

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 407 | DICIEMBRE 2016



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La volatilidad del precio del petróleo seguirá siendo elevada

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Deuda de las petroleras emergentes: llueve sobre mojado

UNIÓN EUROPEA

La depreciación de la libra: el termómetro del impacto del brexit

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Una mirada a los Presupuestos Generales del Estado para 2017

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2017

Política monetaria en 2017: navegando con el viento a favor, pero con mar de fondo

Perspectivas de los mercados emergentes en 2017

Política y economía en 2017: un binomio inseparable

La economía española en 2017: creciendo con menos vientos de cola

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

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

30 de noviembre de 2016

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

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *La reforma del mercado de fondos monetarios en EE. UU.*10 *La volatilidad del precio del petróleo seguirá siendo elevada***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Ralentización del comercio mundial e inversión*16 *Deuda de las petroleras emergentes: llueve sobre mojado***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Escenarios de la inflación subyacente: actividad, periferia
y petróleo*22 *La depreciación de la libra: el termómetro del impacto del brexit***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Productividad y calidad de la ocupación*28 *Una mirada a los Presupuestos Generales del Estado para 2017*29 *La mejora de la competitividad española: la clave sectorial***32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2017**32 *Política monetaria en 2017: navegando con el viento a favor,
pero con mar de fondo*
Adrià Morron Salmeron34 *Perspectivas de los mercados emergentes en 2017*
Mathieu Fort36 *Política y economía en 2017: un binomio inseparable*
Javier Garcia-Arenas38 *La economía española en 2017: creciendo con menos vientos
de cola*

Judith Montoriol Garriga

Perspectivas 2017: «es la política, estúpido»

En la campaña para las elecciones presidenciales de 1992, James Carville, estratega de Bill Clinton, acuñó el famoso lema «es la economía, estúpido» para colocar el foco del debate en la situación económica mientras el presidente Bush centraba su discurso en los logros en política exterior, como la victoria de EE. UU. y sus aliados en la Guerra del Golfo. La frase se popularizó en EE. UU. y actualmente se usa, con variaciones, para subrayar lo que es realmente importante sobre un tema. Para las perspectivas económicas de 2017, lo tenemos claro: la política.

Cuatro grandes capitales en las que, sin duda, los eventos políticos condicionarán el devenir económico en 2017 ilustran la portada de este *Informe Mensual*: Washington D. C., Londres, Berlín y París.

En Washington D. C., iremos descubriendo qué orientación adopta la Administración del presidente Trump. Irónicamente, lo deseable es que no cumpla sus promesas electorales. La economía americana, cercana al pleno empleo, no está necesitada de un fuerte impulso fiscal como el que prometió el candidato Trump. En el ámbito comercial, la imposición de altos aranceles a las importaciones chinas y mexicanas sería el inicio, muy probablemente, de guerras comerciales con un coste elevadísimo para la economía mundial. Afortunadamente, no prevemos que suceda ni lo uno ni lo otro. Una vez elegido, Trump ha comenzado a suavizar su discurso y esperamos que, bajo la influencia del ala más moderada del partido republicano, la Administración adopte una orientación pragmática. La reacción de los mercados financieros en las últimas semanas, en general positiva, confirma que esta es la hipótesis más extendida. Sería conveniente que los primeros pasos de la nueva Administración lo confirmen.

En Londres, el Gobierno británico dará el pistoletazo de salida a las negociaciones para salir de la UE con la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. El proceso se atisba largo y complejo, pero a todas las partes implicadas les conviene que los daños causados por la incertidumbre y el acuerdo final sean los justos. Difícilmente será posible conciliar el mantenimiento del Reino Unido en el mercado único con la negativa británica al libre movimiento de personas, pero sería deseable que se encontrara un equilibrio que permita su acceso a dicho mercado en términos razonables. Para ello, el Reino Unido seguramente deberá ofrecer concesiones en los controles a la inmigración europea.

Berlín y París conformarán nuevos gobiernos tras las elecciones francesas de mayo y las alemanas de septiembre. Ambas citas electorales, junto con las de los Países Bajos y seguramente también de Italia, serán nuevos test para el alza de los populismos y el euroescepticismo. No cabe duda de que el proyecto europeo necesita del liderazgo de ambos países. Para contar con este liderazgo, es necesario que ambos gobiernos estén comprometidos con Europa y que cuenten con un mandato electoral claro para poderlo ejercer. El entorno no es el más propicio para enarbolar un discurso europeísta pero es absolutamente necesario volver a generar ilusión por el proyecto europeo. La UE no se puede permitir ser percibida, principalmente, como el guardián de la ortodoxia fiscal.

En España, la formación de Gobierno ha representado un paso muy positivo, pero el reto político que se afronta en 2017 sigue siendo de calado: demostrar que la gobernabilidad y los grandes acuerdos, por ejemplo en los ámbitos laboral, educativo o territorial, son posibles a pesar del nuevo contexto de fragmentación política. Para ello, será necesario dialogar, ceder, consensuar, encontrar equilibrios aceptables para la mayoría. En definitiva, hacer política, en mayúsculas.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de noviembre de 2016

CRONOLOGÍA

NOVIEMBRE 2016

- 8 Donald Trump es elegido presidente de EE. UU.
- 30 Los productores de petróleo de la OPEP llegan a un acuerdo para recortar la producción diaria hasta los 32,5 millones de barriles.

OCTUBRE 2016

- 29 Mariano Rajoy es investido presidente del Gobierno español.

SEPTIEMBRE 2016

- 21 El Banco de Japón reajusta los instrumentos de política monetaria ultraexpansiva con la finalidad de conseguir una curva de tipos con más pendiente.

AGOSTO 2016

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

JULIO 2016

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

JUNIO 2016

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

AGENDA

DICIEMBRE 2016

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 5 Índice de producción industrial (octubre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 15-16 Consejo Europeo.
- 16 Encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
- 20 Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 22 Comercio exterior (octubre).
- 29 Tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 30 Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).
Posición de inversión internacional neta (PIIN) (3T).

ENERO 2017

- 11 Índice de producción industrial (noviembre).
- 16 Cuentas financieras (3T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 19 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 26 Encuesta de población activa (4T).
- 27 PIB de EE. UU. (4T).
- 29 Avance PIB (4T).
- 31 Balanza de pagos (noviembre).
Avance IPC (enero).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
PIB de la eurozona (4T).

2017: creciendo en un mundo incierto

La economía mundial navega en un entorno de mayor incertidumbre pero sigue presentando un buen ritmo de avance. Así, en 2016, va camino de crecer un 3,1%, un registro muy similar al 3,2% de 2015, y, en 2017, se acelerará notablemente, con un crecimiento previsto del 3,5%. Con todo, la incertidumbre que rodea el escenario macroeconómico ha aumentado tras la victoria de D. Trump y se mantendrá elevada, como mínimo, hasta que se visualice la orientación de la nueva administración estadounidense. A corto plazo, este *impasse* puede generar un repunte más pronunciado de los tipos de interés a largo plazo o inestabilidad financiera en algún país emergente clave. Aun así, todo apunta a que finalmente el nuevo presidente de los EE. UU. llevará a cabo una aplicación pragmática de su agenda, toda vez que necesita el apoyo del ala moderada del partido republicano en el Congreso para aprobar las medidas previstas.

Moderada revisión al alza de las perspectivas de crecimiento e inflación en EE. UU. Tras la elección de D. Trump, el nuevo escenario de CaixaBank Research contempla un impulso fiscal de aproximadamente 1 p. p. entre 2017 y 2018, y prevé un impacto en crecimiento e inflación moderado. Concretamente, las nuevas previsiones sitúan el crecimiento de 2017 y 2018 en el 2,3% y el 2,4%, respectivamente. La mejora de las perspectivas económicas refuerza el escenario de subidas de tipos de la Fed. De hecho, tras la victoria de D. Trump, el mercado ha ajustado rápidamente sus previsiones de actuación de la Fed y ahora espera que suba tipos, además de en diciembre de 2016, en dos ocasiones más en 2017. Este es un escenario muy similar al de CaixaBank Research, que contempla tres subidas del tipo oficial el próximo año.

El entorno financiero emergente se tambalea ante el nuevo escenario político en EE. UU. La combinación de medidas fiscales expansivas y de una política monetaria menos acomodaticia no es propicia para el desempeño de los activos emergentes, y así lo refleja la reacción de las bolsas y divisas del bloque emergente durante las últimas semanas. Cabe señalar que el conjunto de países emergentes afronta este entorno menos favorable con mayores fortalezas que en anteriores episodios de inestabilidad. En este sentido, destacan los buenos datos de actividad conocidos durante los últimos meses, que siguen mostrando una notable aceleración del crecimiento. La moderada recuperación del precio del petróleo, que se espera que tenga continuidad tras el acuerdo alcanzado entre los distintos países de la OPEP para recortar la producción, también apoyará la recuperación de los países emergentes, ya

que muchos de ellos siguen dependiendo de las exportaciones de materias primas.

La eurozona continúa avanzando a ritmo moderado, apoyada por la política monetaria expansiva del BCE, el bajo precio del petróleo y las reformas estructurales llevadas a cabo en los distintos países de la eurozona. Asimismo, el impacto del *bretxit* sobre el crecimiento está siendo, de momento, más contenido de lo inicialmente previsto, aunque ello no significa que no acabe teniendo un impacto más importante a medio plazo. La inflación presenta, también, una tendencia relativamente favorable, apoyada en el crecimiento de la demanda interna y en la recuperación del precio del petróleo. Con todo, todavía se sitúa en registros relativamente bajos y alejados del objetivo del BCE (en noviembre, la inflación fue del 0,6%). En este contexto, la atención vuelve a centrarse en la actuación del BCE, ya que todo apunta a que en los próximos meses anunciará una extensión del programa de compra de bonos, que inicialmente estaba previsto que terminara en marzo de 2017. De momento, la expectativa de que el BCE amplíe el QE, junto con el mayor ritmo de subidas de tipos que ahora el mercado espera por parte de la Fed, está propiciando una notable depreciación del euro frente al dólar.

La economía española destaca positivamente en el contexto europeo, con un avance del PIB que se mantiene vigoroso y una mejora de las perspectivas de crecimiento para 2016 y 2017. En el 3T 2016, la economía española avanzó un 0,7% intertrimestral (3,2% interanual), en consonancia con la previsión de CaixaBank Research. Sin embargo, la revisión de la serie histórica, que constata que en la primera mitad de 2016 la economía española creció algo por encima de lo previamente anunciado, y la aceleración de la actividad que muestran los primeros indicadores del 4T, especialmente en el mercado laboral, nos llevan a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016, del 3,1% al 3,3%. Para 2017, dicha revisión también es notable, del 2,4% al 2,6%. Por tanto, todo apunta a que el crecimiento seguirá siendo vigoroso y considerablemente superior al de la mayoría de países desarrollados. Según las previsiones de CaixaBank Research, este buen ritmo de crecimiento hará que en 2017 la economía española supere el nivel de PIB que tenía en 2008, antes de que empezara la recesión. Además, es preciso apuntar que, aunque el ritmo de avance será ligeramente inferior al de 2016, ello será debido a un menor empuje de los vientos de cola, pero la evolución de los factores de fondo seguirá siendo favorable.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,2	3,1	3,5	3,6	3,0	3,1	3,2	3,5	3,6	3,5
Países desarrollados	2,1	1,6	1,8	2,0	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,8
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,4	1,3	1,6	1,9	2,2	2,4	2,2
Eurozona	1,9	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,5	1,3	1,4	1,4
Alemania	1,5	1,8	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3	1,6
Francia	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	1,2	1,2
Italia	0,6	0,9	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	0,7	0,9	0,7
Portugal	1,6	1,2	1,0	1,3	0,9	1,6	1,5	1,4	1,3	0,7
España	3,2	3,3	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Japón	0,6	0,7	1,1	0,8	0,7	0,8	1,4	1,1	1,3	0,9
Reino Unido	2,2	2,0	1,0	1,5	2,1	2,3	1,9	1,6	1,1	0,7
Países emergentes	4,0	4,2	4,7	4,8	4,2	4,2	4,2	4,7	4,7	4,7
China	6,9	6,6	6,3	5,9	6,7	6,7	6,5	6,6	6,5	6,2
India ¹	7,6	7,3	7,6	7,7	7,1	7,3	7,4	7,5	7,6	7,6
Indonesia	4,8	5,1	5,4	5,6	5,2	5,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Brasil	-3,8	-3,3	1,1	2,1	-3,6	-2,9	-1,3	0,5	1,2	1,3
México	2,6	2,1	2,0	2,5	2,6	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1
Chile	2,3	1,7	2,0	2,5	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9	2,1
Rusia	-3,7	-0,7	1,3	1,6	-0,6	-0,5	-0,4	1,0	1,3	1,4
Turquía	3,9	3,2	2,9	3,4	3,1	2,2	2,8	2,2	2,7	3,2
Polonia	3,6	2,7	3,3	3,5	3,0	2,1	3,1	3,4	3,4	3,4
Sudáfrica	1,2	0,5	1,3	1,9	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,3	3,3	2,8	2,7	2,9	3,3	3,3	3,4
Países desarrollados	0,3	0,8	1,8	1,9	0,6	0,7	1,1	1,8	1,8	1,9
Estados Unidos	0,1	1,2	2,3	2,4	1,0	1,1	1,6	2,4	2,3	2,4
Eurozona	0,0	0,2	1,4	1,6	-0,1	0,3	0,7	1,4	1,4	1,5
Alemania	0,1	0,3	1,6	1,7	0,0	0,4	0,7	1,5	1,5	1,7
Francia	0,1	0,3	1,5	1,6	0,1	0,4	0,6	1,4	1,4	1,6
Italia	0,1	-0,1	1,1	1,4	-0,3	-0,1	0,1	0,9	1,1	1,2
Portugal	0,5	0,7	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3
España	-0,5	-0,3	1,7	1,5	-0,9	-0,2	0,8	2,0	1,9	1,7
Japón	0,8	-0,1	0,9	0,8	-0,3	-0,5	0,5	1,0	0,8	1,2
Reino Unido	0,0	0,7	2,5	2,6	0,4	0,7	1,2	2,1	2,4	2,7
Países emergentes	4,7	4,4	4,4	4,3	4,5	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4
China	1,4	2,0	2,0	2,1	2,1	1,7	2,1	1,5	2,0	2,3
India	4,9	5,1	5,5	5,4	5,7	5,2	4,4	5,9	5,5	4,9
Indonesia	6,4	3,6	4,1	5,0	3,5	3,0	3,5	3,6	4,3	4,0
Brasil	9,0	8,8	6,5	5,3	9,2	8,7	7,3	6,7	6,5	6,5
México	2,7	2,9	3,4	3,3	2,6	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Chile	4,3	4,0	3,2	3,3	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2
Rusia	15,5	7,2	5,7	5,4	7,3	6,8	6,1	5,7	5,8	5,6
Turquía	7,7	7,9	7,7	6,8	6,9	8,0	8,1	8,1	7,9	7,6
Polonia	-0,9	-0,6	1,7	2,4	-0,8	-0,8	-1,1	-1,1	-0,8	0,4
Sudáfrica	4,6	6,4	5,9	6,0	6,2	6,0	6,8	6,1	5,5	5,7

Nota: 1. Datos anuales representan año fiscal.

Previsiones

Economía española

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,8	3,1	2,5	2,0	3,2	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5
Consumo de las AA. PP.	2,0	1,3	1,0	0,8	0,8	1,4	1,0	0,7	1,6	0,8
Formación bruta de capital fijo	6,0	3,6	2,9	2,9	3,6	3,1	2,8	2,8	2,4	3,1
Bienes de equipo	8,9	5,7	2,8	2,8	6,2	5,0	4,0	3,6	2,1	2,6
Construcción	4,9	2,3	3,1	3,0	2,0	2,0	2,3	2,5	2,8	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,2	1,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,3	2,2
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,2	3,7	4,1	6,4	2,8	3,6	4,2	2,1	4,5
Importación de bienes y servicios	5,6	3,1	3,0	3,2	5,1	0,9	1,5	2,5	1,4	4,2
Producto interior bruto	3,2	3,3	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Otras variables										
Empleo	3,0	2,8	2,3	2,0	2,7	2,7	2,9	2,6	2,5	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,7	18,0	16,7	20,0	18,9	18,7	19,0	18,2	17,4
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,3	1,7	1,5	-0,9	-0,2	0,8	2,0	1,9	1,7
Costes laborales unitarios	0,2	-0,2	0,6	1,3	-0,3	-0,4	0,2	0,2	0,5	1,1
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	2,8	2,4	2,2	2,4	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5
Saldo público (acum., % PIB) ²	-5,0	-4,6	-3,4	-2,5						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,26	0,52	1,04	1,94	0,50	0,50	0,58	0,75	1,00	1,08
Líbor 3 meses	0,32	0,75	1,42	2,21	0,64	0,79	0,93	1,12	1,32	1,52
Líbor 12 meses	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,61	1,76	1,92	2,08
Deuda pública a 2 años	0,67	0,82	1,62	2,71	0,77	0,72	0,94	1,21	1,48	1,76
Deuda pública a 10 años	2,13	1,81	2,76	3,49	1,75	1,56	2,04	2,47	2,68	2,86
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,02	-0,26	-0,21	0,20	-0,26	-0,30	-0,30	-0,28	-0,25	-0,20
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	0,05	0,53	-0,02	-0,05	-0,06	-0,03	0,01	0,06
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,56	-0,24	0,38	-0,52	-0,64	-0,60	-0,43	-0,34	-0,19
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,11	0,76	1,79	0,12	-0,12	0,14	0,34	0,57	0,95
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,03	1,05	1,13	1,12	1,09	1,06	1,02	1,02
¥/€	134,33	119,55	113,01	116,69	121,91	114,26	115,00	113,67	111,99	113,04
£/€	0,73	0,82	0,88	0,87	0,79	0,85	0,89	0,90	0,89	0,88
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,61	45,24	59,32	65,79	47,35	47,49	50,41	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	40,78	57,63	62,86	41,94	42,57	46,21	53,25	57,21	59,31

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

Previsiones

COYUNTURA · Impacto limitado del repunte de la incertidumbre política

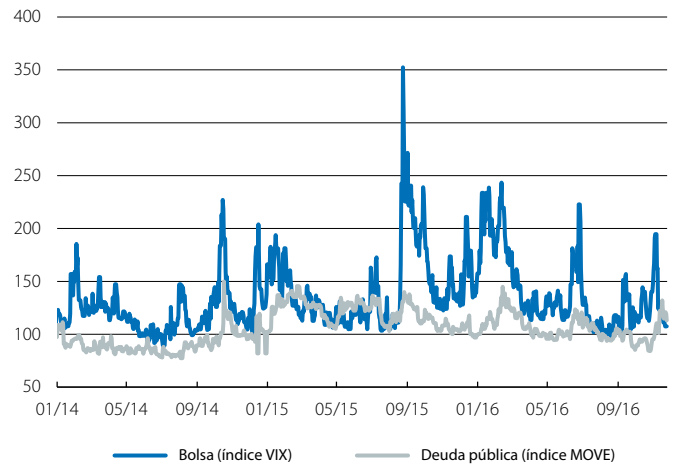
Los mercados globales lidian con relativo éxito el segundo *shock* de incertidumbre en lo que va de año. Los acontecimientos políticos han vuelto a sorprender a buena parte de la comunidad internacional. La victoria, contra pronóstico, de Donald Trump en las elecciones estadounidenses ha vuelto a poner encima de la mesa la creciente importancia del factor político como un eje de riesgo destacado. Como cabía esperar, la elección del candidato republicano ha desatado fluctuaciones de cierta envergadura en las principales clases de activos. Sin embargo, la dirección de algunos de estos movimientos también ha sido objeto de sorpresa *ex post*. El clima de elevada aversión al riesgo y volatilidad quedó atrás con rapidez; las bolsas lograron reponerse de las abultadas pérdidas, y las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo revirtieron las caídas iniciales. Esta dinámica de *risk-on*, caracterizada por el intenso repunte de los tipos libres de riesgo, el avance de las bolsas desarrolladas y la apreciación del dólar, se ha prolongado en las semanas posteriores al desenlace electoral. Sin embargo, la continuidad de esta pauta no está asegurada.

La incertidumbre poselectoral no se disipará y permanecerá elevada, en especial la relacionada con la política económica. Con la llegada de D. Trump a la Casa Blanca, se abren diversos interrogantes con los que deberán convivir los inversores a corto y medio plazo. Estos abarcan la práctica totalidad de las políticas públicas, desde inmigración, comercio, política exterior y regulación hasta política económica. Sin embargo, son las perspectivas relacionadas con esta última parcela las que se erigen como principal foco de atención de los mercados, al menos a corto plazo. A día de hoy, parece bastante probable que la Administración entrante lleve a cabo una política fiscal moderadamente expansiva, que implicará rebajas impositivas y un aumento del gasto en infraestructuras y en defensa. En este sentido, contemplamos que este impulso fiscal se traduzca en tasas de crecimiento del PIB y de la inflación en EE. UU. algo más elevadas que lo anteriormente previsto, tanto en 2017 como en 2018 (véase la Coyuntura de Economía Internacional de este mismo *Informe Mensual* para un mayor detalle). Con todo, la incertidumbre seguirá siendo elevada hasta que la nueva Administración no tome el mando y empiece a concretar las medidas.

Las expectativas en torno al cambio de rumbo de la política fiscal desatan intensos repuntes en las rentabilidades de los bonos soberanos. La flexión al alza de los tipos soberanos a largo plazo ha sido sustancial. En EE. UU., la rentabilidad del bono a 10 años ha aumentado 50 p. b. desde la celebración de los comicios electorales, hasta el 2,35%. En el caso del bono a 30 años, su rentabilidad ha repuntado 40 p. b., hasta el 3%. Aunque, en menor medida, la deuda soberana en Europa y en

Volatilidad implícita en los mercados financieros

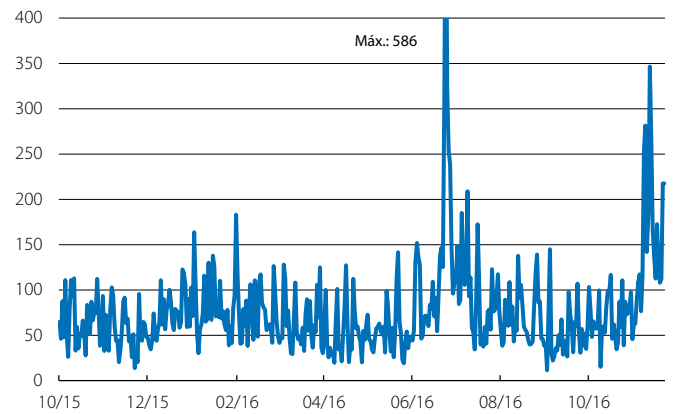
Índice (100 = enero 2007)



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

EE. UU.: índice de incertidumbre de la política económica *

Nivel



Nota: * Índice calculado a partir del número de veces que aparece la palabra incertidumbre o similar en un artículo de prensa.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, Bloom, Davis y Bloomberg.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública

(%)



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

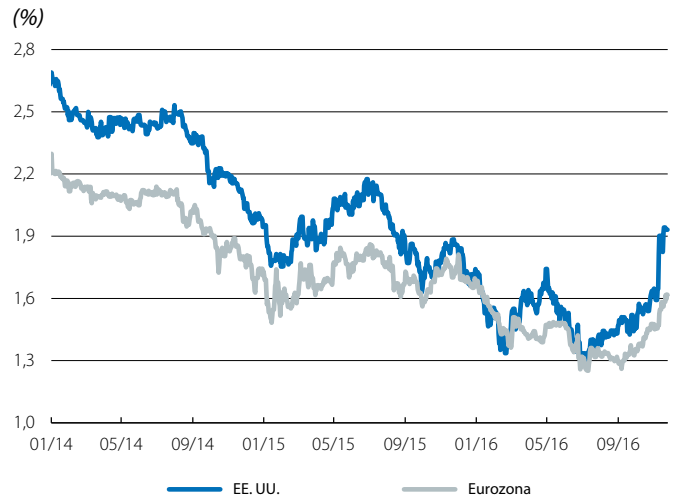
Japón no ha permanecido al margen de esta dinámica. La TIR del *bund* ha ascendido hasta el 0,25% y la del bono nipón a 10 años hasta el 0,05%. El reajuste de las *yields* soberanas obedece, en buena parte, al repunte de las expectativas de crecimiento e inflación fruto, a su vez, de las perspectivas de estímulos fiscales. De singular importancia es la corrección que han registrado las expectativas de inflación a largo plazo en EE. UU., cercana a los 30 p. b.

