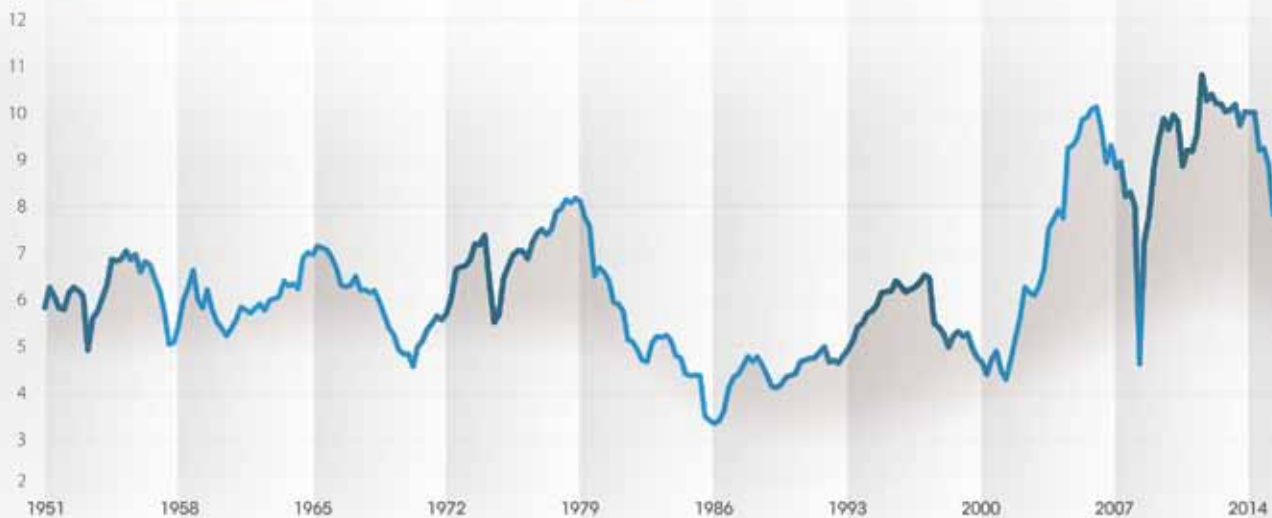


IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 409 | FEBRERO 2017

Beneficios empresariales en EE. UU. (% del PIB)



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*La estrategia de la Fed en 2017:
pasos más firmes, pero cautelosos*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Ralentización del comercio mundial:
el papel del proteccionismo*

UNIÓN EUROPEA

Paridad, ¿esta vez sí?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Las exportaciones españolas y la
desaceleración del comercio mundial*

DOSSIER: BENEFICIOS EMPRESARIALES AL ALZA

*Evolución de los beneficios de las empresas
cotizadas: alcista y volátil*

*Sobre la distribución de la renta
empresarial*

*¿Por qué han aumentado los márgenes
empresariales?*

*Liquidez en el sector empresarial: cuando
más no siempre es mejor*

INFORME MENSUAL**Febrero 2017****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:

31 de enero de 2017

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

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

Estel Martín

Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *La estrategia de la Fed en 2017: pasos más firmes, pero cautelosos*10 *Una perspectiva sectorial del nuevo escenario macroeconómico***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *El shadow banking en China: una sombra alargada*16 *Ralentización del comercio mundial: el papel del proteccionismo***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Paridad, ¿esta vez sí?*22 *El impacto de la demografía sobre el mercado laboral:
¿desafío superable?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La deuda pública: el elefante en la habitación*28 *La inversión en capital humano: la llave de acceso a un empleo
de calidad*29 *Las exportaciones españolas y la desaceleración del comercio
mundial***32 DOSSIER: BENEFICIOS EMPRESARIALES AL ALZA**32 *Evolución de los beneficios de las empresas cotizadas:
alcista y volátil*
Mathieu Fort34 *Sobre la distribución de la renta empresarial*
Judith Montoriol Garriga36 *¿Por qué han aumentado los márgenes empresariales?*
Roser Ferrer38 *Liquidez en el sector empresarial: cuando más no siempre
es mejor*
Carlos Martínez Sarnago

El futuro del comercio mundial

El mes de enero no trajo buenos augurios para el comercio mundial. En su primera semana como presidente, Donald Trump confirmó la retirada de EE. UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica, reiteró su intención de renegociar el acuerdo de libre comercio de Norteamérica y puso encima de la mesa la posibilidad de financiar la construcción de un muro en la frontera con México con un arancel del 20% sobre las importaciones provenientes del país vecino. Al otro lado del Atlántico norte, Theresa May dejó claro que el Reino Unido se encamina hacia un *brexít* duro que lo situará fuera del mercado único europeo. Aunque su intención expresa es negociar tratados de libre comercio con la UE y otros países, completar estos acuerdos puede llevar años y no está claro que, cuando se consigan, faciliten un intercambio tan fluido de bienes y servicios como el actual.

La actitud que adopte la Administración norteamericana será especialmente importante para el devenir del comercio mundial. Si bien durante la campaña electoral el «candidato» Trump tuvo un discurso abiertamente proteccionista, del «presidente» Trump se esperaba –y aún esperamos– una orientación más pragmática.

