la ciudad (% de la población activa)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del American Community Survey 2014.

encontrar empresas que se ajusten más a sus necesidades. Además, como se explica en el artículo «Las claves de la ciudad del futuro» en este mismo Dossier, las ciudades tienen un papel fundamental en la creación y la difusión de ideas, y una parte de estos procesos se desarrolla en el mercado laboral: piense solo en las ideas que se le han ocurrido o que le han transmitido sus compañeros de trabajo en una conversación informal.

En conclusión, el mercado laboral ofrece una ilustración clara de los beneficios y los costes de la aglomeración. Estos se traducen en unos mayores salarios nominales (que reflejan una mayor productividad) y en un mayor coste de la vida, que ejerce un papel equalizador. Ambas fuerzas influyen en la decisión de las personas sobre dónde vivir y trabajar. Por ello, el desarrollo de nuevas tecnologías, como las TIC (que pueden reducir el beneficio de la proximidad física) o las *smart cities* (que pueden reducir los costes de la aglomeración), tendrá consecuencias sobre la distribución espacial futura de trabajadores y empresas.

Adrià Morron Salmeron

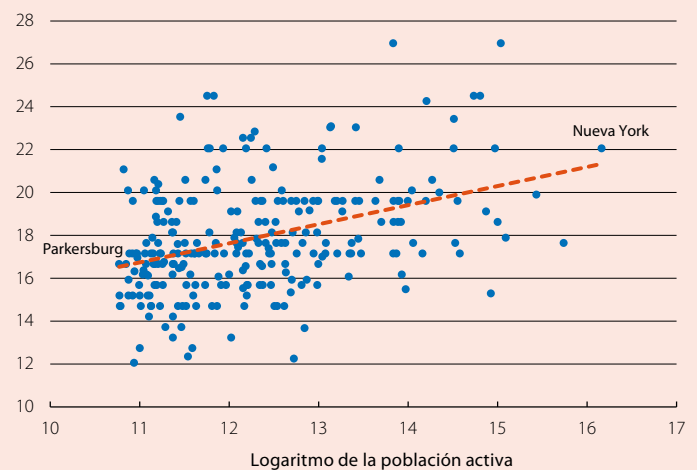
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

6. Véase Eeckhout, J., Pinheiro, R. y Schmidheiny, K. (2014), «Spatial Sorting», Journal of Political Economy.

7. Véase Baum-Snow, N. y Pavan, R. (2013), «Inequality and city size», The Review of Economics and Statistics.

Aumento de los salarios con el tamaño de la ciudad

Salario mediano (\$ por hora)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de American Community Survey 2014.

Además, los mismos autores encuentran que las ciudades grandes también atraen a una mayor proporción de trabajadores menos cualificados y argumentan que existe una complementariedad entre los trabajadores más y menos cualificados que permite que estos últimos también sean más productivos en una ciudad grande. Por considerar un ejemplo nuevo, el lector puede pensar en la abundante oferta de locales de comida rápida que existe en las grandes ciudades, posiblemente producto de la necesidad (es decir, complementariedad) de sus habitantes de optimizar el uso del tiempo. A raíz de esta complementariedad, no es sorprendente que exista una relación positiva entre el tamaño de la ciudad y la desigualdad.⁷ No obstante, esta complementariedad permite que los trabajadores con mayor y menor formación aprovechen más las economías de aglomeración. De hecho, hay más razones por las que se originan economías de aglomeración en el mercado laboral. Por ejemplo, un mercado más denso permite a las empresas encontrar trabajadores más adecuados, del mismo modo que permite a los trabajadores

CaixaBank Research**PUBLICACIONES**

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO**Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research**

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK**¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?**

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS**Banking Union: made of concrete or straw?**

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO**ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO****COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS****CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD****El tiempo que llega. Once miradas desde España**

José Luis García Delgado (editor)

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

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

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

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