Diversos factores sugieren que el repunte de las *yields* será más permanente que transitorio. El viraje del *policy mix* del Gobierno Trump hacia políticas fiscales más expansivas y un aumento del riesgo de la toma de medidas proteccionistas dibuja un escenario de tipos de interés a largo plazo algo más elevado. Probablemente, todo ello incida en la normalización de la prima de riesgo de los *treasuries* de mayor vencimiento, que en los últimos tiempos se ha situado en niveles inusualmente bajos. A medio plazo, también será relevante la presión que la política fiscal expansiva pueda acabar ejerciendo sobre las finanzas públicas. Con una deuda pública que este año cerrará cerca del 110% del PIB, la preocupación de los inversores por su elevado nivel será cada vez mayor.

En este contexto, la Reserva Federal (Fed) no alterará los próximos pasos de su estrategia de normalización. Dada la gran incertidumbre reinante en el plano político, la Fed optará por aportar claridad a través de mensajes y actuaciones futuras. De cara a la reunión de diciembre, el escenario de CaixaBank Research contempla que el banco central subirá el tipo oficial hasta el 0,50%-0,75% al tiempo que reiterará la condicionalidad de futuras subidas a la evolución de los indicadores de actividad, precios y salarios. En este sentido, dado que para 2017 y 2018 se espera una moderada aceleración del crecimiento y de la inflación, el sesgo de la política monetaria también se contempla que sea menos acomodaticio. En esta misma línea se ha pronunciado el mercado monetario en EE. UU., que ahora descuenta una subida de tipos en 2017 y dos en 2018, frente a ninguna y una, respectivamente, antes de las elecciones estadounidenses.

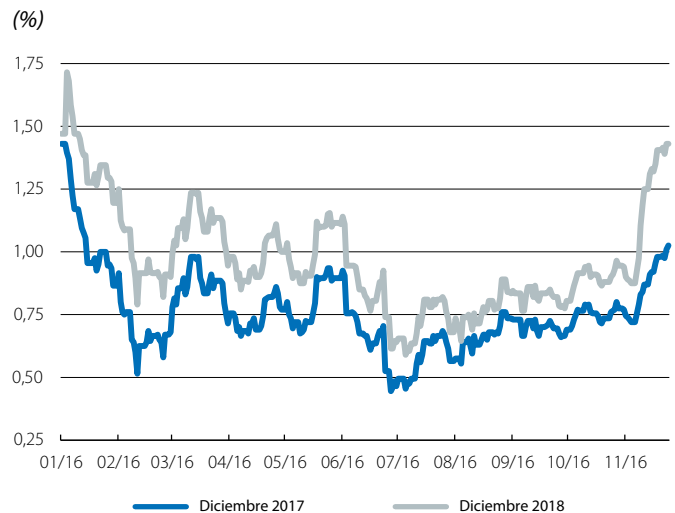
Expectación elevada ante los ajustes que anuncie el BCE en su programa de compra de activos (QE). Tras la reunión de octubre, en la que no se produjeron grandes novedades, todo apunta a que el Consejo de Gobierno (CG) del BCE dará a conocer modificaciones relevantes en torno al QE en diciembre. El foco de atención se centrará en la probable extensión del programa de compra de bonos más allá de marzo de 2017. También sobre eventuales referencias en relación con el inicio de la disminución de los estímulos monetarios (*tapering*). En las últimas semanas, las declaraciones de diversos miembros del CG, en ocasiones discordantes entre sí, no han contribuido a aportar certidumbre sobre las intenciones del BCE. Con todo, el tono de las actas de la reunión de octubre sugiere que Draghi será cauto y que pondrá el acento de su discurso en reforzar el compromiso del BCE para alcanzar su objetivo de inflación. Cautela que parece apropiada si se piensa en la incertidumbre política tanto a nivel mundial como europeo. Citas como el referéndum

EE. UU. y eurozona: expectativas de inflación*



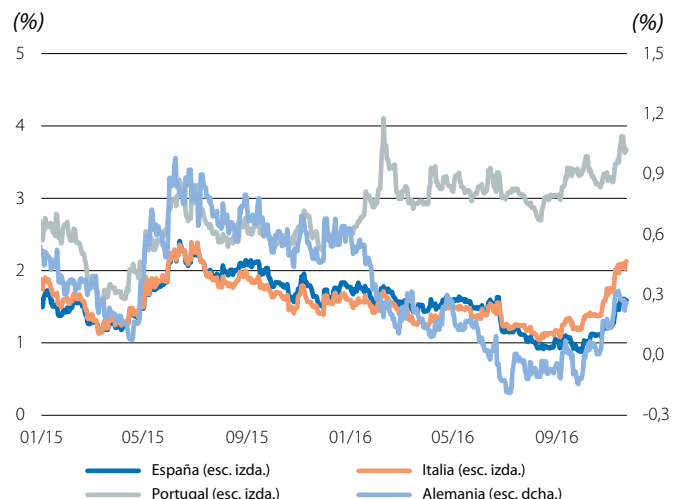
Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años. *Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: futuros del fed funds



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

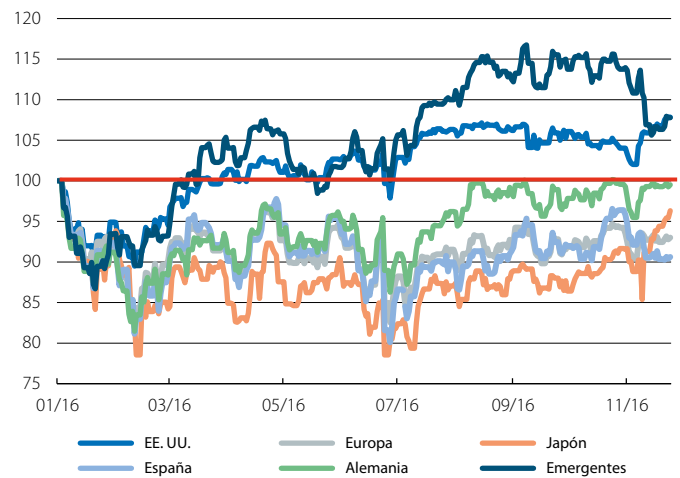
del 4 de diciembre en Italia y las elecciones generales en los Países Bajos, Francia y Alemania el próximo año auguran que el riesgo político no remitirá.

La renta variable aprovecha el repunte de la volatilidad en los mercados de bonos soberanos. Una de las consecuencias más visibles del resultado electoral en EE. UU. ha sido la rotación de flujos que se ha observado desde activos de renta fija hacia activos de renta variable del bloque avanzado. Una circunstancia un tanto paradójica si pensamos que la materialización de la victoria de Trump constituía, a ojos de la mayoría de inversores, un riesgo notable. Así, el S&P 500 se sitúa más de un 2% por encima del nivel previo a las elecciones, el Nikkei cerca de un 7% y el Eurostoxx un tímido 0,5%. Sin embargo, la prolongación de esta pauta positiva es incierta, dado que su continuidad es vulnerable a cambios en la percepción de los inversores sobre los factores que parecen sustentar la firmeza de la bolsa americana. La disección del *rally* poselectoral muestra que este viene explicado por el avance de aquellos sectores que más podrían beneficiarse, *a priori*, de las políticas del Gobierno de Trump, como el financiero, el energético, el industrial o el de infraestructuras. El empuje de las empresas estadounidenses con mayor orientación doméstica también es revelador. Más allá de los movimientos a corto plazo, la cuestión verdaderamente relevante es si las políticas que adopte la Administración Trump serán capaces de impulsar el crecimiento a largo plazo sin generar desequilibrios reseñables o si, por el contrario, sus efectos serán temporales.

El entorno financiero emergente se tambalea ante el nuevo escenario político de EE. UU. La combinación de medidas fiscales expansivas y de una política monetaria menos acomodaticia en EE. UU. no es propicia para el desempeño de los activos emergentes. Así, las bolsas y divisas del bloque emergente se han visto castigadas ante este cambio del *policy mix* en EE. UU., y se han producido intensas salidas de capitales de los mercados de acciones y de bonos emergentes, aunque de forma dispar entre países. La apreciación del dólar, que en términos efectivos nominales supera el 4% desde la victoria electoral de Trump, y la tendencia al alza de las *yields* de la deuda pública estadounidense incrementan los riesgos para la estabilidad financiera de algunos países. No obstante, el conjunto del conglomerado emergente afronta este entorno menos favorable con mayores fortalezas que en anteriores episodios de inestabilidad. Por ejemplo, la vulnerabilidad macroeconómica es hoy sustancialmente menor a tenor de la reducción de desequilibrios internos que muchos países han llevado a cabo (véase el artículo del Dossier del presente *Informe Mensual* «Perspectivas de los mercados emergentes en 2017» para un mayor análisis sobre las fortalezas y debilidades del cuadro macroeconómico y financiero de los países emergentes). Por último, un factor de soporte adicional podría venir de la mano del alza de los precios del petróleo. El acuerdo alcanzado por los miembros de la OPEP para reducir la producción de crudo debería contribuir en esta dirección. Sin embargo, será clave que este se implemente de manera creíble y coordinada para que la cotización del petróleo muestre un tono más firme.

Principales bolsas internacionales

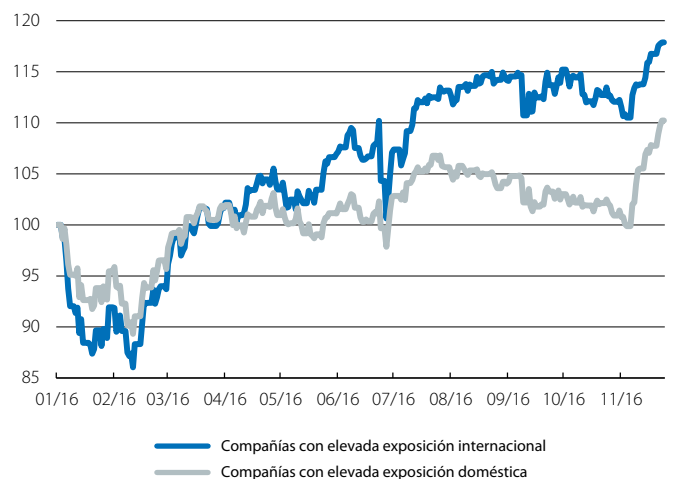
Índice (100 = enero 2016)



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

S&P 500: evolución bursátil según tipología

Índice (100 = enero 2016)

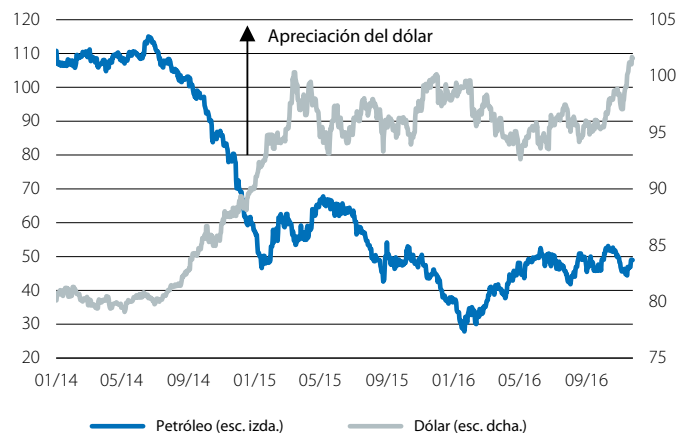


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Índice de valor del dólar y petróleo Brent *

(Dólares por barril)

Índice



Nota: * Índice valor del dólar: tipo de cambio efectivo nominal del dólar frente a una cesta de las divisas de los 10 principales socios comerciales de EE. UU.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · La reforma del mercado de fondos monetarios en EE. UU.

El pasado 14 de octubre entró en vigor la última reforma del mercado de fondos monetarios de EE. UU. (MFM, en adelante), la más ambiciosa de las últimas décadas. Una muestra de la importancia de los cambios que conlleva el nuevo marco regulatorio es el considerable aumento de los costes de financiación privados a corto plazo, tanto corporativos como del sector financiero. Desde enero de 2016, el líbor en dólares a tres meses y la rentabilidad del papel comercial al mismo plazo han repuntado 30 p. b., hasta 0,94% y 0,88%, respectivamente.

Antes de describir la reforma del marco regulador del MFM y valorar su impacto, es preciso repasar brevemente el funcionamiento de dicho mercado y mostrar la importancia que ha adquirido para la buena marcha del sector financiero estadounidense.

Los fondos del mercado monetario (FMM, en adelante) son vehículos de inversión que invierten en activos de renta fija a corto plazo, que tienen un elevado nivel de liquidez y un *rating* alto. Activos que cumplen con estos requisitos son, por ejemplo, las letras del Tesoro, algunos títulos de deuda corporativa, los certificados de depósitos o los repos. El tamaño que ostenta el MFM es considerable: 2,9 billones de dólares en septiembre de 2016, lo que representa cerca del 16% del PIB de EE. UU. En cuanto a su tipología, pueden diferenciarse dos grandes categorías: los fondos gubernamentales, que invierten en títulos de deuda pública y de agencias, y los fondos *prime*, que lo hacen principalmente en instrumentos de deuda emitidos por empresas y entidades financieras. A su vez, ambas categorías se clasifican en función de la tipología del inversor: institucional o minorista (*retail*, en inglés).

La función de los FMM es, a grandes rasgos, doble. Por un lado, ofrecen un producto de ahorro con un nivel de liquidez y seguridad similar a los depósitos bancarios, pero con una rentabilidad ligeramente superior. De hecho, los FMM fijan un valor liquidativo (VL) estable, normalmente de un dólar por participación, aun cuando su valor de mercado sea inferior. Además, ofrecen la posibilidad de reembolso inmediato del capital. Por otro lado, estos fondos de inversión se han convertido en una fuente muy importante de liquidez para los mercados monetarios. Según estimaciones del FMI, los FMM *prime* cubren el 35% de las necesidades de financiación a corto plazo de la banca en EE. UU.

Al mismo tiempo que la importancia de estos fondos como proveedores de financiación ha ido aumentando, también se ha incrementado el temor a que se conviertan en una fuente potencial de inestabilidad financiera. En este sentido, uno de los escenarios que más preocupan al regulador del mercado de valores estadounidense, la SEC, es que se produzca algún *shock* que alimente un aumento súbito y generalizado de las peticiones de reembolso de los FMM, ya que ello tendría graves consecuencias para la

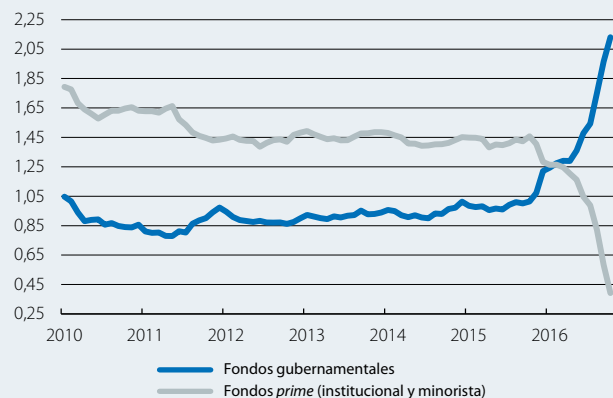
estabilidad del sistema financiero en general y, en última instancia, para el conjunto de la economía.

Este es, precisamente, el escenario que se persigue evitar con la última reforma del marco regulador del MFM. Bajo los nuevos requisitos regulatorios, los FMM *prime* del segmento institucional deben abandonar el sistema de VL fijo y adoptar uno variable que refleje la valoración de mercado de los activos que componen el fondo. Adicionalmente, los fondos *prime* (tanto institucionales como minoristas) podrán establecer comisiones de reembolso de hasta el 2% y suspender temporalmente los reembolsos durante periodos de estrés financiero. Los FMM gubernamentales quedan al margen de las nuevas disposiciones del regulador.

El impacto de la reforma del MFM en el mercado monetario estadounidense ha sido tan sigiloso como intenso. Con el fin de evitar las fluctuaciones de los VL y las potenciales comisiones y limitaciones sobre los reembolsos, se ha producido un éxodo de más de 1 billón de dólares desde fondos *prime* hacia fondos gubernamentales. Ello ha supuesto, *de facto*, una reducción muy notable de la demanda de activos de renta fija corporativos y financieros. Como consecuencia, los costes de financiación bancarios y corporativos a corto plazo han flexionado al alza de manera decidida en los últimos meses. Si bien el reajuste de flujos entre fondos monetarios puede darse por finalizado, es improbable que dichos costes regresen a los niveles de hace unos meses, dado el carácter estructural de los cambios del marco regulatorio. A corto plazo, el endurecimiento de las condiciones financieras derivado de este proceso puede originar tensiones de corto alcance en algunos bancos o empresas con mayor dependencia de los MFM. Sin embargo, ello no debe deslucir el avance que supone la adopción de estas medidas, en tanto que refuerzan la transparencia de los FMM y ayudan a mitigar el riesgo sistémico.

EE. UU.: activos de los fondos del mercado monetario por tipología

(Billones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

FOCUS · La volatilidad del precio del petróleo seguirá siendo elevada

La fuerte caída del precio del crudo a finales de 2014 representó una muy buena noticia para los hogares y para la mayoría de empresas de los principales países desarrollados. Sin embargo, a pesar de que el precio del oro negro se ha mantenido en cotas relativamente bajas, se ha producido un fuerte aumento de la volatilidad, que ha alcanzado cotas no vistas desde el estallido de la Gran Recesión. Un breve repaso de los factores que hay detrás de este repunte de la volatilidad apuntan a que, como mínimo, a corto plazo, este patrón tendrá continuidad.

Una primera fuente de incertidumbre y, por tanto, de aumento de la volatilidad, procede de la demanda de petróleo. Específicamente, en los últimos años se ha producido un aumento de las dudas sobre las previsiones de crecimiento a medio plazo debido, sobre todo, a dos factores: un aumento de la incertidumbre sobre el crecimiento potencial de la actividad económica en los países desarrollados y, al mismo tiempo, una mayor incertidumbre sobre la intensidad del crecimiento en consumo de petróleo. Este segundo factor se ha acentuado en los últimos años, con la emergencia de las nuevas tecnologías y el cambio de modelo productivo en China, que promueve el desarrollo del sector servicios en detrimento del industrial.

Aunque los factores de demanda son importantes, y a pesar de que algunos de ellos se han intensificado en los últimos años, difícilmente pueden explicar el cambio súbito que se ha producido en la volatilidad del precio del petróleo desde 2014. Por tanto, la respuesta a este cambio de patrón hay que buscarla en los factores de oferta. En este campo, el factor que sobresale es la emergencia del *shale*, un cambio de tecnología productiva disruptivo y que evoluciona a gran velocidad, por lo que está costando asentar la valoración de los agentes económicos al respecto. Como se ha puesto de manifiesto desde 2014, el recorrido que tiene es mucho mayor de lo que se esperaba. Ello ha abierto dos interrogantes que todavía no han encontrado respuesta: ¿a qué precio es rentable el *shale*? y ¿cuál será la estrategia de los países de la OPEP ante esta nueva amenaza?

Respecto a la primera pregunta, aunque todavía no hay una respuesta concreta, en los últimos años se ha observado que la resistencia de los productores de *shale* a los bajos precios del petróleo es mayor de lo que se esperaba. Aunque la mayoría de pozos se considera que no son rentables con precios inferiores a los 65-70 dólares, hay varios productores que están obteniendo beneficios con los precios actuales y, de hecho, la inversión ya está empezando a remontar. Esta evolución es consistente con análisis recientes que sugieren un umbral de rentabilidad en la zona de los 60 dólares. Todas estas incógnitas alimentan, con seguridad, el aumento de la volatilidad.

La respuesta a la segunda pregunta está, en gran medida, condicionada por la incertidumbre que rodea al precio que hace a los productores de *shale* rentables. La fuerte caída

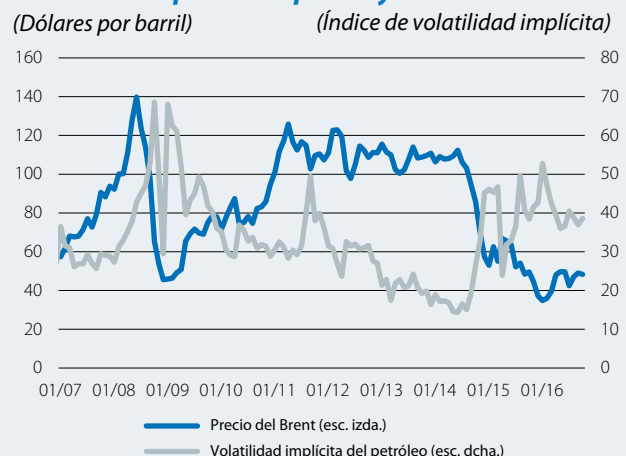
del precio del petróleo se produjo, en parte, porque Arabia Saudí decidió dejar de actuar como *swing producer*, el productor que ajustaba su producción para mantener el precio estable. El aumento de la oferta que se produjo es lo que causó el fuerte ajuste en los precios, hito que tenía que servir para expulsar del mercado a los productores de *shale*.

Sin embargo, tras varios trimestres con el precio del petróleo bajo, ahora son los propios países de la OPEP a los que les urge que el precio aumente, ya que sus finanzas públicas se han deteriorado sustancialmente. Estas tensiones contrapuestas, la voluntad de expulsar a los productores de *shale*, sin saber a qué precio se les puede expulsar, y la presión que un precio bajo ejerce sobre sus propias finanzas públicas, es lo que ha mantenido la volatilidad del precio del petróleo especialmente elevada durante los últimos trimestres.

Es por ello que el acuerdo que los países de la OPEP alcanzaron el 30 de noviembre en Viena es tan importante. Después de mucho tiempo, se empieza a cerrar una parte de las incógnitas. En el acuerdo se establece que los miembros del cartel se comprometen a reducir su producción en 1,2 millones de barriles al día, hasta un total de alrededor de 32,5 millones. Por tanto, parece que tras unos trimestres de tensiones entre los distintos países que conforman el cartel, finalmente todos han convenido que un precio ligeramente por encima del actual, aunque no muy alejado, es el que más les conviene.

De todas formas, dado que la economía de la mayoría de países que conforman la OPEP se encuentra en una posición bastante débil y que, por tanto, todos tienen incentivos a incumplir el acuerdo y aumentar su producción, la incertidumbre sobre la viabilidad del mismo se mantendrá elevada hasta que no se pueda verificar su cumplimiento. Para ello cabrá esperar a la publicación de las cifras de producción a lo largo de 2017. La volatilidad, por tanto, sigue estando asegurada un tiempo más.

Mercado del petróleo: precio y volatilidad



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-nov	31-oct	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	-0,31	-0,31	0	-18,3	-20,0
Euríbor 12 meses	-0,08	-0,07	-1	-14,0	-12,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,80	-0,69	-11	-42,2	-42,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,73	-0,62	-11	-38,5	-31,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,28	0,16	12	-34,9	-19,3
Deuda pública a 10 años (España)	1,55	1,20	35	-22,1	2,9
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	127	104	23	12,8	22,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	0,93	0,88	5	31,7	51,4
Líbor 12 meses	1,64	1,58	6	46,2	65,9
Deuda pública a 1 año	0,77	0,64	13	17,3	29,1
Deuda pública a 2 años	1,11	0,84	27	6,2	18,0
Deuda pública a 10 años	2,38	1,83	55	11,1	17,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2016 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	80	73	7	2,3	9,7
Itraxx Financiero Sénior	107	97	10	30,4	39,2
Itraxx Financiero Subordinado	245	223	22	89,1	102,6

Tipos de cambio

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,059	1,098	-3,6	-2,5	0,2
¥/€	121,190	115,100	5,3	-7,2	-6,8
£/€	0,847	0,897	-5,6	14,9	20,7
¥/\$	114,460	104,820	9,2	-4,8	-7,0

Materias primas

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	421,0	403,6	4,3	12,3	9,6
Brent (\$/barril)	49,9	46,7	6,8	39,5	16,4
Oro (\$/onza)	1.173,3	1.277,3	-8,1	10,5	10,2

Renta variable

	30-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2016 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.199	2.126	3,4	7,6	5,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.052	3.055	-0,1	-6,6	-13,0
Ibex 35 (España)	8.688	9.143	-5,0	-9,0	-16,4
Nikkei 225 (Japón)	18.308	17.425	5,1	-3,8	-7,3
MSCI emergentes	863	905	-4,7	8,6	6,0
Nasdaq (EE. UU.)	5.324	5.189	2,6	6,3	4,2

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

COYUNTURA · La expansión continúa, pero aumenta la incertidumbre tras la victoria de Donald Trump

El crecimiento global continúa avanzando a buen ritmo tras los buenos registros del 3T. En los países avanzados, los datos de crecimiento del 3T han sido positivos y algo por encima de lo esperado, y en los emergentes se confirma la aceleración, en consonancia con nuestras previsiones. Así, la economía mundial va camino de crecer un 3,1% en 2016, un registro muy similar al 3,2% de 2015, y en 2017 se acelerará notablemente, con un crecimiento previsto del 3,5%.

De todas formas, la incertidumbre que rodea al escenario macroeconómico ha aumentado tras la victoria de D. Trump y se mantendrá elevada, como mínimo, hasta que se visualice la orientación de la nueva administración estadounidense. A corto plazo, este *impasse* puede generar un repunte más pronunciado de los tipos de interés a largo plazo o inestabilidad financiera en algún país emergente clave. La caída de las entradas de capital hacia los países emergentes tras la victoria de D. Trump a niveles no vistos desde el *taper tantrum* de 2013 y la depreciación de las monedas de dichos países, especialmente el peso mexicano y la lira turca, ejemplifican este temor. De todas formas, todo apunta a que la agenda que aplicará el nuevo presidente de los EE. UU. será pragmática, toda vez que necesita el apoyo del ala moderada del partido republicano en el Congreso para sacar adelante las medidas. En este sentido, lo que parece más probable es que se lleve a cabo una política fiscal solo moderadamente más expansiva, ya que gran parte del Partido Republicano no permitirá que la deuda pública aumente mucho más (en 2016 cerrará muy cerca del 110% del PIB), y que se apliquen medidas proteccionistas puntuales como, por ejemplo, medidas *antidumping* a países y productos concretos.

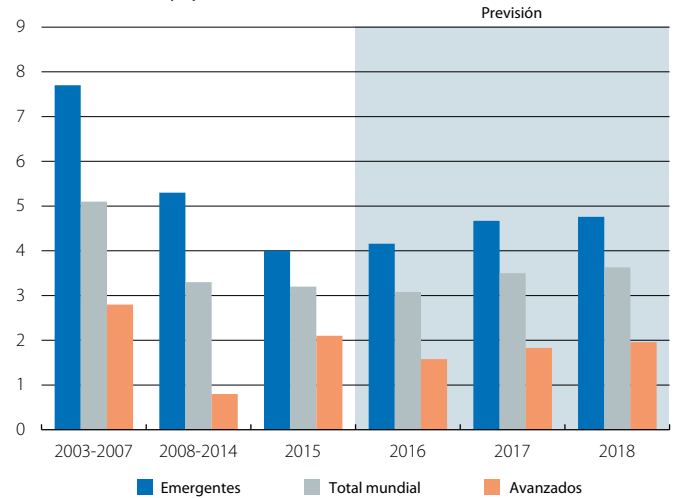
ESTADOS UNIDOS

Revisión al alza del PIB en 2017 y 2018. El nuevo escenario contempla un impulso fiscal de aproximadamente 1 p. p. entre 2017 y 2018, y prevé un impacto en crecimiento e inflación moderado. Se espera que la incertidumbre se disipe de forma relativamente rápida y que no acabe afectando al cuadro macroeconómico de forma sustancial. Así, según las nuevas previsiones de CaixaBank Research, en 2017 el crecimiento se situará en el 2,3% (antes, 2,1%) y en 2018, en el 2,4% (antes, 2,0%). Esta revisión al alza es la consecuencia de una política fiscal algo más expansiva que la prevista bajo el escenario de una victoria de H. Clinton, y contempla bajadas de impuestos a las rentas más altas y a las empresas junto con un mayor gasto en infraestructuras. Por otra parte, en este escenario, la inflación también se acelerará algo más rápido de lo previsto anteriormente y alcanzará el 2,3% en 2017 y el 2,4% en 2018, lo que supone una revisión de +1 y +2 décimas, respectivamente.

El nuevo cuadro macroeconómico refuerza las previsiones de subidas de tipos de la Fed. La recuperación paulatina de la

PIB mundial

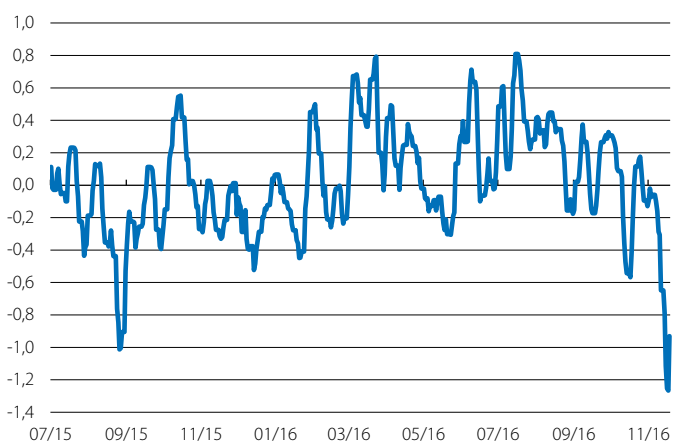
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

Entradas diarias netas de capital en cartera en emergentes* (deuda y acciones)

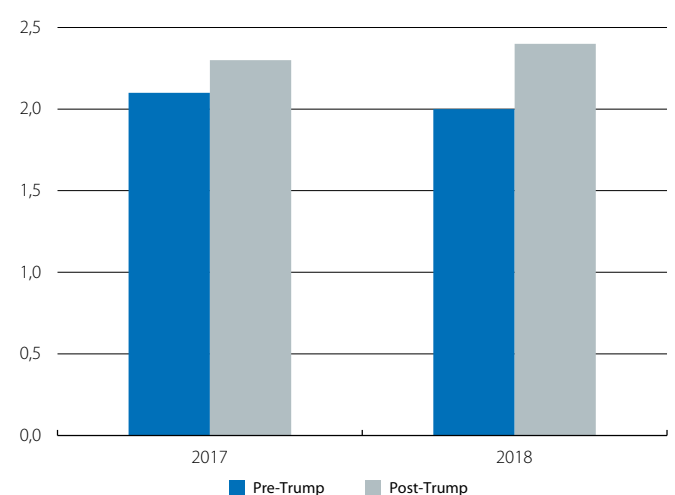
Media móvil de siete días (miles de millones de dólares)



Nota: * Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

EE. UU.: previsiones de crecimiento del PIB

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

inflación hacia cotas más cercanas al 2% y la mejora de las perspectivas de crecimiento despejan las dudas sobre la futura actuación de la Fed. El mantenimiento del tono positivo del mercado laboral y los buenos datos de actividad también refuerzan este escenario. Así, en octubre, se crearon 161.000 puestos de trabajo, lo que sitúa el promedio mensual en lo que va de año en un vigoroso 181.000. Por su parte, el índice de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas alcanzó los 51,9 puntos, con lo que consolida el fuerte repunte registrado en septiembre. Asimismo, el indicador ISM de servicios se mantuvo en niveles elevados (54,8 puntos). Estos boyantes datos de actividad, junto con el buen dato del PIB del 3T, avalan la precisión de un crecimiento del 1,6% en 2016.

Los inversores reajustan sus expectativas sobre la velocidad a la que la Fed subirá los tipos de interés. La victoria de D. Trump y los buenos datos de actividad han hecho que el mercado incremente el ritmo esperado de subidas del tipo oficial: de ninguna subida a una en 2017 (0,75%-1%) y de una a dos en 2018 (1,25%-1,5%). De este modo, el precio de los activos financieros estadounidenses, especialmente la deuda pública a largo plazo, refleja un escenario de tipos más similar al de CaixaBank Research, que se mantiene sin cambios: segunda subida en diciembre de 2016, tres subidas adicionales en 2017 (1,25%-1,5%) y tres más en 2018 (2%-2,25%).

JAPÓN

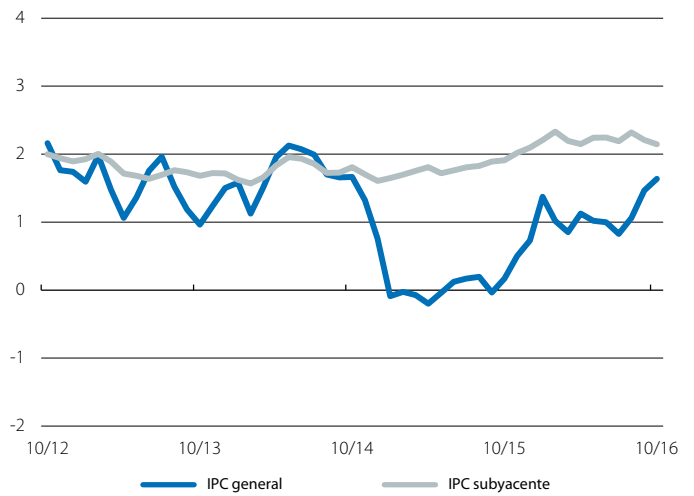
Sorpresa al alza del PIB del 3T, que avanzó muy por encima de lo previsto tanto por CaixaBank Research como por el consenso de analistas. Así, en términos intertrimestrales, creció un significativo 0,5%, y en términos interanuales avanzó un 0,8%. Esta grata sorpresa viene matizada por el hecho de que la composición del PIB no ha sido halagüeña: la aceleración se debió a la sólida contribución de la demanda externa, pero ello contrastó con el tenue avance del consumo privado y el tono modesto de la inversión en equipo. Las previsiones de CaixaBank Research se revisan ligeramente al alza, tanto en 2016 (del 0,6% al 0,7%) como en 2017 (del 1,0% al 1,1%), tras el buen dato del 3T, pero el escenario central, a medio plazo, se mantiene sin cambios. Por otra parte, sigue la atonía en la inflación de Japón, lo que complica la consecución del objetivo de la autoridad monetaria de una inflación del 2%. Así, el IPC general avanzó en octubre un 0,1% y el IPC de referencia del Banco de Japón (sin alimentos frescos) descendió por octavo mes consecutivo (-0,4% interanual).

EMERGENTES

Desasosiego en México por el triunfo de D. Trump. La victoria de Trump representa un *shock* de incertidumbre a corto plazo y potenciales efectos moderados a medio plazo, lo que justifica una revisión del escenario de referencia de CaixaBank Research. Así, pese a que no se espera una revisión extrema del NAFTA o de las relaciones migratorias entre EE. UU. y México, sí que es muy probable que sus relaciones políticas queden dañadas (la probabilidad de turbulencias financieras, en especial sobre el tipo de cambio, es elevada y la fuerte depreciación del peso tras la victoria de Trump ejemplifica este riesgo). Por tanto, hacemos un moderado ajuste a la baja en las previsiones de creci-

EE. UU.: IPC

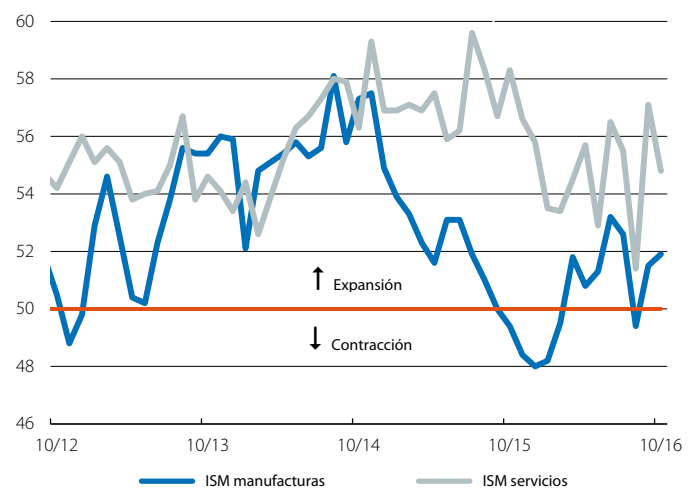
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: indicadores de actividad

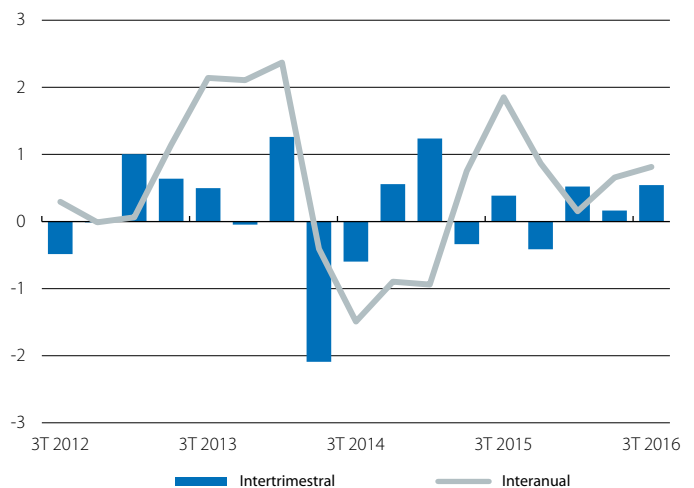
Nivel



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

Japón: PIB

Variación intertrimestral e interanual (%)



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

miento de -0,1 p. p. en 2016 (del 2,2% al 2,1%) y de -0,5 p. p. en 2017 y 2018 (del 2,5% al 2,0% en 2017 y del 3,0% al 2,5% en 2018). Asimismo, prevemos que el Banco de México sea más agresivo en las subidas de tipos previstas para mantener la inflación controlada.

Buenos datos de actividad para el conjunto de países emergentes. El crecimiento previsto para el resto de países emergentes se mantiene sin cambios, ya que los indicadores de actividad siguen mostrando una aceleración del ritmo de avance de acuerdo con lo que contempla el escenario de CaixaBank Research. En este sentido, destaca el índice agregado de crecimiento económico elaborado por el IIF, que apunta a que el ritmo de avance se sitúa alrededor del 4,5%, claramente por encima del 3,5% que se registró a principios de año.

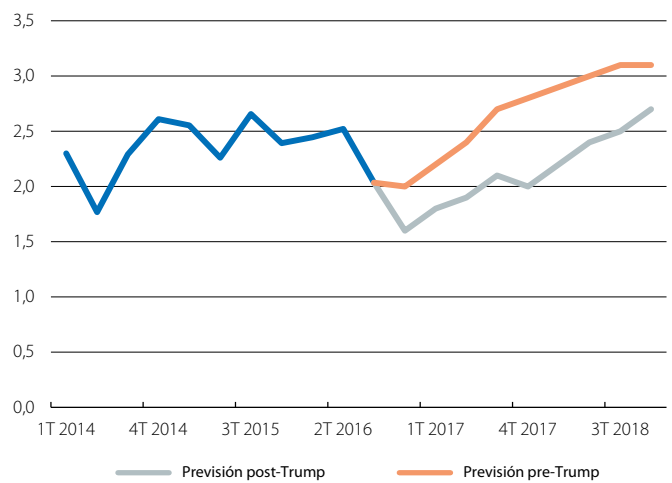
En China, la economía se estabiliza pero persisten las dudas sobre la voluntad reformista. Los datos de actividad de octubre confirman la estabilización de la economía china. El sector exterior fue el único elemento que continuó mostrando síntomas de debilidad (véase el Focus «Ralentización del comercio mundial e inversión» en este mismo *Informe Mensual*). Más allá de esta perspectiva a corto plazo, los focos de riesgo se mantienen elevados. En particular, la sorpresiva destitución este mes de noviembre del ministro de Finanzas y adalid de las reformas estructurales, Lou Jiwei, parece indicar que el Ejecutivo chino prioriza el crecimiento a corto plazo por delante de las reformas. Esta señal es especialmente preocupante ya que, en los últimos años, el crecimiento del gigante asiático ha ido de la mano de una creciente deuda corporativa, que se sitúa en niveles difícilmente sostenibles, y en fuertes presiones sobre el sector inmobiliario. Estos elementos ejemplifican la necesidad de que se lleven a cabo reformas estructurales profundas para que el crecimiento sea equilibrado y sostenido a largo plazo.

Brasil, la India y Rusia, tres países que encarnan distintos dilemas emergentes. En Brasil, el PIB sufrió un retroceso apreciable en el 3T, con una caída del -2,9% (-3,6% en el segundo semestre), afectado por la fuerte caída de la inversión. Este dato confirma que la salida de la recesión sigue siendo complicada. La economía india, por su parte, avanzó un notable 7,3% (7,1% en el trimestre anterior) gracias al dinamismo del consumo, que compensó la caída de la inversión. Finalmente, en Rusia se empieza a atisbar el final de la debilidad económica: en el 3T 2016, el PIB cayó un 0,4% interanual (-0,6% en el 2T). Esta cifra es algo mejor que lo previsto y confirma que se progresa lentamente en la salida de la recesión. Las perspectivas para 2017 son alentadoras ya que se espera un retorno al crecimiento positivo (1,3% para el cómputo anual).

Materias primas: sin cambios en el escenario del petróleo tras el acuerdo de la OPEP. En respuesta al acuerdo del 30 de noviembre que limita la producción diaria de crudo a 32,5 millones de barriles, el precio del petróleo de calidad Brent se disparó más de un 8% y alcanzó los 50 dólares por barril. En los próximos meses, se espera que continúe una gradual senda alcista, aunque también que la volatilidad siga siendo elevada (véase el Focus «La volatilidad del precio del petróleo seguirá siendo elevada» en el presente *Informe Mensual*).

México: PIB

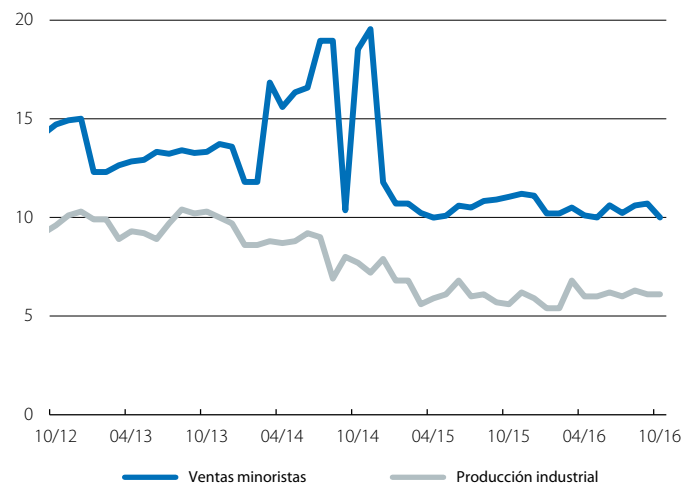
Variación interanual (%)



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

China: indicadores de actividad

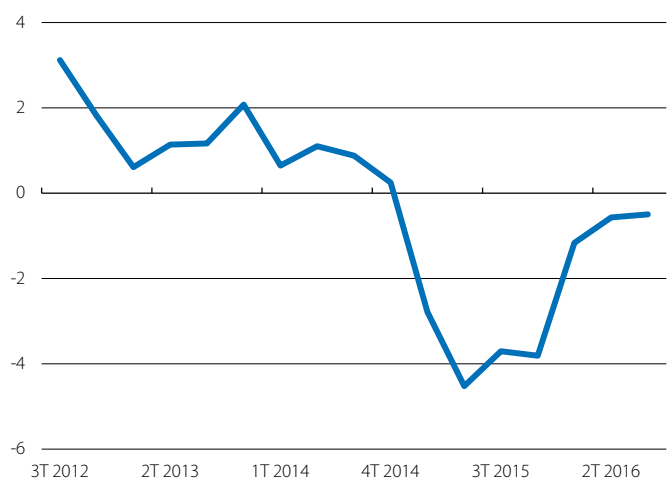
Variación interanual (%)



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

Rusia: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos del Servicio Federal de Estadísticas.

FOCUS · Ralentización del comercio mundial e inversión

La débil evolución del comercio a nivel mundial es uno de los principales focos de preocupación, especialmente en los países desarrollados. El comercio creció a un ritmo muy superior al del PIB durante los años anteriores a la crisis. Sin embargo, tras los vaivenes que se produjeron durante la fase álgida de la recesión, el rumbo que está tomando el comercio global es muy poco dinámico. Muchos países desarrollados observan con temor este nuevo patrón ya que, ante una demanda interna que no acaba de despejar, miraban hacia el exterior como una posible fuente de crecimiento. El debate está servido: este cambio de tendencia que se observa en el comercio global, ¿se mantendrá en los próximos años o es temporal?

Como se trata de un fenómeno relativamente nuevo, el debate entre los economistas sobre los factores que pueden estar cambiando el patrón del comercio a nivel mundial está todavía abierto, pero hay cierto consenso en que es debido a la confluencia de varios elementos, entre los que destacan un aumento del proteccionismo y una ralentización en la formación de cadenas de valor globales.

Otro elemento que parece muy importante para entender la evolución reciente del comercio es la pobre evolución que ha tenido la inversión durante los últimos años, de forma relativamente generalizada en los países desarrollados, pero también en algún país emergente.¹ En concreto, distintos estudios atribuyen en torno a un 50% de la desaceleración del comercio mundial al menor crecimiento de la inversión.²

En los países desarrollados, la pobre evolución de la inversión durante los últimos años se debe a varios factores, como el elevado apalancamiento que presentaba el sector corporativo y la menor capacidad crediticia del sector financiero al inicio de la recesión, y el repunte de la incertidumbre por los distintos *shocks* que se han ido produciendo. De todas formas, en mayor o menor medida, en función del país, estos elementos han perdido fuerza en los últimos años y, sin embargo, la inversión no ha despegado. Es por ello que varios estudios apuntan a que, además de estos factores temporales, la menor pujanza de la inversión también se debe al impacto que están teniendo las nuevas tecnologías. Por ejemplo, los sectores más ligados con las nuevas tecnologías, que son los que más crecen, invierten mucho menos que los sectores industriales

1. La inversión es uno de los componentes del PIB con una intensidad importadora más elevada. Por ejemplo, para el promedio de países de la OCDE, por cada euro de inversión gastada, 32 céntimos corresponden a consumos intermedios importados.

2. Diferentes estudios apuntan a que la debilidad de la inversión podría explicar entre un 40% y un 75% de la ralentización del comercio mundial. Véase por ejemplo, IMF, «Global Trade: What's Behind the Slowdown», WEO, octubre de 2016, capítulo 2; OECD «Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?», Economic Policy Paper, septiembre de 2016, no. 18.

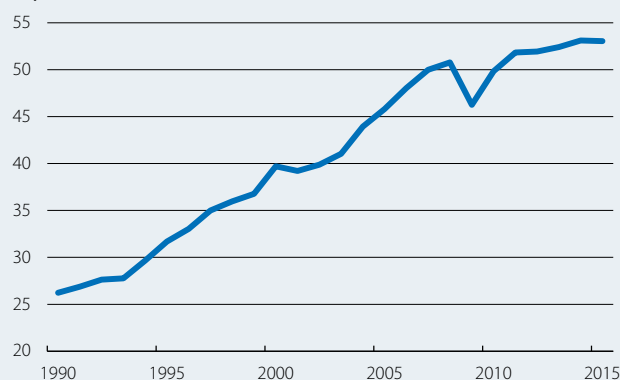
clásicos.³ Así, aunque se espera que la inversión gane dinamismo a corto plazo a medida que los factores temporales antes mencionados sigan perdiendo fuerza, también se han ajustado a la baja las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Respecto a los países emergentes, el cambio de patrón de la inversión se observa, sobre todo, en China. El gigante asiático está llevando a cabo un profundo cambio de su modelo productivo, alejándose del patrón inversor-exportador y fomentando el consumo de los hogares y el sector servicios. El impacto en el comercio global de este cambio no es menor, ya que el país asiático ha sido uno de los artifices de los crecientes flujos comerciales (tanto en materias primas como en manufacturas). El dinamismo de la inversión china, centrada en infraestructuras, comportó que el país se erigiera en la década de los 2000 como el principal demandante de la mayoría de metales básicos consumiendo, en muchos casos, cerca del 50% de la producción mundial. Sin embargo, la ralentización de la tendencia inversora del gigante asiático ha comportado un freno de la demanda de materias primas y, en consecuencia, de los flujos comerciales globales. Aunque se trata de un factor menos relevante que el del débil dinamismo inversor en los países desarrollados, su carácter estructural tendrá implicaciones duraderas sobre el comercio.

En definitiva, la debilidad del componente inversor ha sido un elemento clave detrás de la ralentización de los flujos comerciales globales. Dos conclusiones se derivan de este análisis. A corto plazo, la recuperación de la inversión en los países desarrollados volverá a apoyar los flujos comerciales a nivel mundial. Sin embargo, a medio plazo, el cambio de modelo productivo de China y el creciente protagonismo de las nuevas tecnologías limitarán el recorrido al alza.

Comercio internacional

Importaciones (% del PIB)



Nota: Importaciones de bienes y servicios y PIB agregados a partir del tipo de cambio y en términos constantes (en dólares de 1980).

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

3. Para una discusión más detallada del impacto de las nuevas tecnologías en la inversión, véanse los artículos del Dossier «La economía digital», publicado en el IM07/2015.

FOCUS · Deuda de las petroleras emergentes: llueve sobre mojado

Desde 2006, la deuda global pública y privada no financiera ha crecido un 35%. Se trata de una evolución ampliamente publicitada. Quizás no es tan conocido el hecho de que las empresas de los países emergentes han tenido una responsabilidad importante en la acumulación de esta deuda: un 40% de este aumento se ha debido a ellas. En este contexto, un sector que suscita preocupación es el de las empresas petroleras de los países emergentes. Son empresas que no solo han aprovechado las laxas condiciones financieras internacionales, como han hecho otras muchas empresas en los países emergentes, sino que además están en un sector que ha sufrido un *shock* de precios de enorme calado. Si a estos dos factores se le añade que, en muchas ocasiones, se trata de empresas públicas, la importancia de tener bien afinado el diagnóstico de su situación aumenta.

Aunque calibrar a fondo la solvencia de una empresa requiere de un análisis pormenorizado de su balance, es posible realizar una primera aproximación mediante tres indicadores fundamentales. Así, una empresa estará en una situación holgada de endeudamiento si afronta sin problemas los costes financieros de su deuda con los beneficios operativos; si el endeudamiento no es excesivo respecto a los recursos propios, y si su volumen de deuda no es muy elevado en comparación con sus beneficios.¹

Pues bien, si analizamos las principales petroleras que cotizan en bolsa, la situación de solvencia promedio de las petroleras de los países emergentes es inferior a la de sus equivalentes avanzadas, ya que, como se puede apreciar en la tabla siguiente, presentan peores cifras en los tres indicadores mencionados.² En esta tesitura, cabe preguntarse si estos peores indicadores de las petroleras emergentes llegan al extremo de apuntar a riesgos de solvencia relativamente elevados.

Una primera respuesta al interrogante la proporciona la situación de calificación crediticia que determinan las agencias de *rating*. De las 14 empresas analizadas, siete de ellas están por debajo del «grado de inversión». Sin embargo, dado que la relación entre el *rating* del país y sus empresas no es totalmente independiente, a veces la calificación crediticia intrínseca de una empresa podría ser algo diferente. A fin de ajustar el análisis, se puede establecer una correspondencia entre los niveles actuales de endeudamiento y los de calificación crediticia. Convencionalmente, se considera que una empresa está claramente por debajo del «grado de inversión» cuando la ratio *interest coverage* es inferior a 2 o cuando la ratio deuda sobre EBITDA es superior a 7. En alguna de estas dos situaciones

1. Estas tres medidas se concretan en el cálculo de tres ratios, el *interest coverage ratio* (ICR, por sus siglas en inglés), que se calcula como el cociente de los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) y los gastos en intereses; el cociente entre la deuda y el capital, y, finalmente, el cociente entre la deuda y los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA).

2. Media ponderada por el volumen de deuda de cada empresa respecto a la deuda total de su grupo de referencia (emergentes o avanzadas).

tan exigentes están cuatro de las 14 empresas emergentes analizadas, dos de ellas calificadas por debajo del «grado de inversión», pero las otras dos, no.

Aunque parece una proporción baja, más preocupante es el diagnóstico cuando se tiene en cuenta que estas empresas acumulan un 60% de la deuda total del grupo de petroleras emergentes. Asimismo, cabe señalar que, si eventualmente se diese la necesidad de llevar a cabo una recapitalización con fondos públicos, se tendría que tener en cuenta que el impacto potencial en las finanzas públicas podría no ser menor, ya que la deuda de las cuatro empresas de solvencia más justa que se han mencionado representan montantes que van del 1% al 7% del PIB de sus respectivos países.

Un segundo análisis que se puede realizar para valorar la situación financiera de las empresas es aplicar un ejercicio de *stress testing*, es decir, analizar cuál sería la situación de solvencia si se producen una serie de *shocks* adversos. Aunque no se dispone de un ejercicio específicamente centrado en el sector del petróleo, el FMI sí que lo ha realizado para las empresas del sector de las materias primas (energéticas y no energéticas) en los países emergentes. Específicamente, ha estudiado cómo evolucionaría la deuda de riesgo (que se define como aquella que tiene una empresa cuyo ICR es 2 o inferior) si se produjese un triple *shock*: un aumento de los costes de financiación (del 30%), una caída de los beneficios (del 20%) y una depreciación de las divisas emergentes (del 30%).³ En este escenario, el FMI estima que la deuda en riesgo de dichas empresas superaría de largo el 30% de la deuda corporativa en el caso de Brasil; se acercaría al 15% en el de Indonesia; superaría el 10% en Hungría, y estaría en la zona del 5% en Argentina y Filipinas.

En resumen, cuando se desciende del análisis de la deuda corporativa general al del sector del petróleo, la percepción de riesgo se intensifica. Con todo, y como se ha comentado anteriormente, perfilar con rigor la situación de solvencia individual de las compañías excede el objetivo general del presente análisis. Además, hay que tener en cuenta que, de cumplirse el escenario de recuperación del petróleo que se espera en 2017-2018, se reducirá la presión sobre la solvencia de las compañías petroleras.

Deuda corporativa de las empresas petroleras

	ICR	Deuda / Capital (%)	Deuda / EBITDA
Petroleras emergentes	2,4	41,4	11,2
Petroleras avanzadas	4,8	33,2	5,1

Nota: La ratio ICR es el cociente del EBIT y los gastos de intereses de la deuda. En los tres indicadores, media ponderada por el volumen de deuda de cada empresa respecto a la deuda total de su grupo de referencia (emergentes o avanzadas).

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

3. El *stress test* se realiza con datos hasta 2014, esto es, antes de la caída del petróleo de 2015, pero cabe señalar que las ratios de endeudamiento ya empeoran desde mediados de la década de los 2000. Los *shocks* considerados son similares a los que se dieron durante la Gran Recesión de 2008-2009 en materia de costes financieros y beneficios y al que acaeció en la década de 1990 por lo que se refiere a la depreciación de las divisas.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Actividad							
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,6	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	3,5	4,0	4,4	3,6	4,4
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8
Producción industrial	2,9	0,3	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-0,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	51,9
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.323
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	183	187	188	188	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	...
Precios							
Precios de consumo	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	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, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Actividad							
PIB real	-0,1	0,6	0,9	0,2	0,7	0,8	-
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3
Producción industrial	2,1	-1,2	-1,1	-3,2	-1,7	0,5	0,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,6	-0,6	-0,6	-0,2	0,1	0,5	0,9
Precios							
Precios de consumo	2,8	0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Actividad							
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	-
Ventas al por menor	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	383	608	608	601	602	585	573
Exportaciones	6,0	-2,3	-5,2	-11,5	-5,0	-6,2	-7,3
Importaciones	0,4	-14,2	-11,8	-13,7	-6,8	-4,6	-1,4
Precios							
Precios de consumo	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,7

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

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

COYUNTURA · La eurozona mejora el tono a final de año

A pesar del *brexit*, la recuperación de la eurozona continúa avanzando a ritmo moderado apoyada en la política monetaria expansiva del BCE, la caída del precio del petróleo y la depreciación del euro. El impacto del *brexit* sobre el crecimiento está siendo más contenido que el previsto inicialmente. Muestra de ello es la mejora generalizada de los indicadores económicos en los últimos meses. Asimismo, la Comisión Europea, en su informe de otoño, no ha cambiado sustancialmente sus previsiones para 2016 y 2017. La Comisión prevé un crecimiento para la eurozona en 2016 del 1,7% y espera un ritmo de crecimiento similar, aunque algo menor, para 2017 (del 1,5%, prácticamente en línea con el 1,4% de CaixaBank Research) debido a la pérdida de impulso de algunos vientos de cola (como la recuperación del precio del petróleo) y el repunte de la incertidumbre política por las elecciones en Francia, Países Bajos y Alemania. La entidad también recuerda que el escenario de previsiones sigue muy condicionado a la resolución favorable de los riesgos externos, como un menor crecimiento global, una mayor debilidad del comercio mundial y un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas.

El ritmo de crecimiento sigue siendo muy distinto entre países y destaca el avance de la periferia. Eurostat confirmó que el ritmo de crecimiento del PIB de la eurozona en el 3T fue del 0,3% intertrimestral, el mismo que en el trimestre anterior. Por países, destaca en positivo el fuerte avance de Portugal, con un aumento del 0,8% (+0,5 p. p. respecto al 2T), España y Grecia. En Alemania, aunque el incremento fue algo menor de lo esperado (0,2% intertrimestral), el avance de la demanda interna, con una contribución al crecimiento de 0,4 p. p., sugiere que la tendencia de fondo sigue siendo positiva. Para los próximos trimestres, esperamos que el conjunto de la eurozona mantenga un ritmo de crecimiento similar, entre el 0,3% y el 0,4% intertrimestral, aunque todo apunta a que las marcadas diferencias entre países también se mantendrán.

El crecimiento en los países de la Europa emergente se ralentiza temporalmente. Los datos del PIB del 3T muestran que los países de la región mantienen un ritmo de crecimiento elevado, aunque inferior al del 2T. Por países, continúa destacando el crecimiento de Rumanía y Eslovaquia, por encima del 4% y del 3% interanual, respectivamente. Por otro lado, Polonia, Hungría y la República Checa decepcionaron con un avance menor de lo esperado. No obstante, de acuerdo con el escenario de continuación de la recuperación en la eurozona, las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres en los países de la Europa emergente son positivas. Se espera que el crecimiento, tanto en 2016 como en 2017, en la mayoría de estos países, sea de alrededor del 3,0%.

Los indicadores de actividad apuntan a una cierta aceleración del ritmo de crecimiento en el 4T. Así lo refleja el índice compuesto PMI, que se mantiene cómodamente en zona

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

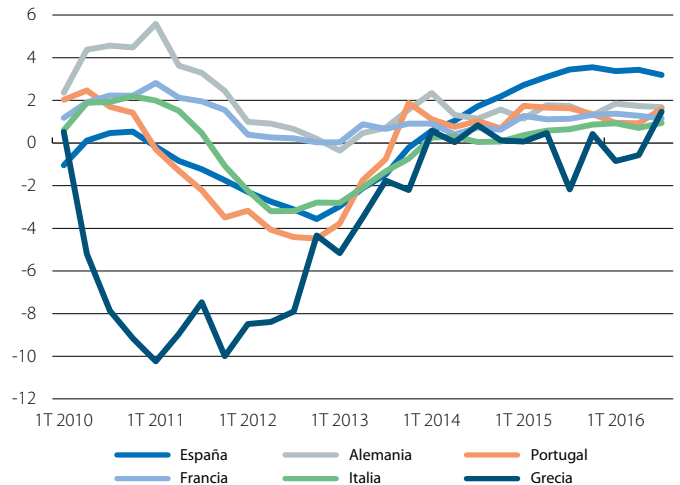
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto a previsión mayo 2016	
	2016	2017	2018	2016	2017
Eurozona	1,7	1,5	1,7	▲ 0,1	▼ 0,3
Alemania	1,9	1,5	1,7	▲ 0,3	▼ 0,1
Francia	1,3	1,4	1,7	=	▼ 0,3
Italia	0,7	0,9	1,0	▼ 0,4	▼ 0,4
España	3,2	2,3	2,1	▲ 0,6	▼ 0,2
Portugal	0,9	1,2	1,4	▼ 0,6	▼ 0,5

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

PIB

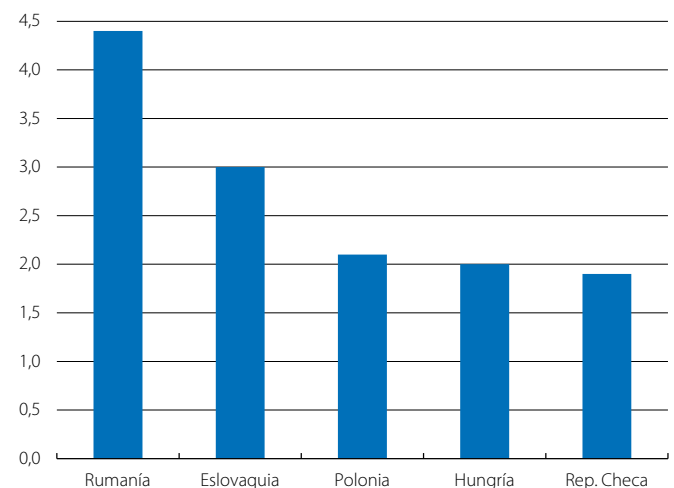
Variación interanual (%)



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

Europa emergente: PIB del 3T 2016

Variación interanual (%)



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

expansiva (por encima de los 50 puntos) y, en noviembre, se aceleró hasta los 54,1 puntos, el nivel más alto de los últimos 11 meses. Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) en el 4T se mantiene en niveles máximos anuales (106,5 puntos). Por países, destaca especialmente Alemania, con un índice PMI que se sitúa en los 55 puntos en el promedio de octubre y noviembre y un indicador de sentimiento empresarial IFO que en noviembre alcanzó el nivel más alto de los últimos tres años.

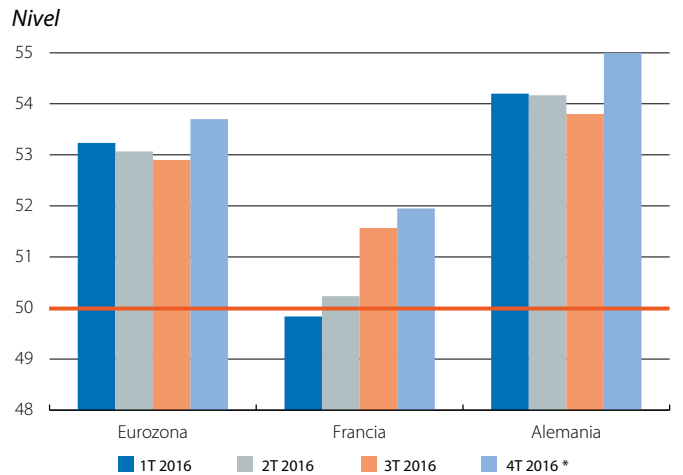
La demanda interna sigue siendo el motor de la recuperación económica. Las ventas minoristas aumentaron un 1,3% interanual en septiembre y cerraron el 3T 2016 con un crecimiento promedio del 1,5%. Este avance, aunque algo menor que el del 2T (1,9%), sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación económica de la eurozona. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona aumentó considerablemente en noviembre, hasta situarse en los -6,1 puntos (-8,0 en octubre), el nivel más alto de 2016. En los próximos meses, se espera que el buen tono del consumo de los hogares continúe, apoyado en la mejora del mercado laboral y los bajos tipos de interés, y que contribuya al avance de la inflación.

La inflación se aleja de los números rojos. La inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 0,6% en noviembre, 0,1 p. p. por encima del dato de octubre (0,5%). Por otro lado, la inflación subyacente se aceleró ligeramente hasta el 0,8%, 0,1 p. p. por encima del registro anterior. En los próximos meses, esperamos que la inflación general continúe recuperándose a medida que la tendencia alcista del precio del petróleo se vaya afianzando y que la inflación subyacente aumente paulatinamente con el avance de la actividad. En este sentido, la recuperación de las expectativas de inflación de la eurozona es un signo particularmente alentador.

El saldo por cuenta corriente de la eurozona se mantiene en terreno positivo. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la eurozona (acumulado de 12 meses) alcanzó los 337.500 millones de euros en septiembre, un registro equivalente al 3,2% del PIB y superior a los 322.500 millones de euros de septiembre de 2015. El aumento se debió, en buena parte, a un mayor superávit en el saldo de bienes (368.100 millones de euros, equivalente al 3,5% del PIB), impulsado por el bajo precio del petróleo y la depreciación del euro. Para los próximos trimestres, esperamos que el superávit externo disminuya gradualmente a medida que el precio del petróleo se recupere y las importaciones aumenten con la recuperación de la inversión en la eurozona.

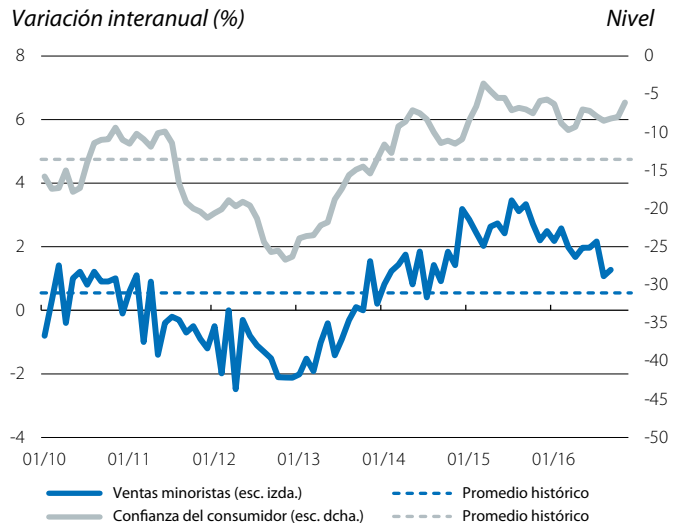
La Comisión Europea pide a los países que tienen margen fiscal que lo utilicen correctamente para dar más apoyo a la política monetaria del BCE. La Comisión recomienda que se implemente una política fiscal moderadamente expansiva en el conjunto de la eurozona con el fin de impulsar la recuperación. Además, la Comisión ha subrayado la importancia de que los países que disponen de margen fiscal lo usen para

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



Nota: * 4T 2016 incluye datos de octubre y noviembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: expectativas de inflación *



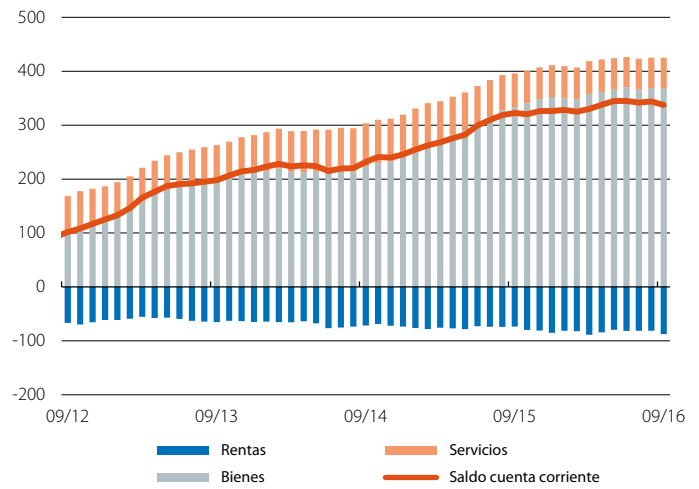
Nota: * Expectativa del mercado sobre el nivel medio de inflación que habrá durante 5 años dentro de 5 años (5y 5y inflation swap).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

impulsar el crecimiento y de que aquellos que no disponen de espacio fiscal mejoren la estructura de sus finanzas públicas para apoyar la inversión tanto pública como privada y dirijan los recursos a usos que aumenten el crecimiento potencial de la economía. De todas formas, el mensaje lanzado por la Comisión Europea ha sido recibido con cierto escepticismo. En este sentido, todo apunta a que la política fiscal en el conjunto de la eurozona en 2017 volverá a ser neutral en términos generales, después del tono ligeramente expansivo que tuvo en 2016. De hecho, la propia Comisión prevé que la reducción del déficit público en el conjunto de la eurozona continúe y pase del 1,8% del PIB en 2016 al 1,5% en 2017 y que la deuda pública disminuya del 91,6% del PIB en 2016 al 90,6% en 2017. Cabe mencionar que la Comisión, al analizar los presupuestos de los países miembros, ha pedido a España esfuerzos adicionales para cumplir con el objetivo de déficit en 2017 y ha alertado a Italia y Portugal de la importancia de mantener un plan presupuestario a medio plazo creíble dada la elevada deuda pública que tienen. Por otro lado, la Comisión ha pedido a Alemania que aumente su gasto en infraestructuras, educación e I+D, ya que cuenta con el espacio fiscal para hacerlo.

Francia: lenta recuperación antes de las presidenciales. El crecimiento de la economía gala continúa siendo modesto, con una composición frágil y vulnerable a shocks externos. Concretamente, la demanda interna mantiene un tono positivo, pero discreto, con un consumo privado y público que siguen mostrando signos de debilidad y una inversión que, tras un largo periodo de letargo, ahora empieza a ofrecer señales de recuperación. Para el 4T, dada la mejora de los indicadores, es probable que se produzca un ligero repunte en el ritmo de avance de la actividad, lo que permitirá cerrar el año con un crecimiento del 1,2%. Para 2017, y de acuerdo con las previsiones para la eurozona, todo apunta a que el ritmo de crecimiento seguirá siendo muy similar al actual. La situación económica de Francia, por tanto, hace más necesario que nunca que en las elecciones previstas para el año que viene sea escogido un presidente con una agenda de reformas ambiciosa que mejore la capacidad de crecimiento del país a largo plazo. Sin embargo, el aumento de la fragmentación del voto hace que el resultado sea, a día de hoy, muy incierto y no todos los candidatos que parece que tienen una probabilidad importante de vencer presentan una agenda económica con estas prioridades. En este sentido, destaca el alza del Frente Nacional, que defiende una política económica proteccionista, tanto en materia de aranceles como de inmigración, y llevar a cabo un referéndum para que Francia salga del euro. En los próximos meses, por tanto, se deberá seguir con mucha atención la evolución de las encuestas, aunque en elecciones recientes hayan tenido una fiabilidad limitada, y cómo se va concretando la agenda económica de los principales candidatos.

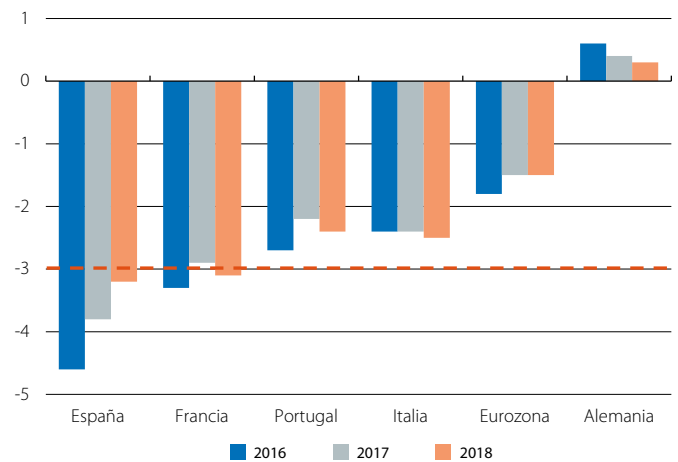
Eurozona: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

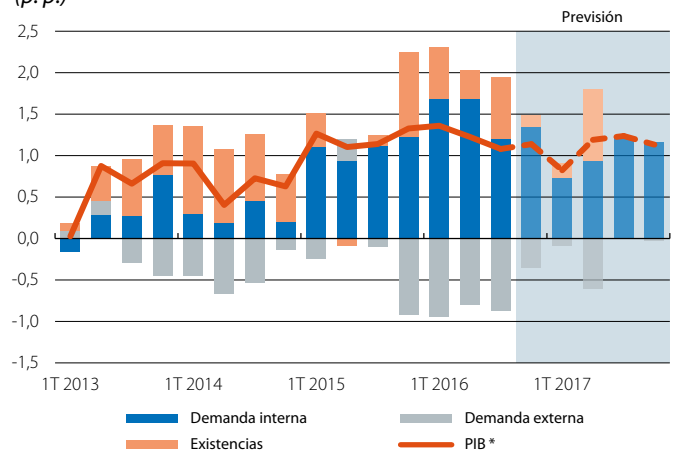
Eurozona: previsiones de superávit (+) o déficit (-) público de la Comisión Europea (% del PIB)



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

Francia: contribuciones al crecimiento interanual del PIB

(p. p.)



Nota: * Variación interanual.

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

FOCUS · Escenarios de la inflación subyacente: actividad, periferia y petróleo

Desde principios del año 2015, la inflación subyacente empezó a repuntar en el conjunto de la eurozona, en consonancia con la mejoría de la actividad económica. No obstante, esta tendencia alentadora no se ha visto rubricada en los últimos trimestres. Este artículo analiza la evolución de la inflación subyacente en los principales países de la eurozona y muestra cómo esta depende de la posición cíclica de la economía, especialmente en la periferia, y de los efectos indirectos del petróleo.

Como se observa en el primer gráfico, a la vez que Alemania presenta unos niveles de inflación subyacente superiores a la media (por encima del 1% durante el último año), España, Italia y Francia muestran tasas muy inferiores. Esta diferencia se explica, en gran medida, por la distinta posición cíclica en la que se encuentran las economías de la eurozona. Mientras que Alemania se encuentra cerca del pleno empleo, lo que ejerce una mayor presión sobre los salarios y, en última instancia, sobre el precio de los bienes que conforman el índice de precios al consumo subyacente, los otros tres países todavía tienen una tasa de paro relativamente elevada (10,3% en Francia, 11,6% en Italia y 18,9% en España). Es previsible que el avance de la actividad en los próximos trimestres se traduzca en una reducción de las tasas de paro y que, a medida que la periferia europea se sitúe en una posición cíclica más cercana a la de Alemania, la inflación subyacente se recupere. A ello habrá que sumarle la desaparición de los efectos indirectos del precio del petróleo, que han lastrado la inflación subyacente en los últimos meses.

A partir de las previsiones de CaixaBank Research para el crecimiento del PIB y la evolución de la tasa de paro de cada país, así como para el precio del petróleo, podemos analizar cómo contribuirá cada uno de estos elementos a la recuperación de la inflación subyacente del conjunto de la eurozona.¹ En particular, desglosamos la recuperación de la inflación subyacente en dos escenarios. En el primero («Escenario de actividad»), mostramos cómo influirá la recuperación de la actividad económica en la inflación subyacente. Más concretamente, esperamos una reducción paulatina de las tasas de paro de Francia e Italia entre 2016 y 2018 (-0,8 p. p. para Francia y -1,4 p. p. para Italia). Para el caso de España, aunque se espera una reducción más importante de la tasa de paro (-3 p. p.), esta todavía se mantiene en un nivel relativamente elevado (16,2% en el 4T 2018). En el segundo («Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético»), incorporamos los efectos indirectos de segunda ronda del precio del petróleo previsto.²

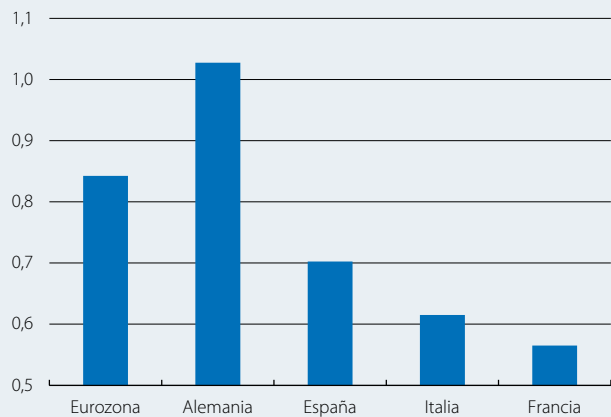
Como muestra el segundo gráfico, en el «Escenario de actividad», la recuperación de la actividad económica en los distintos países se traduce en una inflación subyacente

que alcanza niveles cercanos al 1,3% a finales de 2018 para el conjunto de la eurozona. Además, cuando en el «Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético» se incluyen los efectos indirectos de la recuperación del componente energético, el avance de la inflación subyacente acelera hasta lograr un nivel próximo al 1,5% a finales de 2018.³

Aunque la inflación subyacente no es el objetivo oficial del BCE, en la práctica, es un indicador de la tendencia de fondo de la inflación general y, en consecuencia, constituye una variable relevante para la toma de decisiones de su política monetaria. Como hemos visto en este Focus, todo apunta a que esta se recuperará en los próximos trimestres, pero todavía se mantendrá lejos del objetivo del BCE.

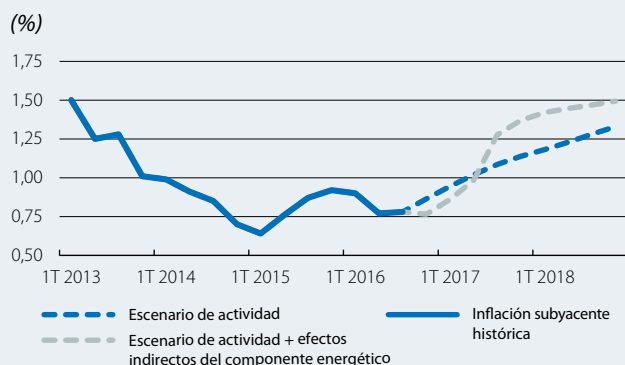
Inflación subyacente por países

Promedio del 4T 2015 al 3T 2016 (%)



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

Inflación subyacente de la eurozona en distintos escenarios



Nota: El «Escenario de actividad» se elabora a partir de las previsiones de crecimiento del PIB de CaixaBank Research. El «Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético» incorpora el impacto indirecto de las variaciones del precio del crudo sobre la inflación subyacente.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y el BCE.

3. El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre el precio del resto de bienes se transmite de forma gradual. Así, inicialmente, la subyacente registra una leve tendencia a la baja debido al impacto negativo que todavía tiene la caída del precio del petróleo sobre el precio de los bienes que conforman el índice subyacente.

1. Se estima la siguiente regresión: $\pi_t = \beta_0 + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 U_t + \beta_3 (\pi_t^{ene} - \pi_{t-1}) + \beta_4 D (\pi_{t-1}^{ene} - \pi_{t-2}) + \epsilon_t$, donde π es la inflación subyacente; U es la tasa de paro, π^{ene} es la inflación del componente energético y D es una variable binaria que toma valor 1 a partir del 3T 2007.

2. Véase ECB «The relationship between HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food». Economic Bulletin, Issue 2/2016.

FOCUS · La depreciación de la libra: el termómetro del impacto del *brexit*

Tras la victoria de los partidarios del *brexit* en el referéndum que se celebró en el mes de junio, el conjunto de los analistas previó que el aumento de la incertidumbre se traduciría rápidamente en una disminución de la inversión y del consumo en el Reino Unido. La caída inicial de la mayoría de los indicadores de actividad así lo apuntaba. Por ejemplo, el índice PMI compuesto pasó de zona expansiva en junio a zona contractiva en julio y el índice de sentimiento económico y la confianza del consumidor se redujeron sustancialmente.

Sin embargo, en los meses siguientes, los indicadores se recuperaron del bache y la economía continuó su expansión a buen ritmo. Por ejemplo, el crecimiento del PIB se mantuvo en un robusto 0,5% intertrimestral en el 3T, impulsado por la buena evolución del consumo privado. De momento, por tanto, parece que el impacto del *brexit* es muy inferior a lo inicialmente previsto.

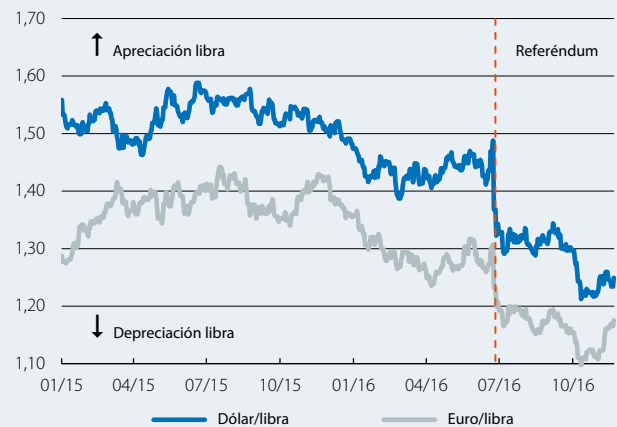
De todas formas, aunque la actividad no se haya resentido demasiado tras el resultado del referéndum, ello no significa que el *brexit* no acabe teniendo un impacto importante a medio plazo. Uno de los elementos que así lo sugiere es la fuerte depreciación de la libra, que, en gran medida, refleja la pérdida de atractivo del Reino Unido a ojos de los inversores internacionales. Concretamente, el día después del referéndum, la libra perdió más del 8% de su valor con respecto al dólar y un 6% con respecto al euro, y, desde entonces, acumula una depreciación del 16% respecto al dólar y del 11% respecto al euro.

La depreciación de la libra conlleva, de manera directa, una reducción del poder de compra de los británicos. Los turistas del Reino Unido ya lo han experimentado este verano y, en los próximos meses, lo acabarán notando domésticamente cuando perciban que el precio de los productos importados aumenta más que sus salarios.¹ Según un estudio de Kristin Forbes, del Banco de Inglaterra, el impacto de la depreciación de la libra en los precios finales de los bienes tarda entre 9 y 12 meses en materializarse.² No sorprende, por tanto, que el Banco de Inglaterra y el conjunto de analistas hayan revisado sustancialmente al alza las previsiones de inflación para los próximos años (véase el segundo gráfico). Ante este escenario, los británicos pueden encontrar cierto confort en el efecto que la depreciación de la libra puede tener sobre las exportaciones. Las conclusiones a las que llegan los estudios que analizan la relación entre la evolución de las exportaciones del Reino Unido y la libra durante un largo periodo

de tiempo son relativamente alentadoras. Concretamente, apuntan a que, con una depreciación del tipo de cambio efectivo como la que se ha producido, del 12%, el crecimiento de las exportaciones podría aumentar un 2,4% a corto plazo y un 3,6% a medio plazo.³ Sin embargo, la experiencia reciente sugiere que el impacto podría ser inferior. Entre 2007 y 2009, la libra se depreció un 25%, y en los años siguientes las exportaciones no crecieron más que las de sus socios europeos.

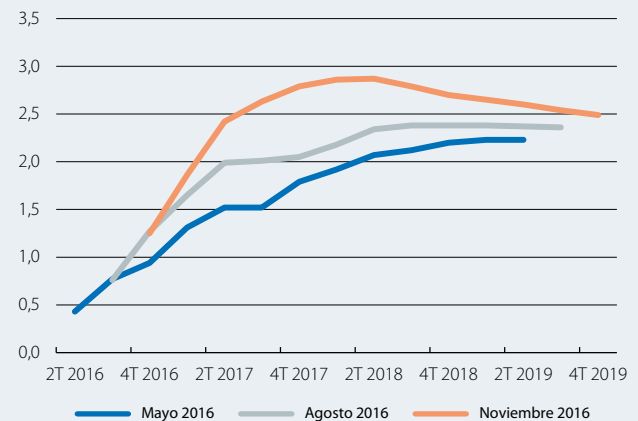
En definitiva, la depreciación de la libra es un buen termómetro del impacto que el *brexit* puede tener sobre los hogares del Reino Unido. Aunque el efecto está siendo más gradual de lo previsto inicialmente, todo apunta a que se acabará notando.

Tipo de cambio de la libra esterlina (Dólares por libra, euros por libra)



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

Previsiones de inflación del Banco de Inglaterra (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de varios Inflation Report del Banco de Inglaterra.

1. Véase National Institute Economic Review No. 238, November 2016.
2. Kristin Forbes (2014), «The economic impact of sterling's recent moves: more than a midsummer night's dream», Bank of England Speech.

3. Véase National Institute Economic Review No. 238, November 2016, para más detalle.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,4	2,8	2,6	2,3	1,8	1,4	1,1	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	0,9	2,0	1,8	1,3	1,0	1,0	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-10,2	-6,2	-6,4	-8,3	-7,8	-8,2	-8,2	-8,0	-6,1
Sentimiento económico	101,5	104,2	106,2	104,0	104,3	104,3	104,9	106,4	106,5
PMI manufacturas	51,8	52,2	52,8	51,7	52,0	52,1	52,6	53,5	53,7
PMI servicios	52,5	54,0	54,2	53,3	53,1	52,6	52,2	52,8	54,1
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,6	1,0	1,3	1,4	1,4	...	-	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	11,6	10,9	10,5	10,3	10,1	10,0	10,0	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,0	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,1	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,4	10,2	10,2	9,9	10,3	10,2	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,6	11,9	11,6	11,6	11,6	11,6	11,7	...	...
España (% pobl. activa)	24,5	22,1	20,9	20,4	20,1	19,4	19,3	...	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Saldo corriente: eurozona	2,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,4	...
Alemania	7,3	8,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,7	...
Francia	-1,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4	...
Italia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,6	2,6	...
España	1,1	1,4	1,4	1,4	1,8	1,9	1,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	92,4	94,1	94,8	95,1	95,3	95,4

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,6	-0,4	0,4	1,2	1,6	2,0	2,0	2,1
Crédito a hogares ^{1,2}	-0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,0	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,6	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	6,0	11,1	11,6	11,2	10,1	9,5	9,3	8,7
Otros depósitos a corto plazo	-2,0	-3,8	-3,8	-2,4	-1,8	-1,2	-1,0	-1,5
Instrumentos negociables	-7,2	2,8	0,7	-1,6	1,7	4,4	5,5	1,7
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	...

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

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

COYUNTURA · La actividad económica acaba 2016 con un buen tono

El avance del PIB se mantiene vigoroso y mejoran las previsiones de crecimiento para 2016 y 2017. En el 3T 2016, la economía española avanzó un 0,7% intertrimestral (3,2% interanual), en consonancia con la previsión de CaixaBank Research. Sin embargo, la revisión de la serie histórica, que constata que en la primera mitad de 2016 la economía española creció algo por encima de lo previamente anunciado, y la aceleración de la actividad que muestran los primeros indicadores del 4T, especialmente en el mercado laboral, nos llevan a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016, del 3,1% al 3,3%. Para 2017, la revisión al alza también es notable, del 2,4% al 2,6%. Por tanto, todo apunta a que el crecimiento seguirá siendo vigoroso y considerablemente superior al de la mayoría de países desarrollados. Según las previsiones de CaixaBank Research, este buen ritmo de crecimiento hará que en 2017 la economía española supere el nivel de PIB que tenía en 2008, antes de que empezara la recesión. Además, es preciso apuntar que, aunque el ritmo de avance será ligeramente inferior al de 2016, debido a un menor empuje de los vientos de cola (el precio del petróleo o la política monetaria del BCE), la evolución de los factores de fondo seguirá siendo favorable. También se espera que la política fiscal tenga un carácter menos expansivo del que ha tenido los últimos años, lo que reforzará la confianza de la comunidad internacional en la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

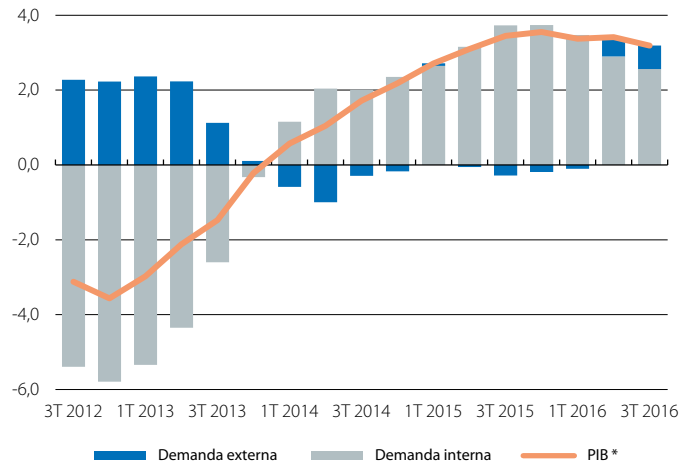
La demanda interna descendió de acuerdo con lo esperado mientras que la externa aumentó su contribución positiva.

La economía española se inscribe en un modelo de crecimiento que compatibiliza subidas de la demanda interna con aportaciones positivas del sector exterior. En este sentido, cabe subrayar que las exportaciones son el componente del PIB que más ha crecido desde 2007 (25,5%), mientras que las importaciones todavía se encuentran un 10% por debajo del nivel precrisis. De este modo, la expansión económica actual contrasta con el periodo 2000-2008, cuando la aportación de la demanda externa fue negativa en promedio. Centrándonos en el dato del 3T, el desglose del PIB por el lado de la demanda muestra una suave desaceleración de la demanda interna (su contribución al crecimiento interanual del PIB en el 3T fue de 2,9 p. p., 3 décimas menos que en el trimestre precedente) y una mayor aportación positiva de la demanda externa, que pasó de 0,5 p. p. a 0,6 p. p.

Los principales componentes de la demanda interna mantienen una buena tendencia de fondo. El consumo privado se mantuvo vigoroso en el 3T, con un avance intertrimestral del 0,6% (2,8% interanual) que, sin embargo, supone una ligera desaceleración en comparación con el crecimiento intenso de la primera mitad del año. La buena marcha del mercado laboral y las favorables condiciones de acceso al crédito, propiciadas por la política monetaria acomodaticia del BCE y la mayor capa-

PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

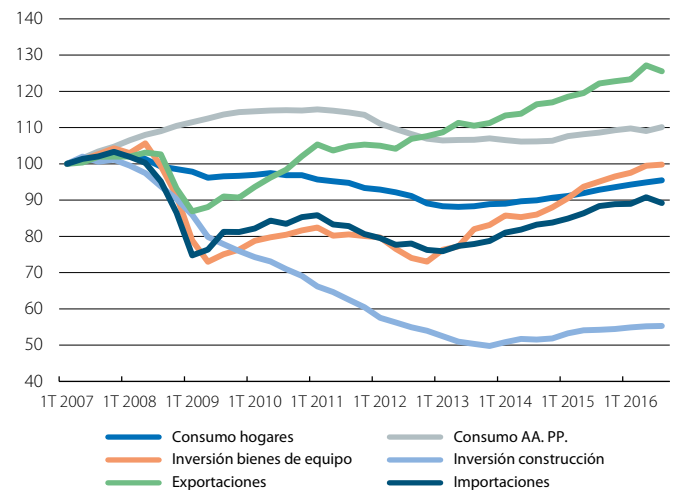


Nota: * Variación interanual (%).

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

Componentes del PIB

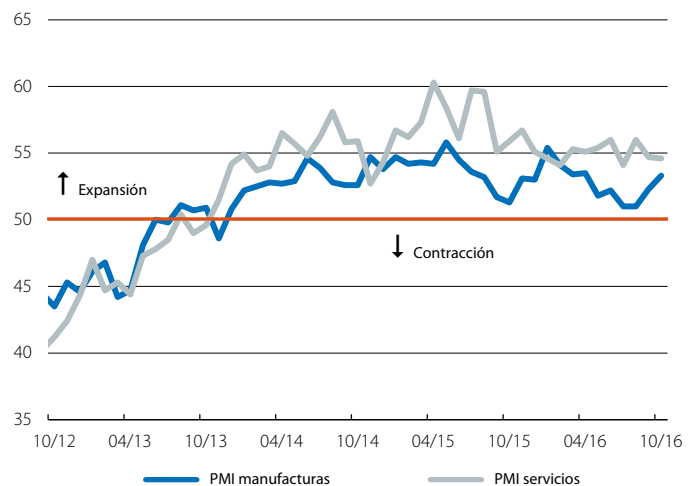
Índice (100 = enero 2007)



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

Indicadores de actividad

Nivel



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

cidad de la banca para otorgar préstamos a hogares, ayudarán a que el consumo privado mantenga un buen tono a lo largo de 2017. Por lo que respecta a la inversión, el gasto en bienes de equipo tuvo un avance del 0,3% intertrimestral (4,9% en términos interanuales). Una mirada a los indicadores de confianza empresarial y a los índices de sentimiento económico PMI sugiere que la inversión en equipo, que está en niveles de 2007, tiene recorrido al alza y que esta desaceleración del 3T hay que interpretarla como un cierto respiro después de un año y medio de ininterrumpida fortaleza. Por su parte, la inversión en construcción creció un 2,0% interanual y sigue una evolución alcista cauta, lejos de los excesos del pasado.

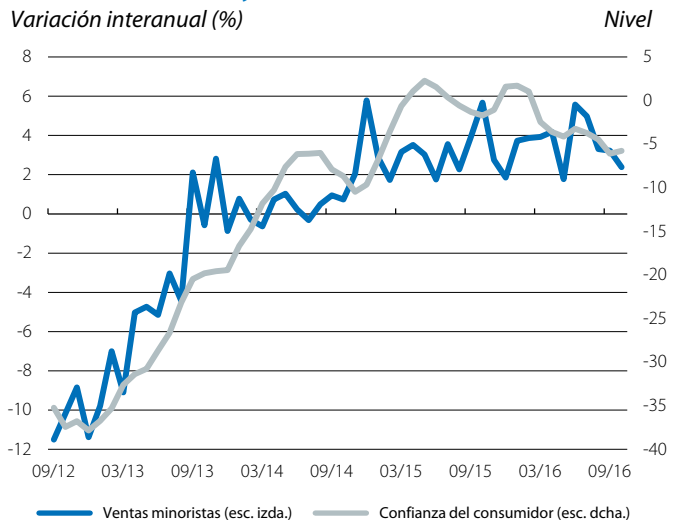
La demanda interna se apoya en la recuperación del mercado laboral, que se acelera en el 3T con un aumento del empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo del 0,8% intertrimestral, lo que situó la tasa interanual en el 2,9%, 1 décima por encima del registro del 2T. El dato se añade al buen resultado que arrojó la EPA del 3T (226.500 nuevos ocupados, un incremento del 2,7% interanual). Hay que remarcar que el sector privado siguió liderando la creación de empleo (3,7% interanual), mientras que el sector público mostró una cierta desaceleración (0,6% interanual). Asimismo, la contratación indefinida subió un 1,9% interanual.

Los buenos datos de creación de empleo se mantienen en el 4T. La cifra de afiliados a la Seguridad Social de octubre sorprendió positivamente con 107.457 nuevos afiliados, en términos desestacionalizados, y el ritmo de creación de empleo se aceleró hasta el 3,4% interanual (3,0% en septiembre). Por su parte, el ritmo de descenso del paro registrado también aumentó hasta el -9,9% (-9,1% en junio) y el número de parados se situó en la cota más baja desde septiembre de 2009. Aunque se espera una cierta moderación del ritmo de creación de empleo para finales de año, los últimos datos hacen que la previsión de CaixaBank Research de la tasa de creación de empleo en el conjunto de 2017 suba de 2,1% a 2,3% y, en consecuencia, la previsión de la tasa de desempleo para 2017 baja del 18,2% al 18,0%.

La recuperación de la inflación continúa según lo previsto. El IPC registró una variación interanual del 0,7% en noviembre. El desglose por grupos, disponible hasta octubre, muestra que la recuperación de la inflación se explica por la subida de los precios de la electricidad, frente al descenso de 2015, y por el incremento de los precios de los carburantes (gasoil y gasolina). La tasa de variación interanual de estos últimos (en euros) viene recuperándose desde agosto de 2015, y seguirá tirando al alza del IPC hasta mediados de 2017. Por su parte, el índice subyacente (el índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) avanzó un 0,8% interanual en octubre y sigue una suave tendencia alcista apoyada en el dinamismo del consumo privado, aunque la repercusión negativa de los grupos de alimentos y de ocio y cultura hizo que el registro de octubre quedase ligeramente por debajo del de agosto y septiembre.

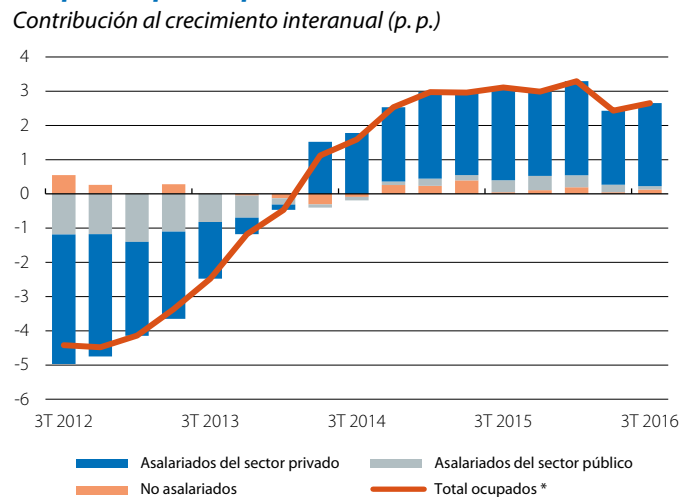
El sector exterior evoluciona muy favorablemente. El saldo por cuenta corriente se situó en agosto en el 1,9% del PIB (acumulado de 12 meses), netamente por encima del 1,4% del conjunto de 2015, y muy probablemente cerrará el año con un regis-

Ventas minoristas y confianza del consumidor



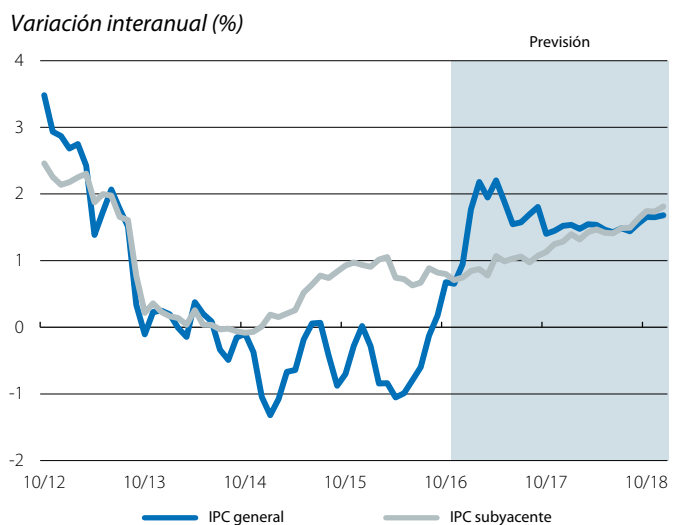
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Ocupación por empleador



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

IPC



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

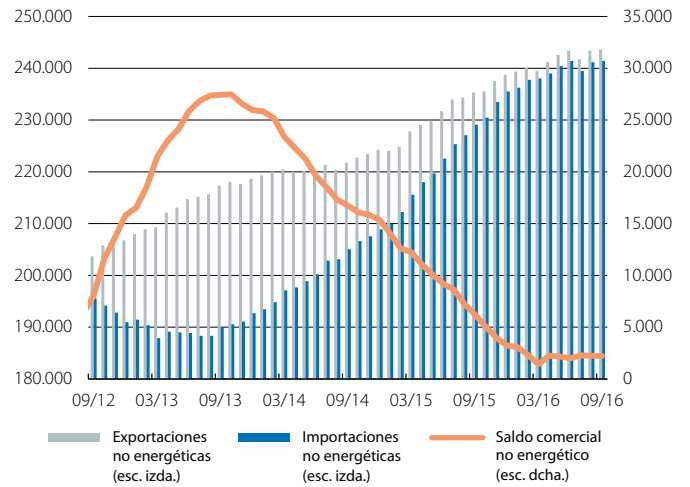
tro del 2,2% del PIB, el mejor de la serie histórica. La mejora del saldo por cuenta corriente refleja la reducción del déficit comercial y del de rentas (ayudado por los bajos tipos de interés). Las exportaciones de bienes en los últimos 12 meses hasta septiembre avanzaron un 1,8% interanual, aupadas por la robustez de las exportaciones no energéticas (3,5% interanual) mientras que las importaciones de bienes cayeron un 0,3% interanual, ya que todavía se ven afectadas por la caída del precio del petróleo. En lo que respecta al saldo de servicios, el fin del verano no supuso una interrupción del buen año turístico. La llegada de turistas internacionales en el periodo enero-septiembre alcanzó los 60,3 millones, un incremento del 10,1% respecto al mismo periodo de 2015. En 2017, el superávit corriente se reducirá moderadamente en términos de PIB, sobre todo por el aumento previsto del precio del petróleo, que encarecerá la factura energética.

El Gobierno presenta nuevas medidas presupuestarias para cumplir con el objetivo de déficit del 3,1% del PIB en 2017. El grueso de las medidas se centra en la reforma del impuesto de sociedades, que limita las ventajas fiscales y que se prevé que genere un aumento de los ingresos de 4.300 millones de euros (de los 7.500 totales estimados). También destaca el incremento en los impuestos especiales y un nuevo impuesto sobre bebidas azucaradas. Por su parte, el objetivo de déficit de las Administraciones públicas en 2016, del 4,6% del PIB, parece alcanzable. Hasta septiembre, el déficit de las Administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) se situó en el 3,1% del PIB, 2 décimas por debajo del registro de agosto (este dato no incluye las pérdidas por las ayudas financieras). Por administraciones, el déficit del Estado mejoró notablemente su evolución y se situó en el 1,9% del PIB en octubre, 1 décima por debajo de un año atrás. Esta mejora en el último mes se explica por la reciente restitución de los pagos fraccionados del impuesto de sociedades, lo que debería permitir el cumplimiento del objetivo de déficit del 4,6% para 2016. Asimismo, las comunidades autónomas registraron un déficit del 0,2% del PIB, mejorando en 9 décimas el dato de septiembre.

La mejora del sector bancario se consolida y el sector inmobiliario sigue recuperándose. La tasa de morosidad del sector bancario, que fue del 9,2% en septiembre (1,5 p. p. inferior al año pasado y 4,4 p. p. por debajo del máximo de diciembre de 2013), mantiene una tendencia descendente que se apoya en la mejora de la actividad económica y, especialmente, del mercado laboral, y en el mayor dinamismo de las ventas de carteras dudosas. Aunque a corto plazo esta evolución favorable puede verse alterada por la implementación del Anejo 9 del Banco de España (nuevo tratamiento contable para la provisión de clientes dudosos), la tendencia de mejora se espera que continúe. En cuanto al sector inmobiliario, el precio de la vivienda se contrajo ligeramente en el 3T 2016 en términos intertrimestrales (-0,4%), por lo que en términos interanuales su avance se ralentizó al 1,6% (2,0% en el 2T). Sin embargo, esta evolución se explica, en parte, por la estacionalidad de los precios en el 3T. Ello, y el fuerte aumento de las compraventas, que en septiembre crecían a un ritmo del 13,2% interanual en el acumulado de 12 meses, hacen pensar que la recuperación del sector seguirá ganando vigor durante los próximos trimestres.

Saldo comercial no energético

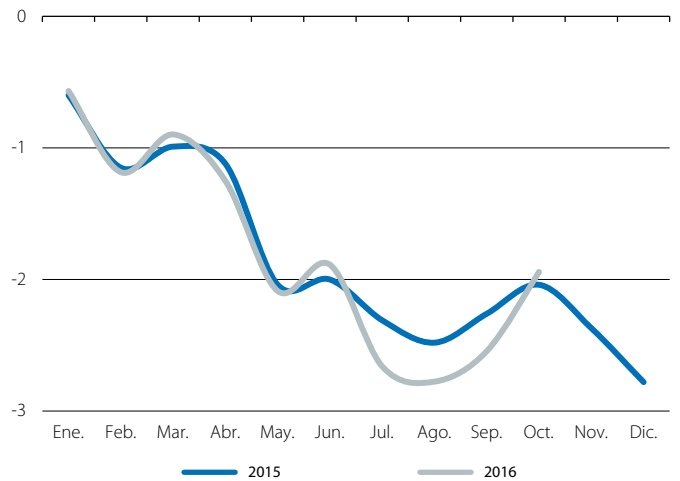
Acumulado de 12 meses (millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Aduanas.

Saldo presupuestario del Estado

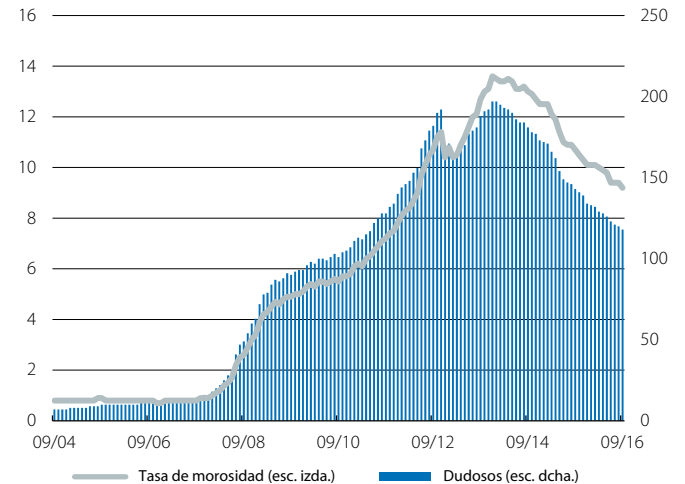
Acumulado en el año (% del PIB)



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

Tasa de morosidad y créditos dudosos

(%) (Miles de millones de euros)



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

FOCUS · Productividad y calidad de la ocupación

El bajo crecimiento de la productividad¹ es un problema común en el conjunto de la eurozona, pero especialmente significativo en los países periféricos.² En el caso de España, la productividad registró una persistente disminución en el periodo 2000-2014, con una caída anual promedio del 0,7%. En cambio, en países como Alemania, creció un 0,5% anual en el mismo periodo. ¿Qué explica estas diferencias?

Los factores que determinan la evolución de la productividad son múltiples y engloban aspectos tan variados como la tecnología, la demografía, el grado de competencia en los mercados o la calidad de las instituciones del mercado de trabajo. En este Focus exploramos uno de estos elementos: las condiciones laborales. Existe una amplia literatura académica que analiza las distintas vías a través de las cuales la naturaleza de la relación laboral incide sobre la productividad. Por ejemplo, una relación laboral estable y duradera fomenta la inversión en formación por parte de la empresa y la acumulación de capital humano y el esfuerzo por parte del empleado.³ En efecto, si clasificamos los sectores de actividad en tres grupos según el crecimiento de la productividad entre los años 2000 y 2009 (último dato disponible a nivel sectorial), observamos una relación negativa entre la proporción de empleo temporal y el crecimiento de la productividad, tanto en Alemania como en España (véase el primer gráfico).⁴ Sin embargo, en España, la temporalidad es más acentuada en todos los sectores de actividad, lo que acaba redundando en una peor evolución de la productividad a nivel agregado.

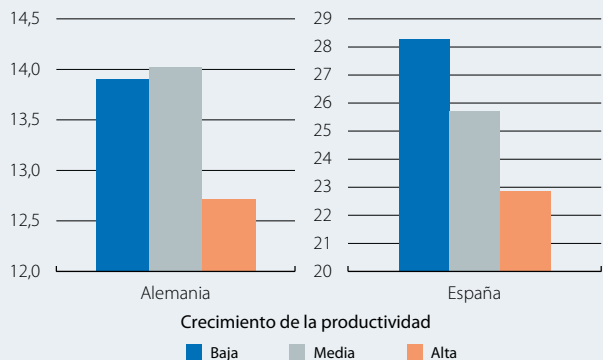
Las disfuncionalidades del mercado laboral español no solo se manifiestan en unos niveles de temporalidad elevados, sino que hay otros aspectos de la relación laboral relacionados con la calidad del empleo que también pueden afectar al crecimiento de la productividad.⁵ Tal y como se observa en el segundo gráfico, el empleo parcial involuntario es más elevado en los sectores de menor crecimiento de la productividad. En estos sectores, el porcentaje de empleados que desearía trabajar más horas es del 14,6%, comparado con un 9% en los sectores con un crecimiento de la productividad media y alta. Además, el porcentaje de trabajadores que reciben formación no reglada

por parte de la empresa es muy inferior en los sectores de bajo crecimiento de la productividad, lo que muestra que la menor inversión en capital humano específico suele ir asociada a un menor desarrollo profesional de los empleados y, en última instancia, a un menor crecimiento de la productividad. Finalmente, también cabe remarcar que el problema de la sobrecualificación, que afecta a un 16% de los trabajadores, no parece que sea más acusado en los sectores de baja productividad.

Parece claro, por tanto, que la calidad del empleo es mayor en los sectores en los que la productividad ha crecido más. Teniendo en cuenta que la productividad de la economía es la única fuente de crecimiento del PIB real per cápita a largo plazo, la mejora del bienestar pasa, ineludiblemente, por solventar los problemas que acechan al mercado de trabajo. El empleo de calidad y la productividad son un binomio inseparable.

Tasa de temporalidad y productividad por sectores

Empleo temporal (% sobre el empleo total)

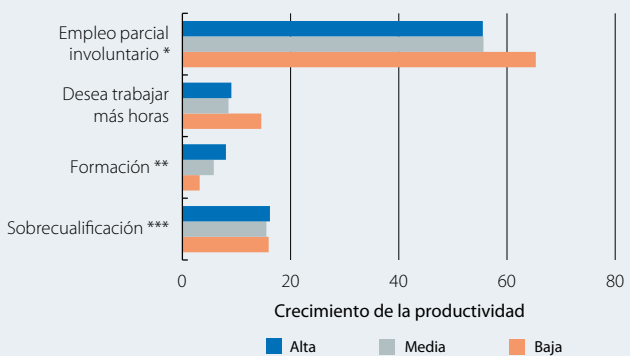


Nota: Tasa de temporalidad en 2015. Se clasifican los 17 sectores de actividad en tres grupos según el crecimiento de la productividad (PTF) entre 2000 y 2009.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y EU KLEMS.

Productividad y calidad del empleo

(% del total de empleo)



Notas: Datos del 3T 2016. Se clasifican los 17 sectores de actividad en tres grupos según el crecimiento de la productividad (PTF) entre 2000 y 2009. * Porcentaje del total de trabajadores a tiempo parcial. ** Porcentaje de trabajadores que reciben formación no reglada por parte de la empresa; dato de 2014. *** Porcentaje de trabajadores con educación superior que realizan tareas que requieren habilidades medias o bajas.

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

1. En este artículo, la productividad se refiere a la productividad total de los factores (PTF), que se calcula como la diferencia entre el crecimiento de la economía y la aportación al crecimiento del factor trabajo y del factor capital.
 2. Véase el Focus «¿Por qué la eurozona crece menos que EE. UU.?», en el IM12/2015.
 3. Para una descripción más detallada de estas vías, véase el Focus «¿Cómo afecta la modalidad de contrato a la productividad?», en el IM03/2016.
 4. Estos resultados se mantienen cuando se estima el impacto de la temporalidad sobre la PTF en una regresión con datos anuales de 2000 a 2009 y con controles de sector y tiempo.
 5. Las dimensiones escogidas para aproximar la calidad del empleo se explican en el Focus «La calidad del empleo: España en el contexto internacional», publicado en el IM11/2016.

FOCUS · Una mirada a los Presupuestos Generales del Estado para 2017

Las cuentas públicas continúan en números rojos. A finales de año, el saldo público se situará cerca del -4,6% del PIB, por lo que España volverá a registrar déficit presupuestario por noveno año consecutivo y, por consiguiente, el nivel de deuda de las Administraciones públicas se mantendrá cerca del 100% del PIB.

Con el año a punto de terminar, es el momento de centrar los esfuerzos en preparar las cuentas de 2017. En este sentido, en octubre, el Gobierno en funciones presentó los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2017, que son una prórroga de los de 2016 y en los que la reducción del saldo público se deja en manos del crecimiento económico. En concreto, según los PGE, el crecimiento del PIB previsto del 2,3% permitirá reducir el saldo público en 0,8 p. p. hasta el 3,6% del PIB.¹

La mejora de las cuentas públicas vendrá tanto del lado de los ingresos como de los gastos. Por el lado de los ingresos, el Gobierno estima que la buena evolución de la ocupación (2,2% en 2017) impulsará las cotizaciones sociales, que crecerán un 2,5% en 2017, algo por debajo del crecimiento esperado para 2016 pero en consonancia con el crecimiento económico previsto. Por lo que respecta a la recaudación por impuestos, los PGE estiman que los impuestos sobre la producción e importación (principalmente el IVA) crecerán un 3,7%, por lo que mantendrán un dinamismo similar al observado en 2016, acorde con el escenario macroeconómico previsto en los PGE. Asimismo, los PGE estiman que los impuestos sobre la renta y la riqueza se recuperarán en 2017, después de disminuir en 2016 a causa de las reformas tributarias aprobadas en 2015. En este sentido, el alza de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades aprobado recientemente impulsará la recuperación de la recaudación en 2017 y también paliará la caída de recaudación en 2016.²

Por el lado de los gastos, la reducción de casi 2 p. p. en la tasa de paro hará disminuir el pago por prestaciones por desempleo en un 7% según los PGE 2017, una cifra algo inferior a la registrada hasta septiembre de 2016 (-10%), pero que también es coherente con la evolución prevista de la actividad económica. Otra partida que se espera que disminuya es el gasto por intereses. En concreto, el Gobierno estima que disminuirá un 0,3%. Esta previsión resulta conservadora, dado que la vida media de la deuda del Estado es de siete años, y los tipos de interés se sitúan en niveles sustancialmente inferiores a los observados años atrás. De hecho, hasta septiembre de 2016, el gasto del

1. En diciembre, el Gobierno ha presentado una actualización del cuadro macro que incluye una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2017 hasta el 2,7%.

2. En 2016, la medida se aplica a partir del segundo pago fraccionado. En 2017, la medida afectará al total de los tres pagos fraccionados.

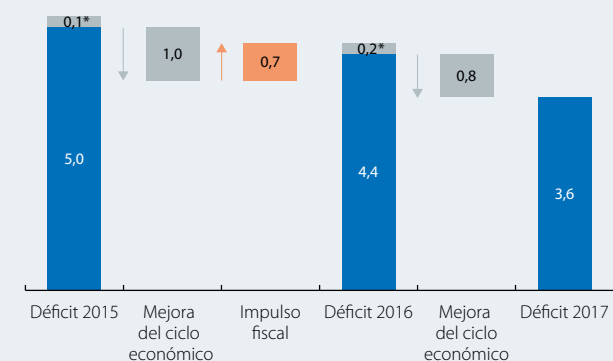
Estado en intereses ha disminuido un 5% respecto al mismo periodo de 2015.

En definitiva, las estimaciones recogidas en los PGE, según las cuales el crecimiento económico permitiría reducir el déficit público hasta el 3,6% del PIB en 2017, parecen plausibles. Con el fin de alcanzar el objetivo del 3,1% pactado con la Comisión Europea, el Gobierno ha aprobado un nuevo paquete de medidas presupuestarias de reducción del gasto y aumento de ingresos. El Gobierno ha valorado el conjunto de medidas en 7.500 millones de euros.

Cabe recordar que las medidas de reducción del saldo público son necesarias para que la deuda pública encauce una senda decreciente. Lo más prudente es aprovechar el buen *momentum* que vive la economía española para sanear las cuentas y así poder tener más margen de actuación en caso de temporal.

Déficit público

(% del PIB)



Nota: * Pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Plan Presupuestario 2017.

Previsiones de ingresos y gastos para el total de Administraciones públicas

Variación anual (%)

	2015	Previsión PGE 2017	
		2016	2017
Ingresos totales	2,9	2,0	3,3
Impuestos sobre la producción e importaciones (ej. IVA)	6,0	4,1	3,7
Impuestos corrientes sobre la renta y riqueza (ej. IRPF)	3,9	-2,6	4,2
Cotizaciones sociales	1,7	2,9	2,5
Gastos totales	1,2	1,0	1,0
Remuneración de empleados	3,3	3,0	0,6
Consumos intermedios	2,6	0,2	0,1
Transferencias sociales	0,0	2,8	1,7
Intereses	-6,1	-6,8	-0,3

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Plan Presupuestario 2017.

FOCUS · La mejora de la competitividad española: la clave sectorial

La competitividad de la economía española es la historia de un camino de ida y vuelta. Desde la introducción del euro, que imposibilita las devaluaciones nominales, hasta el inicio de la Gran Recesión, los costes laborales unitarios aumentaron más en la economía española que en los principales socios comerciales. Una de las consecuencias de la pérdida de competitividad fue que, entre 2000 y 2007, el déficit por cuenta corriente pasó del 4,4% al 9,6% del PIB. Sin embargo, a partir de 2011, la economía española emprendió el camino de vuelta y recuperó gran parte de la competitividad perdida. Fruto de ello, en gran medida, la balanza por cuenta corriente acabará el 2016 con un superávit en torno al 2% del PIB.

En la ida, la pérdida de competitividad se refleja en el aumento de los costes laborales unitarios que, entre 2000 y 2008, aumentaron un 29% con relación a una cesta de 49 países de la OCDE. En cuanto a los principales socios comerciales de la eurozona, los costes laborales unitarios subieron un 34,8% frente a Alemania, y un 14,0% y un 2,5% frente a Francia e Italia, respectivamente (véase el primer gráfico).

En torno a un 70% de la pérdida de competitividad que se produjo durante estos años es debido a un mayor incremento de los costes laborales en España que en los socios comerciales, y el resto, a una evolución más pobre de la productividad del trabajo. Centrándonos en la evolución de los costes laborales, entre los años 2000 y 2011, estos aumentaron más en la economía española que en los principales socios comerciales en todos los sectores. Así, el coste laboral en el sector manufacturero español se encareció un 25% frente al alemán, y un 8,8% y un 5,8% frente al francés e italiano, respectivamente. En el sector de la construcción, que no está sometido a una competencia internacional directa y vivió un *boom* de actividad, aumentó todavía más respecto a Alemania: un 35%. En servicios, el encarecimiento relativo llegó al 25%, un deterioro que fue levemente amortiguado por el comportamiento menos malo del sector financiero y, especialmente, de informática y telecomunicaciones.

El camino de vuelta es igualmente intenso y generalizado. Según la OCDE, en los cinco años que van de 2011 a 2016, los costes laborales unitarios relativos se han colocado en niveles de 1998. En este caso, un 60% de la mejora de la competitividad es fruto de un menor crecimiento de los costes laborales en España que en los socios comerciales.

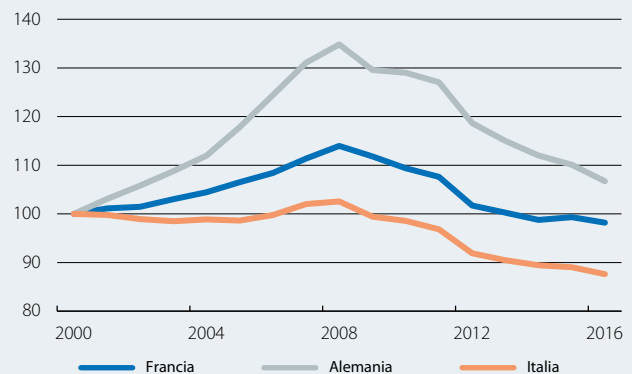
Centrándonos de nuevo en la evolución de los costes laborales españoles respecto a los de sus principales competidores, entre los años 2011 y 2016, la mejora ha sido generalizada en todos los sectores. Concretamente, respecto a Alemania, todos los sectores abaratan sus costes laborales en términos relativos. El ajuste del coste laboral

en el sector manufacturero español en relación con el competitivo homólogo alemán es especialmente destacable. Por su parte, la construcción tiene unas mejoras más moderadas. En los servicios, destaca la mejora de informática y telecomunicaciones, de finanzas, y de educación y sanidad.

La recuperación de la competitividad de la economía española ayuda a explicar el buen comportamiento de las exportaciones. En términos absolutos, las exportaciones españolas se elevaron a 240.577 millones de euros en agosto (acumulado del año), un 2,7% más que en agosto de 2015. En términos relativos, destaca que han mantenido su cuota mundial, mientras que ha descendido en la mayoría de países avanzados. Ante estas cifras, no cabe duda de que se debe seguir trabajando para preservar y, en la medida de lo posible, mejorar la competitividad conseguida durante los últimos años.

Costes laborales unitarios españoles relativos a otros países *

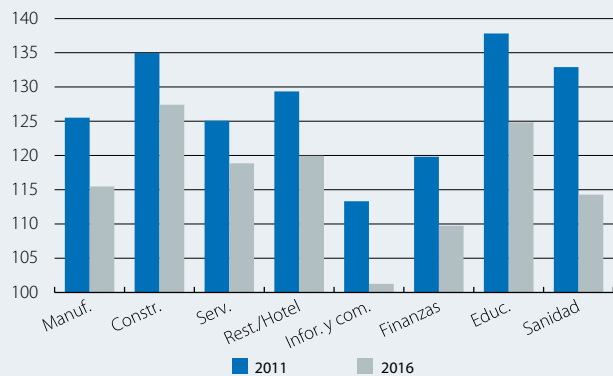
Índice (100 = 2000)



Nota: * Ratio del coste laboral unitario español y el coste laboral unitario de cada país.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Coste laboral español respecto al alemán por sectores *

Índice (100 = 2000)



Nota: * Ratio del coste laboral español y del coste laboral alemán.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Industria									
Consumo de electricidad	-0,1	1,6	2,5	-0,5	0,9	-0,1	3,7	1,2	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	1,9	0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	0,3	-1,9	-2,8	-3,8	-3,0	-0,1	0,9
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,4	52,3	53,3	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-7,7	20,0	31,1	45,2	48,1	44,8	41,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	-5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,3	13,2	...	...
Precio de la vivienda	-2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	1,6	-	-	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	7,2	5,4	9,3	13,7	10,4	8,4	10,2	...	...
PMI de servicios (valor)	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,9	54,7	54,6	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	3,8	3,2	2,4	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	11,0	14,0	4,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	1,6	-2,5	-3,2	-6,1	-7,3	-4,8	-2,2

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

Indicadores de empleo

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Afiliados a la Seguridad Social¹									
Sectores de actividad									
Industria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9
Construcción	-1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,7	2,6	2,8	3,3
Servicios	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3	3,6
Situación profesional									
Asalariados	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	3,5	3,5	4,0
No asalariados	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
TOTAL	1,6	3,2	3,2	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0	3,4
Población ocupada²	1,2	3,0	3,0	3,3	2,4	2,7	2,7	-	...
Contratos registrados³									
Indefinidos	18,8	12,3	7,6	8,3	17,4	17,9	30,9	11,8	10,0
Temporales	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	7,1	15,3	5,7	5,7
TOTAL	13,4	11,3	11,5	6,4	9,8	7,9	16,3	6,2	6,1
Paro registrado³									
Menores de 25 años	-8,2	-11,0	-11,7	-10,9	-12,0	-14,4	-14,8	-14,0	-14,2
Resto de edades	-5,3	-7,2	-7,5	-7,8	-7,5	-8,6	-8,6	-8,7	-9,4
TOTAL	-5,6	-7,5	-7,9	-8,1	-7,9	-9,1	-9,1	-9,1	-9,9

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
General	-0,1	-0,5	-0,3	-0,7	-0,9	-0,2	0,2	0,7	0,7
Subyacente	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	...
Alimentos sin elaboración	-1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	3,5	1,2	0,2	...
Productos energéticos	-0,8	-9,0	-10,2	-13,1	-13,6	-8,6	-4,8	0,1	...

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	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	08/16	09/16
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	-1,1	8,9	0,0
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	3,3	3,3	-0,7	-0,3	-3,7	4,2	-1,4
Saldo corriente	11,2	14,7	16,0	14,7	15,4	19,4	21,1	21,0	21,1
Bienes y servicios	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	31,7	31,3	31,7
Rentas primarias y secundarias	-14,3	-11,5	-10,8	-11,5	-10,6	-10,3	-10,7	-10,3	-10,7
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	16,3	21,7	22,1	21,7	22,2	25,9	26,8	26,8	26,8

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-6,0	-5,1	-0,7	-2,9	-3,0	-5,1	-0,7	-3,1	...
Administración central	-3,7	-2,6	-0,8	-1,8	-2,1	-2,6	-0,8	-1,9	-2,6
Comunidades autónomas	-1,8	-1,7	-0,2	-0,9	-1,1	-1,7	-0,1	-0,7	-0,2
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,2	0,3	0,5	0,0	0,1	...
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,3	-0,4	-0,2	-1,2	0,2	-0,6	-0,6
Deuda pública (% PIB)	100,4	99,8	100,7	100,3	100,3	99,8	101,1	101,0	...

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	08/16	09/16	Saldo 09/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-5,8	-3,8	-3,0	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-1,9	1.630,6
Empresas no financieras	-6,3	-4,0	-3,0	-3,4	-3,2	-2,2	-2,1	-1,8	915,0
Hogares ³	-5,0	-3,6	-3,1	-3,0	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	715,7
Administraciones públicas ⁴	5,9	4,0	3,7	3,5	4,3	4,5	4,6	3,5	1.104,9
TOTAL	-1,8	-1,0	-0,5	-0,6	-0,2	0,4	0,5	0,2	2.735,6
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-0,9	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	1.155,4
A la vista	10,8	18,5	17,7	16,2	16,0	16,4	17,3	16,5	434,6
De ahorro	5,8	12,9	15,2	13,4	12,1	11,5	11,7	11,1	272,5
A plazo	-7,6	-15,3	-15,8	-15,4	-16,4	-17,4	-17,6	-17,4	426,8
En moneda extranjera	1,1	5,6	-2,3	-4,0	1,6	-1,9	-1,8	-1,4	21,5
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-15,1	-16,7	-16,3	-11,3	-7,0	-14,2	89,2
TOTAL	-1,7	-2,2	-1,9	-1,9	-1,7	-1,2	-0,7	-1,3	1.244,6
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	10,1	10,0	9,4	9,2	9,4	9,2	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	58,9	58,9	59,0	58,7	59,3	58,9	59,3	-

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

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

PERSPECTIVAS 2017

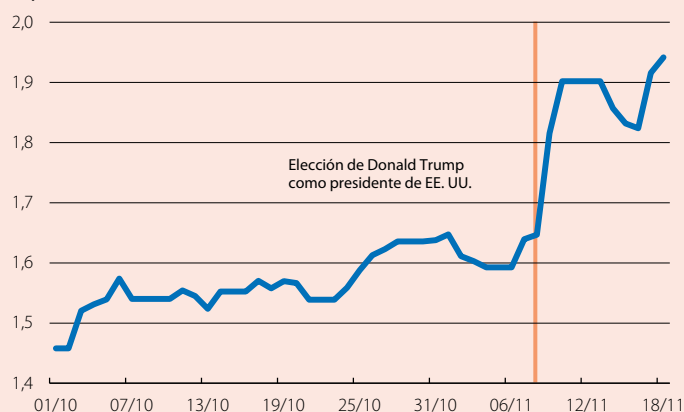
Política monetaria en 2017: navegando con el viento a favor, pero con mar de fondo

2016 debía ser el año en el que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) marcara definitivamente el camino de la normalización monetaria con un ritmo sostenido de subidas del tipo de interés. El Banco de Inglaterra (BoE) sería el primero en seguir su estela, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) empezarían a preparar la retirada de sus programas de compras (paso previo para encarar subidas de tipos).

Sin embargo, llegados al final del año, la subida de tipos de la Fed no ha tenido la velocidad esperada y los otros bancos centrales han reforzado sus medidas expansivas. Los indicadores macroeconómicos no han justificado esta pausa: en EE. UU., la tasa de paro está prácticamente en su valor de equilibrio y la inflación subyacente se encuentra cerca de la referencia del 2%, mientras que la eurozona y Japón han proseguido con su avance gradual y el Reino Unido, incluso con el lastre del *brexit*, ha crecido a buen ritmo. De hecho, las decisiones de los bancos centrales se han basado en una nueva actriz en auge, la incertidumbre, ante la cual, han optado por la prudencia.

Expectativas de inflación tras las elecciones en EE. UU.

Expectativas a cinco años dentro de cinco años (%) *



Nota: * Derivadas a partir de TIPS y un modelo de la curva de tipos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de EE. UU.

En 2017, de nuevo, las perspectivas macroeconómicas de las economías avanzadas son favorables: esperamos un crecimiento del 2,3% para EE. UU. y del 1,4% para la eurozona, mientras que la inflación se consolidará en cotas más cercanas a los objetivos de los bancos centrales, aupada por la actividad y una vez pasado el bache de la caída del precio del petróleo. Por tanto, el escenario macroeconómico de 2017 refuerza la necesidad de proseguir con la normalización monetaria en EE. UU. y abre la puerta a un menor papel del BCE. Este escenario no está exento de riesgos, pero justamente uno de los más importantes, la política fiscal expansiva que podría llegar a implementar Donald Trump, puede acelerar la normalización monetaria. Para entender por qué, debemos analizar las perspectivas de las economías avanzadas más detalladamente.

La actual fase expansiva de la economía estadounidense es la tercera más larga desde 1945, la actividad está creciendo a buen ritmo desde 2010, la tasa de paro se encuentra en niveles bajos y la dinámica de fondo de los precios refleja un aumento sostenido de la inflación. Aunque las reglas tradicionales de política monetaria ya hace tiempo que recomiendan subir tipos,¹ la Fed ha mantenido un entorno de condiciones financieras extraordinariamente acomodaticias. Existen motivos razonables para ello. En primer lugar, la profundidad de la Gran Recesión expulsó del mercado laboral a trabajadores que ahora se están reincorporando, lo que frena las presiones sobre los salarios. En segundo lugar, la Fed ha considerado que los riesgos de una subida de tipos, que podría haber enfriado la economía, eran mayores que los de posponer dichas subidas. Justamente, esta regla de riesgos asimétricos es la que ha aplicado la Fed ante los episodios de incertidumbre vividos en 2016 y explica la lentitud de la normalización hasta el momento, especialmente dada la repercusión global que tienen sus decisiones.²

No obstante, en esta fase más madura del ciclo por la que transcurre EE. UU., con una recuperación consolidada, se empiezan a notar las presiones inflacionistas y, tras años de condiciones monetarias laxas, los riesgos de inestabilidad financiera ganan preponderancia. Además, la transmisión de la política monetaria no es inmediata y la Fed debe anticipar las necesidades de la economía. Consciente de ello, en 2017, continuará con subidas de tipos a un ritmo más sostenido que equilibre la necesidad de evitar un sobrecalentamiento de la economía y el riesgo de enfriar el crecimiento. De especial relevancia será que el ajuste de los mercados financieros ante la normalización de la Fed sea ordenado.

1. Véase, por ejemplo, Knotek II *et al.* (2016), «Federal Funds Rates Based on Seven Simple Monetary Policy Rules», Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland.

2. Una razón adicional que ha presentado la Fed es una caída del tipo de interés de equilibrio (aquel que ni frena ni estimula la actividad). Esto situaría el valor en el que la Fed actualmente fija el tipo efectivo más cerca del de equilibrio y, por tanto, las condiciones serían menos acomodaticias de lo que aparentan.

De hecho, el inicio del ajuste en los mercados financieros lo hemos observado tras la elección de Donald Trump como presidente de los EE. UU.: ante la expectativa de una política fiscal más expansiva, los mercados han interiorizado rápidamente que, en adelante, prevalecerán unos mayores tipos de interés. Este reajuste en las expectativas se ha traducido en un repunte de los tipos de interés de la deuda estadounidense a largo plazo que, en gran parte, responde a un aumento de las expectativas de inflación (como muestra el primer gráfico, el incremento ha sido sustancial y prácticamente las sitúa en el objetivo de la Fed). Desde CaixaBank Research, esperamos una aplicación pragmática de la agenda de Trump, dado que necesita el apoyo del Congreso (como mínimo del ala moderada del partido republicano) y su victoria fue muy ajustada. Además, los tempos legislativos probablemente impedirán que la expansión fiscal sea significativa antes de finales de 2017. Así, contemplamos una política fiscal moderadamente expansiva, sin un gran impacto sobre crecimiento e inflación, que es coherente con la reacción observada en los mercados.

En esta coyuntura, la Fed tiene vía libre para proseguir con la normalización según lo previsto (incluso con algo más de confianza por el relevo que le ofrece la política fiscal).

No obstante, el cambio de escenario en los mercados financieros también refleja un aumento de los riesgos.³ Concretamente, una política fiscal más expansiva podría generar mayores aumentos de las expectativas de inflación, ante los que la Fed debería acelerar el ritmo de subidas del tipo de interés. En un escenario más extremo y menos probable, pero que no por ello deja de influenciar las valoraciones de los mercados, una actuación más agresiva por parte de Donald Trump en todos los frentes (fiscal, comercial, inmigración y geopolítica internacional) podría llegar a generar una pérdida de confianza a nivel mundial y poner la Fed ante el compromiso de combatir el endurecimiento de las condiciones financieras y, a la vez, las presiones inflacionistas.

En la eurozona, el escenario para la política monetaria vendrá dictado no solo por la coyuntura doméstica sino también por un efecto de contagio procedente de EE. UU. A nivel doméstico, esperamos que la recuperación de la actividad continúe a ritmos parecidos a los de 2016 y que, libre del lastre del componente energético, la inflación cierre el 2017 por encima del 1,5% de la mano del crecimiento de la demanda interna. Esta coyuntura debería permitir al BCE empezar a retirar el QE en el transcurso del año y poner en el horizonte de medio plazo la primera subida de tipos. Frente a esta solidez doméstica, los riesgos vendrán del exterior. Por un lado, dada la preeminencia global de la Fed, la normalización monetaria en EE. UU. podría provocar un efecto de contagio y endurecer las condiciones financieras de la eurozona. Para calibrar la magnitud de este efecto, hemos analizado el impacto de la política monetaria de la Fed sobre las condiciones financieras de la eurozona. Como muestra el segundo gráfico, las acciones de la Fed no solo afectan la deuda estadounidense a largo plazo sino que, con una sensibilidad alrededor del 50%, también impactan la deuda de los países europeos: por ejemplo, una decisión de la Fed que haga repuntar la deuda estadounidense en 10 p. b. se traduce, típicamente, en un aumento de 5 p. b. de la deuda alemana. Por otro lado, nuestro análisis indica que el tramo corto de la curva europea no se ve afectado. Dadas estas sensibilidades y una normalización de la Fed según lo previsto, el BCE no debe tener problemas para mantener las condiciones financieras que considere apropiadas en la zona euro con una buena comunicación de su política monetaria. Por otro lado, el cargado calendario electoral europeo en 2017, junto con unos partidos populistas con capacidad de influenciar la agenda política aunque queden fuera de los gobiernos, nos presenta un año con una mayor probabilidad de políticas fiscales expansivas también en Europa. En este contexto, el BCE puede sentirse también más cómodo comenzando a retirar los extraordinarios estímulos de política monetaria.

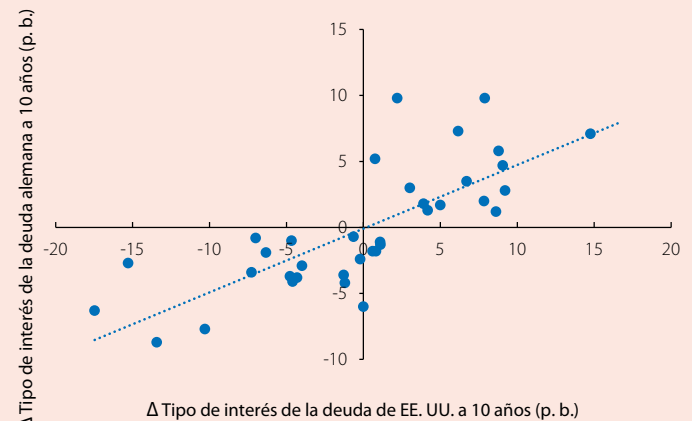
En definitiva, 2017 empieza con unas perspectivas macroeconómicas razonablemente buenas y que, por tanto, son favorables a una normalización ordenada de las condiciones financieras. Más allá de la incertidumbre que sigue rodeando el escenario macroeconómico, todo apunta a que cada vez estamos más cerca de constatar que la política monetaria no será tan laxa en un futuro como lo ha sido en los últimos años.

Adrià Morron Salmeron

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

Política monetaria en EE. UU. y condiciones financieras europeas

Impacto de los anuncios de la Fed en las yields soberanas estadounidense y alemana (2006-2016)



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

3. Paralelamente al repunte de tipos y expectativas de inflación, se ha producido un aumento de la prima de riesgo de los bonos.

Perspectivas de los mercados emergentes en 2017

Los activos financieros de países emergentes han sido la gran sorpresa positiva en lo que llevamos de 2016 y han roto una racha de varios años de penuria. Los analistas están divididos entre quienes creen que solo es una tregua y quienes ven un punto de inflexión duradero. Ambos bandos articulan sus argumentos bajo el marco conceptual de los factores de empuje y de atracción de flujos de capitales que, sin duda, sigue siendo muy útil para analizar el comportamiento de los mercados emergentes. Los pesimistas consideran que el elemento dominante será el previsible deterioro de las condiciones financieras globales, que debilitará el «empuje» de capital hacia los activos emergentes. Los optimistas ponen énfasis en la mejora que se aprecia desde hace algunos trimestres en el cuadro macroeconómico de estos países, que «atraerá» capital hacia ellos. Es evidente que son dos fuerzas contrapuestas pero no está claro qué magnitud alcanzarán y cómo interactuarán. Nuestra valoración de las dinámicas en funcionamiento nos lleva a decantarnos por un escenario moderadamente positivo.

El año 2016 ha sido una carrera de obstáculos para los activos emergentes: temores respecto a la economía china en enero, *brexít* en junio y victoria de Trump en noviembre, por mencionar los más destacados. Pese a ello, el índice MSCI Emerging Markets registra una progresión del 7% en lo que va de ejercicio, por encima del 2% de su homólogo de países desarrollados y en claro contraste con la caída del 17% que sufrió en 2015. En el mercado de renta fija, el diferencial de los bonos emergentes se ha reducido un 30% desde los máximos de enero, según el índice global de JP Morgan. Finalmente, en el mercado de divisas, y a pesar de algunas excepciones notables como las del peso mexicano o la lira turca, 2016 ha estado marcado también por una tendencia al alza en las monedas emergentes. Este comportamiento globalmente positivo ha contado con la ayuda tanto de fuerzas de empuje como de atracción. Por un lado, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores internacionales, fomentada por el tono ultraacomodaticio de los bancos centrales del G3, incidió con gran intensidad durante la primera mitad del año. Por otro lado, los factores de atracción empezaron a cobrar un papel creciente a partir del verano, gracias a los signos de estabilización en China y a la mejora de la coyuntura en otros emergentes importantes (modesta pero suficiente para destacar en un contexto de crecimiento débil en el bloque desarrollado).¹

Los pesimistas creen que el clima financiero global que se avecina en 2017 pasará a ser muy hostil para los activos de los países en desarrollo, en particular para aquellos donde el nivel de endeudamiento es demasiado elevado.² Alertan sobre dos grandes riesgos en el entorno exterior. El primero procede del proceso de normalización del tipo oficial de la Reserva Federal estadounidense (Fed). Esto ya fue motivo de preocupación durante la segunda mitad de 2015, cuando la Fed practicó su primera subida de tipos tras la gran crisis de 2008. Aquel episodio, junto con las preocupaciones sobre la economía china, se saldó con un duro varapalo a los activos emergentes, que se prolongaría hasta febrero de 2016. Ahora tiene una probabilidad muy alta de concretarse bien pronto,³ lo cual despierta el temor a una repetición de lo acontecido en 2015. De hecho, algunos recuerdan el *taper tantrum* de 2013, cuando la Fed anunció la intención de reducir el ritmo de su programa de compra de activos (QE) y desencadenó fuertes turbulencias en los mercados globales: la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años repuntó más de 100 p. b. y numerosos mercados emergentes sufrieron un súbito e intenso deterioro de sus condiciones financieras. Salidas de capitales, reducción de la liquidez, fuerte depreciación de las divisas, incremento sustancial de los diferenciales de crédito y caídas de las bolsas fueron los principales impactos de aquel inesperado primer paso (verbal) hacia la normalización de la política monetaria en EE. UU. Esos mismos efectos se han observado históricamente cuando actúa el segundo factor que preocupa a los pesimistas: los aumentos de la aversión global al riesgo. Los tres grandes episodios de 2016 citados anteriormente (China, *brexít* y Trump) se han sorteado razonablemente bien, pero no pueden darse por cerrados definitivamente. Además, se abren de cara a 2017 otros frentes también con envidia suficiente para provocar repuntes de la aversión al riesgo. En particular, la incertidumbre política que puede emanar de una agenda electoral muy cargada en Europa.⁴

Los optimistas exponen cinco argumentos básicos para defender que los riesgos asociados a una degradación de las condiciones financieras mundiales serán manejables y pronosticar que los activos emergentes podrán sostener los avances de 2016. Los tres primeros dan réplica directa a las inquietudes de los pesimistas. Los dos últimos hacen hincapié en las condiciones internas actuales de los países emergentes, que parecen razonablemente propicias para atraer a los inversores.

Primero, si bien es verdad que se dan las condiciones para que la Fed lleve a cabo un ajuste gradual de los tipos de interés, esta normalización parece ahora bien descontada por los inversores en contraste con la sorpresa que supuso el amago de *tapering* en 2013. Ello disminuye la probabilidad de un ajuste abrupto de las condiciones financieras y otorgan flexibilidad a los países emergentes para ajustarse a un entorno global menos laxo. Además, 2016 ha enseñado que la Fed prefiere pecar por exceso de prudencia y que tiene muy en cuenta la evolución del entorno exterior, hasta el punto de estar dispuesta a revisar la senda de normalización de su tipo oficial para no desestabilizar, precisamente, a los mercados internacionales (sobre todo en el caso de posibles repercusiones sistémicas).

1. Para más detalles, véase el Focus «Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos» del IM11/2016.

2. Para más detalles, véase el Focus «Deuda emergente: un flanco débil ante la normalización monetaria de la Fed» del IM11/2016.

3. Sobre esta cuestión, véase el artículo «Política monetaria en 2017: navegando con el viento a favor, pero con mar de fondo» del presente Dossier.

4. Para más detalles, véase el artículo «Política y economía en 2017: un binomio inseparable» del presente Dossier.

Segundo, si bien es verdad que la incertidumbre política es capaz de generar mayor nerviosismo en todas las latitudes, este riesgo se concentra en mayor medida en el bloque desarrollado. En este sentido, la reacción de los inversores al *brexit* es reveladora, dado que propició un mejor comportamiento relativo de los activos emergentes. Es decir, demostró que una mayor aversión global al riesgo con origen en los países avanzados no siempre afecta negativamente, e incluso puede favorecer, a los mercados financieros emergentes. En este sentido, la orientación de la Administración Trump en política comercial representa quizás el factor de riesgo más real para las economías emergentes pero cabe prever que, tanto en este frente como en otros, el Congreso de EE. UU. puede jugar un papel moderador.

Tercero, y relacionado con los dos anteriores, la vulnerabilidad ante eventuales degradaciones de las condiciones financieras globales es ahora menor que en 2013 o 2015, porque la exposición de los inversores internacionales a los activos financieros emergentes es mucho más baja que entonces. Por ejemplo, datos referidos a la composición de las carteras de fondos de inversión y de pensiones occidentales muestran que, actualmente, el peso de los activos emergentes está en el 12%, muy cerca de los mínimos del 11% alcanzados a inicios de 2016 o tras la Gran Recesión de 2009 (es decir, después de que los pánicos vendedores hubieran impactado). En cambio, justo antes del *taper tantrum*, la cifra era del 17%, cerca de los máximos históricos. Esto hace pensar que, aunque la degradación de las condiciones financieras globales fuera algo más abrupta de lo esperado, no debería provocar eventos disruptivos para los mercados emergentes.

Cuarto, la valoración de los activos financieros emergentes se encuentra, en conjunto, en niveles razonablemente atractivos. De entrada, varias medidas de los tipos de cambio de equilibrio indican que, en la mayoría de los casos, las divisas emergentes cotizan por debajo de su valor fundamental. La ratio PER se encuentra cerca del 11,5 para el índice MSCI Emerging Markets, por debajo de la media de 12,5 registrada desde principios de 1990. En el mercado de renta fija, la situación está un poco más apurada desde una perspectiva histórica, en consonancia con lo que ocurre en todo el mundo debido al impacto de las políticas no convencionales de los bancos centrales. Así, el diferencial de crédito soberano se encuentra casi 1 p. p. por debajo del promedio histórico calculado desde finales de los años noventa (si bien está en la parte alta del rango observado desde 2009, el inicio de dichas políticas no convencionales).

Finalmente, y no por ello menos importante, la mejora del cuadro macroeconómico de la mayoría de las economías emergentes en los últimos años les proporciona más atractivo y mayor resiliencia frente a condiciones financieras adversas. Así, desde mediados de 2014, los países emergentes han conseguido reducir de manera sustancial su vulnerabilidad macroeconómica (véase el gráfico anterior). Varios estudios demuestran que el impacto de un cambio de política monetaria en las economías desarrolladas sobre las condiciones financieras de los países emergentes depende, principalmente, de los fundamentos macroeconómicos propios de cada país.⁵ Igualmente, otros estudios ponen de manifiesto que, cuando dichos fundamentos son sólidos, se mitigan sustancialmente los efectos negativos de un repunte de la aversión global al riesgo.⁶ Es más, la importancia de los fundamentos propios ha aumentado desde mediados de los años 2000.⁷ Es decir, los inversores internacionales cada vez discriminan más dentro del variado grupo de países emergentes (como bien se constató durante el *taper tantrum*).

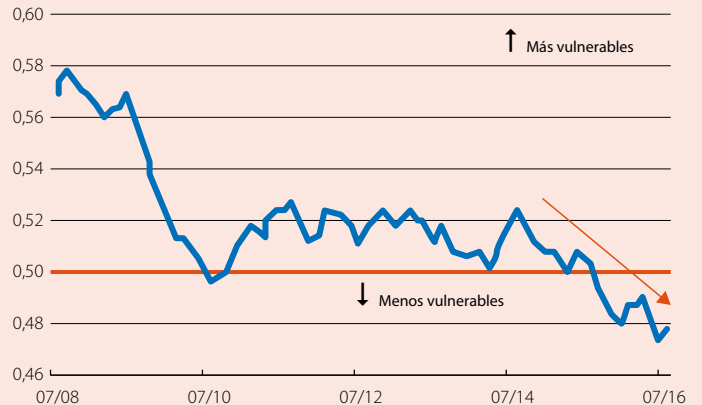
En definitiva, a los pesimistas no les falta razón cuando advierten de los riesgos que acechan a los mercados emergentes en 2017. Sin duda, están ahí. Pero los matices tranquilizadores que aportan los optimistas, relativos al posicionamiento de las carteras y las expectativas de los inversores, resultan convincentes. En última instancia, que continúe la lenta pero meritoria mejora de los fundamentos económicos constituye la clave para que las ganancias de 2016 tengan continuidad en el año que entra. Así lo esperamos.

Mathieu Fort

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

Vulnerabilidad macroeconómica de las economías emergentes

Nivel *



Nota: * Índice de 0 a 1, donde 0,50 es la mediana histórica. Este índice captura la fragilidad económica de los países emergentes basado en variables clave sobre (i) la estabilidad macroeconómica (crecimiento económico e inflación); (ii) el nivel de apalancamiento del sector privado (evolución del crédito, endeudamiento privado y tipos de interés reales); (iii) los desequilibrios externos (cuenta corriente, reservas y tipo de cambio), y (iv) el riesgo soberano (saldo fiscal y endeudamiento público).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Deutsche Bank.

5. Véase, por ejemplo, Santacreu, A. M. (2015), «The Economic Fundamentals of Emerging Market Volatility», Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, No. 2, 2015.

6. Yildirim, Z. (2016), «Global financial conditions and asset markets: Evidence from fragile emerging economies», Economic Modelling, Volume 57, September 2016, Pages 208-220.

7. Ahmed, S., Coulibaly, B. y Zlate, A. (2015), «International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1135, April.

Política y economía en 2017: un binomio inseparable

En estos últimos meses, hemos visto cómo los vaivenes políticos se han convertido en una variable clave a la hora de analizar las perspectivas económicas. La ciencia económica ha incorporado esta nueva realidad hasta tal punto que algunos economistas ya hablan de ciclos económico-políticos y estudian no solo los clásicos *shocks* tecnológicos y monetarios sino también *shocks* de índole política. En 2017, esta dinámica se acentuará y el binomio formado por la política y la economía será inseparable. Y es que Donald Trump estrenará mandato tras su proclamación como presidente de EE. UU. el 20 de enero mientras que la UE deberá afrontar la negociación con el Reino Unido y una agenda política repleta de citas electorales de primera magnitud, con especial mención a las elecciones en Francia, Países Bajos y Alemania.

En particular, hay dos factores relacionados con la esfera política que preocupan por sus posibles repercusiones sobre la economía a nivel mundial. El primero es el incremento observado de la polarización política o, dicho de otro modo, un aumento del apoyo de las políticas económicas extremas, o populistas, ya sean de derecha o de izquierda. El segundo es un aumento de la inestabilidad política. Como se puede apreciar en los gráficos adjuntos, en Europa se ha observado en los últimos años un incremento sustancial tanto de la polarización como de la inestabilidad política. En EE. UU. también se ha producido un aumento de la polarización: según el Pew Research Center, en 2014, el 92% de los votantes republicanos tenían posiciones más conservadoras que el elector mediano demócrata (64% en 1994) y el 94% de los votantes demócratas tenían posiciones más a la izquierda que el elector mediano republicano (70% en 1994).

Existe un amplio consenso en la literatura económica sobre las consecuencias negativas que tanto la polarización política como la inestabilidad política tienen para el progreso económico. Centrándonos en el primer factor, la polarización política, según la definición clásica que acuñó a principios de los noventa el renombrado economista del MIT Rudiger Dornbusch, el populismo es el conjunto de políticas que priorizan el crecimiento económico a corto plazo sin tener en cuenta los riesgos que pueden conllevar, por ejemplo, deteriorando las cuentas públicas a medio plazo. Así, según Dornbusch, el populismo puede tener un impacto positivo a corto plazo, aunque ello es engañoso ya que, a medio plazo, los desequilibrios económicos acaban provocando un ajuste muy severo de la economía.

Hay dos canales adicionales a través de los cuales un aumento de la polarización política suele dañar el crecimiento económico. Por un lado, la polarización dificulta el acuerdo entre los diferentes agentes de la sociedad y, en muchos casos, el responsable político acaba optando por implementar una política económica que beneficia a su electorado potencial aunque no sea la adecuada para el conjunto de la sociedad. Este factor es especialmente importante en épocas de bonanza económica, ya que la mayor abundancia de recursos permite al responsable político llevar a cabo su agenda con mayor facilidad. Además, ello da lugar a una política fiscal procíclica, cuando lo ideal es implementar políticas fiscales contracíclicas, esto es, ahorrar en tiempos de abundancia para poder gastar más en tiempos de vacas flacas y revitalizar así la economía.

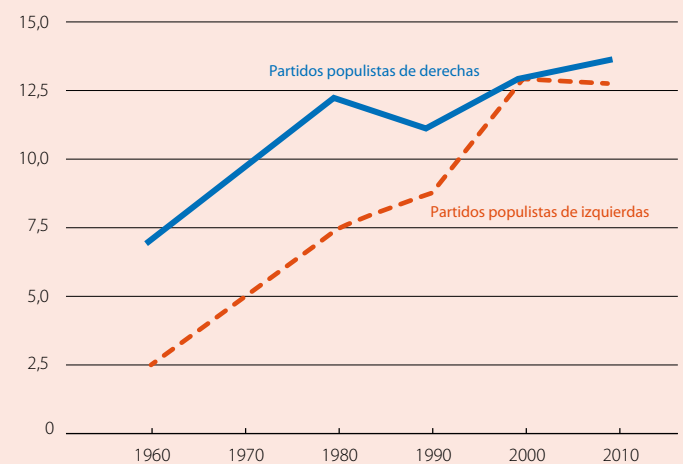
El segundo canal, a través del cual un aumento de la polarización política puede afectar negativamente al crecimiento, es que, en general, esta suele ir asociada a un aumento de la inestabilidad política y, por tanto, de la incertidumbre.

La economista de la Reserva Federal de Philadelphia, Marina Azzimonti,¹ ha intentado cuantificar en un artículo reciente el impacto sobre la economía del alza de la polarización política en EE. UU. entre 2007 y 2012. Los resultados que obtiene ponen de manifiesto que no se trata de un fenómeno menor. Según la autora, debido al aumento de la polarización política, se han perdido 1,75 millones de puestos de trabajo, la inversión decreció un 8,6% y el PIB se contrajo un 2%.

1. Véase Azzimonti, M. (2013), «The Political Polarization Index», Working Paper No. 13-41, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Apoyo electoral a los partidos populistas en Europa

Porcentaje de voto (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Inglehart, R. y Norris, P. (2016), «Trump, Brexit, and the Rise of Populism».

El segundo factor que preocupa es el aumento de la inestabilidad política, más allá de la que puede haber generado el aumento de la polarización. Un aumento de la inestabilidad incide negativamente sobre la economía ya que, como se ha comentado, acrecienta la incertidumbre, lo que puede posponer decisiones de inversión y de contratación. Una muestra de cómo la incertidumbre que genera la inestabilidad política afecta a las decisiones económicas es que, en los países desarrollados, en general, la inversión privada suele caer 1 p. p. el trimestre anterior a la celebración de las elecciones.² Una cifra que es importante tener presente dada la cantidad de procesos electorales que se celebrarán en Europa en 2017. Asimismo, los economistas del FMI Ari Aisen y Francisco José Vega³ muestran que la inestabilidad política suele ir asociada a un menor crecimiento y que ello es debido, sobre todo, a una disminución en el crecimiento de la productividad.

Centrándonos ahora en Europa, y más allá del aumento de la polarización y la inestabilidad política, el cargado calendario electoral previsto para 2017 también podría renovar temporalmente la presión sobre las finanzas públicas. Y es que, tal como explican los economistas de Harvard, Alberto Alesina y Matteo Paradisi en un estudio reciente,⁴ los gobernantes tienden a promover políticas fiscales más expansivas en la antesala de las elecciones con el objetivo de aumentar sus opciones de revalidar el mandato. Un fenómeno que es más acusado cuando más abierto es el resultado electoral. Y si algo caracteriza las contiendas electorales previstas en Europa el año que viene es precisamente que el resultado parece bastante abierto a día de hoy. En este sentido, un estudio reciente de Goldman Sachs apunta precisamente a que este factor generará una notable relajación fiscal en Francia, Alemania e Italia.

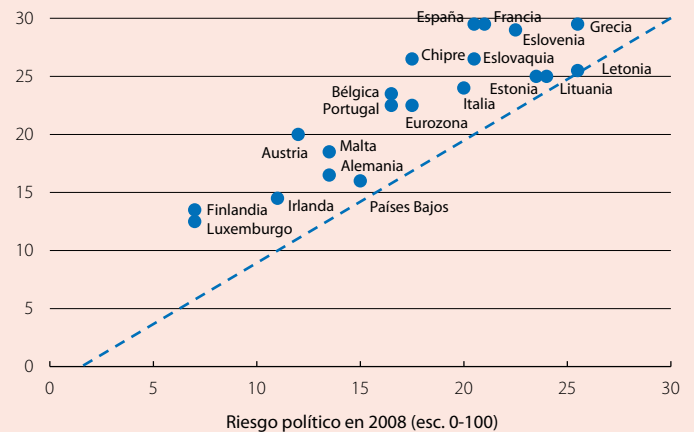
En definitiva, 2017 será un año clave a nivel político tanto en EE. UU. como en Europa y ello tendrá importantes derivadas en el ámbito económico. En particular, existe una preocupación fundada sobre cómo la polarización y la inestabilidad política pueden traducirse en mayor incertidumbre económica y en un aumento de los desequilibrios macroeconómicos. Y es que el empeoramiento de la situación política podría hacer tambalear el proyecto común europeo y ahondar en la pérdida de mecanismos de cooperación multilaterales. Que no suceda requerirá cintura política y visión de futuro por parte de todos.

Javier Garcia-Arenas

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

Ratings de riesgo político en la Unión Europea *

Riesgo político en 2016 (esc. 0-100)



Nota: * El nivel de estabilidad política es una de las variables más importantes para calcular estos ratings.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo y de PRS Group.

2. Véase Canes-Wrone, B. y Ponce de Leon, C. (2015), «Electoral Cycles and Democratic Development», Princeton Working Paper.

3. Véase Aisen, A. y Veiga, F. J. (2011), «How Does Political Instability Affect Economic Growth», IMF Working Paper.

4. Véase Alesina, A. y Paradisi, M. (2014), «Political Budget Cycles: Evidence from Italian Cities», NBER Working Paper.

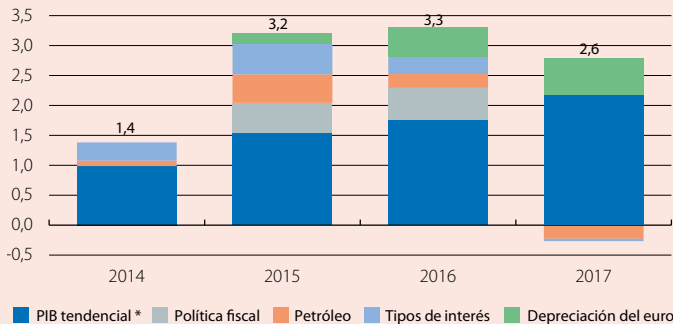
La economía española en 2017: creciendo con menos vientos de cola

El crecimiento de la economía española fue muy vigoroso en el bienio 2015-2016: superó el 3% en ambos años y batió los pronósticos de la mayoría de los analistas. Este extraordinario desempeño se demuestra por la confluencia de unos factores de apoyo temporal, tanto externos (el bajo precio del petróleo y la política monetaria ultraexpansiva del BCE) como internos (impulso fiscal), que se han sumado a la recuperación cíclica de la economía. En el segundo semestre de 2016, estos vientos de cola empezaron a perder intensidad, y ello se ha visto reflejado en una suave ralentización del ritmo de avance del PIB. De cara a 2017, la evolución de estos factores de apoyo determinará, en gran parte, el ritmo de avance de la economía española el próximo año.

Empecemos por retroceder un poco en el tiempo, cuando se pagaban unos 100 dólares por un barril de crudo, un euro equivalía a 1,33 dólares y la rentabilidad que ofrecía el bono español a 10 años era del 2,7%. Aunque estas cifras parecen muy alejadas de la situación económica actual,¹ corresponden a los promedios de 2014, hace solamente dos años. El crecimiento del PIB ese año fue del 1,4%, un poco por encima del crecimiento del PIB tendencial² gracias, sobre todo, a los menores costes de financiación de los que empezó a gozar la economía española tras las medidas expansivas del BCE y, en menor medida, al ligero descenso del precio del petróleo (véase el primer gráfico). Estos factores de apoyo se intensificaron en 2015: el precio del petróleo se desplomó hasta los 35 dólares en diciembre de ese año y los costes de financiación siguieron descendiendo a tenor de una intervención más decisiva del BCE, que finalmente inició las compras de bonos soberanos. Las caídas del precio del petróleo y de los tipos de interés se prolongaron en 2016, pero su descenso fue menor que en el año anterior y, por tanto, también su impacto en el crecimiento. En conjunto, estos dos factores, petróleo y tipos de interés, explican alrededor de 1 p. p. del crecimiento del PIB en 2015 y 0,5 p. p. en 2016.³ Las previsiones de CaixaBank Research trazan un alza moderada tanto del precio del petróleo como de los tipos de interés en 2017, por lo que se espera que estos factores dejen de apoyar el crecimiento del PIB en el próximo año.

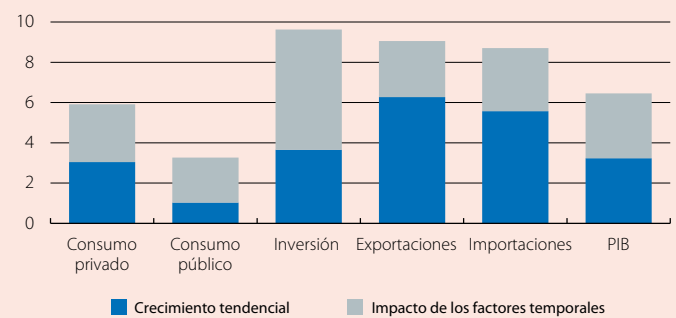
Desglose del crecimiento del PIB

Contribución a la variación anual del PIB (p. p.)



Desglose del PIB por componentes de demanda

Crecimiento acumulado 2015-2016 (%)



Notas: * El PIB tendencial se obtiene de estimar un modelo autorregresivo en la serie del PIB asumiendo que no hay shocks. El impacto de los distintos factores se estima a partir del saldo energético, del pago de intereses, de la depreciación del tipo de cambio efectivo real y del ajuste fiscal. Para estimar el impacto en los componentes de demanda, se asume una propensión marginal a consumir e invertir del 60% y una intensidad importadora del 25%. El número encima de las barras indica el crecimiento anual del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, el BCE y el Ministerio de Hacienda.

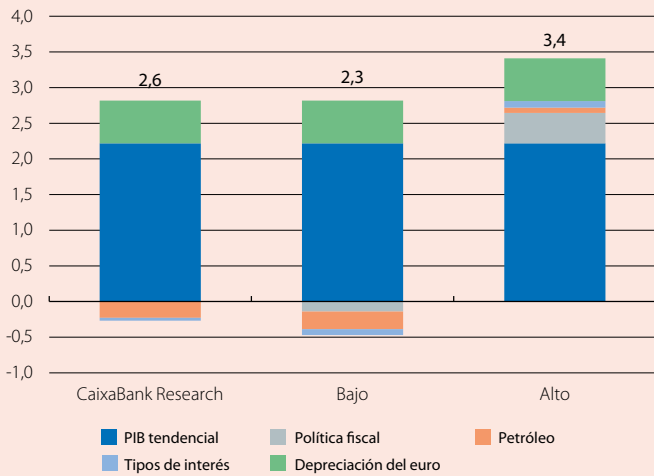
Otro elemento externo que ha favorecido a la economía española es el tipo de cambio. La política monetaria expansiva del BCE, junto con el inicio de la normalización monetaria en EE. UU., propició una acusada depreciación del euro que pasó a cambiarse, en promedio, a 1,11 dólares en 2015. Si se tiene en cuenta una cesta más amplia de divisas, se observa que el descenso del tipo de cambio efectivo real español respecto a los principales socios comerciales se inició en 2014 (-2,9%) y prosiguió en 2015 (-2,8%) y en 2016 (-1,0% entre enero y octubre, último dato disponible). Dado que el impacto del tipo de cambio sobre la evolución de las exportaciones no es inmediato, sino que el efecto máximo suele observarse al cabo de un año y medio aproximadamente, estimamos que el efecto sobre el crecimiento del PIB en 2015 fue relativamente pequeño, del orden de 2 décimas.⁴ En cambio, el impacto en 2016 está siendo más relevante (unas 5 décimas) y seguirá siendo muy importante en 2017.

Finalmente, en clave interna, otro elemento que ha impulsado de forma decisiva el crecimiento del PIB en los dos últimos años ha sido la política fiscal expansiva. En 2015, el déficit público se redujo en 8 décimas, hasta el 5,0% del PIB (sin incluir pérdidas por ayudas a la banca). El ajuste fiscal en 2016, si se cumple el nuevo objetivo del 4,6% del PIB, habrá sido menor, de 4 décimas. En ambos años, la mejora del entorno macroeconómico habría conllevado una reducción del déficit mayor si la política fiscal hubiera sido neutra; o, lo que es lo mismo, la reducción del déficit fue relativamente menor ya que se tomaron medidas fiscales de

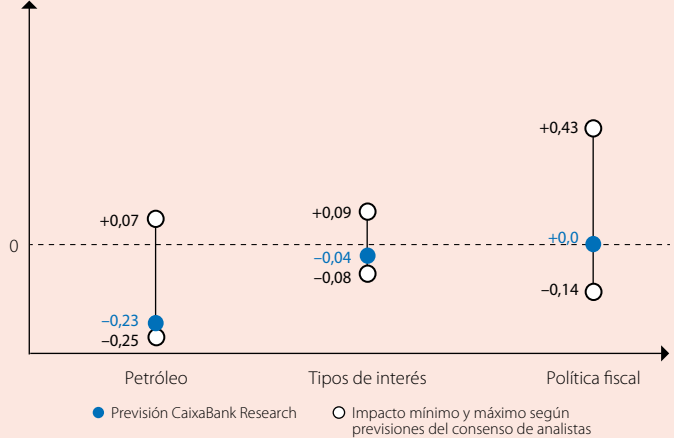
1. Las cifras promedio del mes de noviembre de 2016 son 46,9 dólares por barril, 1,08 dólares por euro y el bono español a 10 años ofrece una rentabilidad del 1,5%.
2. El PIB tendencial se estima a partir de un modelo autorregresivo estimado en el periodo 1995-2013. Se trata de una aproximación del crecimiento del PIB que se habría observado en ausencia de shocks.
3. El impacto del precio del petróleo sobre el PIB se estima a partir del ahorro anual en el saldo energético de la balanza de pagos. El impacto de los tipos de interés se estima a partir del ahorro en gastos financieros de los hogares y las sociedades no financieras de las cuentas no financieras.
4. El impacto del tipo de cambio efectivo real sobre el PIB se estima a partir de la elasticidad histórica de las exportaciones y el tipo de cambio.

Escenarios de crecimiento del PIB en 2017

Contribución a la variación anual del PIB (p. p.)



Rango de la contribución a la variación anual del PIB de cada factor (p. p.)



	Petróleo (dólares por barril)	Tipo de interés del bono español a 10 años	Déficit fiscal
CaixaBank Research	57,6	1,8	-3,4
Alto	41,0	1,0	-4,0
Bajo	60,5	2,2	-3,1

Notas: El número encima de las barras indica el crecimiento anual del PIB. Los escenarios Alto y Bajo se construyen a partir de las previsiones mínima y máxima del consenso de analistas para cada uno de los factores.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, Funcas y Consensus Forecast.

corte expansivo, como la rebaja del IRPF. En concreto, estimamos que el impulso fiscal ha contribuido en unas 5 o 6 décimas al crecimiento del PIB en cada uno de estos años. Para el 2017, si el déficit se reduce a un ritmo ligeramente superior al de los dos últimos años y se sitúa cerca del objetivo acordado con Bruselas, la política fiscal sería prácticamente neutra.

El impacto de los *shocks* anteriormente comentados no ha sido homogéneo entre los distintos componentes del PIB, pero sí generalizado. Tal y como se observa en el segundo gráfico, la inversión es el componente que se ha visto más favorecido por los distintos factores de apoyo temporal. De todas formas, el consumo privado y el consumo público también se han visto apoyados por estos factores. En lo que al sector exterior se refiere, la depreciación del euro ha impulsado el crecimiento de las exportaciones en 3 p. p., lo que representa cerca de un tercio del crecimiento acumulado en el bienio 2015-2016.

En definitiva, el análisis pormenorizado de los principales factores de apoyo temporal apunta a que estos explican aproximadamente la mitad del excepcional crecimiento de la economía española en el bienio 2015-2016. Sin ninguna duda, estos elementos contribuyeron a generar confianza en la capacidad de crecimiento y ayudaron a afianzar, así, el buen *momentum* de la economía. Sin ellos, el crecimiento habría sido más exiguo y el efecto confianza, más difícil de cuantificar, también habría sido menor.

Como ya se ha señalado, las previsiones de CaixaBank Research para 2017 sugieren que estos vientos de cola dejarán de soplar y algunos, de hecho, incluso se espera que se tornen en vientos de cara. En este escenario, el ritmo de avance de la economía española se moderará hasta un todavía notable 2,6%. Sin embargo, la incertidumbre que rodea esta previsión es elevada puesto que depende de variables como el precio del petróleo, los tipos de interés o el tipo de cambio, cuya evolución es muy incierta en el contexto internacional actual. Para ilustrar esta incertidumbre, basta con observar la gran diferencia que hay entre la previsión más optimista y la más pesimista entre los distintos analistas. Por ejemplo, la previsión del precio del petróleo promedio para el próximo año oscila entre 41 y 60 dólares, y la de la rentabilidad del bono español a 10 años se sitúa entre el 1,0% y el 2,2%. A pesar de la amplitud del intervalo de previsiones, el impacto estimado sobre el crecimiento del PIB es relativamente modesto (entre -2 y +1 décimas). Asimismo, destaca el hecho de que, en ambos casos, las previsiones de CaixaBank Research se sitúan del lado conservador, lo que implica que los riesgos estarían sesgados al alza (véanse los gráficos tercero y cuarto). Finalmente, es preciso subrayar que la divergencia de opiniones sobre el curso del déficit público en 2017 se ha mantenido especialmente elevada: el intervalo oscilaba entre el -3,1% y el -4,0% del PIB en el panel de Funcas de noviembre. El impacto directo sobre el crecimiento del PIB, en este caso, no es nada desdeñable, e ilustra la importancia de concretar medidas creíbles.

En definitiva, aunque todo apunta a que el crecimiento seguirá siendo vigoroso en 2017, la incertidumbre también se mantendrá en cotas altas, especialmente debido al complejo contexto internacional. En este entorno, en el que los vientos de cola pueden dejar de apoyar al crecimiento de la economía española, es imprescindible seguir impulsando una agenda de reformas estructurales ambiciosas, que garantice un crecimiento sostenido y equilibrado a medio plazo.

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

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE)

Sergio Mayordomo y María Rodríguez-Moreno, 11/2016

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US

Nadim Elayan Balagué y Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Jorge Meliveo y Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España

María Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España

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

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

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

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES

31 de diciembre de 2015

MILLONES €

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

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

MILLONES €

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

CaixaBank Research en Twitter

@CABK_Research

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

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