EE. UU. tiene razón en que sus exportaciones de bienes y servicios no reciben, en determinados países, un trato comparable al que ellos ofrecen a las importaciones de esas mismas jurisdicciones. Esta situación es fruto, fundamentalmente, de la contraposición de dos modelos de entender el comercio internacional: el liberal y el mercantilista. EE. UU. ha abrazado durante décadas (con pocas excepciones) un enfoque liberal que prioriza la eliminación de trabas a las importaciones, en beneficio de las empresas, que pueden aprovechar cadenas de suministro globales, y de los consumidores, que consiguen tener acceso a una mayor variedad de productos y a mejor precio. Otros países han optado por un enfoque mercantilista, protegiendo algunos sectores de la competencia internacional e incentivando las ventas al exterior con subsidios o una moneda débil.

Para intentar conseguir un trato más simétrico, la Administración Trump puede elegir entre dos alternativas con implicaciones muy distintas: negociar un mejor acceso de sus exportadores a los mercados internacionales o entorpecer las importaciones de bienes y servicios con la imposición de barreras comerciales –arancelarias o de otro tipo–. En ese sentido, no está claro qué pretendía el candidato Trump cuando apuntaba la posibilidad de introducir aranceles del 35%-45% sobre las importaciones mexicanas o chinas; si lo hacía como una amenaza para alcanzar lo primero o como una propuesta para conseguir lo segundo –en palabras recientes del principal empresario mexicano, Carlos Slim, si lo hacía en calidad de «negotiator» o de «terminator»–. Por el bien de la economía mundial, y de los propios EE. UU., esperemos que se trate de una estrategia negociadora y que la amenaza nunca llegue a cumplirse. De lo contrario, estaríamos ante un serio riesgo de guerras comerciales y de repliegue del comercio mundial.

EE. UU. también podría implementar otras medidas que ayudarían a mejorar la competitividad de sus empresas y a reducir su déficit comercial, próximo al 3% del PIB. Un ejemplo sería la reforma del impuesto de sociedades, que con uno de los tipos impositivos más altos del mundo (aproximadamente un 39% incluyendo federal y estatal) desincentiva la producción doméstica y la repatriación de beneficios por parte de las multinacionales. Otro sería un programa de inversiones en infraestructuras para modernizar el sistema de transporte y de suministro energético. Se trata de dos reformas que contribuirían a impulsar no solo el crecimiento del comercio sino también el económico tanto en EE. UU. como a escala global. Resulta alentador que ambas propuestas estuvieran incluidas en el programa electoral del presidente. Esperemos que las valore seriamente.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de enero de 2017

CRONOLOGÍA

ENERO 2017

- 23 Donald Trump confirma la retirada de EE. UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés).

DICIEMBRE 2016

- 4 Italia celebra un referéndum en el que se rechazó la reforma de la Constitución. El primer ministro Matteo Renzi dimite y le sustituye Paolo Gentiloni.
- 8 El BCE extiende el QE hasta diciembre de 2017 y reduce la compra de bonos mensuales de 80.000 a 60.000 millones de euros a partir de abril.
- 14 La Reserva Federal de EE. UU. sube el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 0,50%-0,75%.
- 22 El banco italiano Monte dei Paschi di Siena fracasa en su intento de ampliación de capital de 5.000 millones de euros y el Gobierno italiano crea un fondo de 20.000 millones de euros para fortalecer la banca.

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.

AGENDA

FEBRERO 2017

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 8 Índice de producción industrial (diciembre).
- 13 PIB de Japón (4T).
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 20 Comercio exterior (diciembre).
- 27 Avance IPC (febrero).
- Índice de sentimiento económico de la eurozona (febrero).
- 28 Balanza de pagos (diciembre).

MARZO 2017

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- Contabilidad nacional trimestral (4T).
- 8 Índice de producción industrial (enero).
- 9 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 15 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 16 Encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (enero).
- 21 Comercio exterior (enero).
- 23 Consejo Europeo.
- 30 Avance del IPC (marzo).
- Índice de sentimiento económico de la eurozona (marzo).
- 31 Balanza de pagos (enero).
- Ejecución presupuestaria del Estado (diciembre, enero y febrero).
- Saldo de las Administraciones públicas (2016).

Mayor crecimiento, mayor incertidumbre

«**Mr. President, the floor is yours**». En las conferencias en inglés es habitual que, tras las preceptivas presentaciones, esta frase se utilice para ceder la palabra al ponente. Y, ciertamente, el nuevo presidente de EE. UU. ha hecho algo más que simplemente tomar la palabra: se ha situado en el centro de la escena y ha dominado la agenda ya desde su victoria electoral. Lo que la agenda de la nueva Administración Trump trata de alcanzar es loable, ya que busca mejorar la capacidad de crear prosperidad y reintegrar en el sistema a parte de los grupos que se han visto perjudicados por la dinámica económica de los últimos años. Las dudas se refieren no tanto a la finalidad como a los instrumentos, que generan interrogantes notables y, en consecuencia, incertidumbre. Un primer eje de actuación pivota alrededor de la expansión fiscal, que combinará una rebaja tributaria con un aumento de la inversión pública. Se trata de propuestas que tienen sentido, ya que el impuesto de sociedades estadounidense tiene uno de los tipos impositivos más altos del mundo y las infraestructuras del país están muchas de ellas obsoletas. Con todo, y dado que la economía estadounidense se encuentra cerca del pleno empleo, preocupa que el impacto de la política fiscal expansiva sea limitado en crecimiento y que, en cambio, la inflación y el déficit comercial aumenten más de lo previsto. Para alimentar aún más el debate sobre la idoneidad del estímulo, cabe señalar que EE. UU. ha acabado el año con dinamismo apreciable (el crecimiento del 4T fue del 1,9% interanual y el del año, del 1,6%, pero esta cifra enmascara una primera parte de debilidad y una clara aceleración en el segundo semestre), con un aumento de los salarios que es el mayor desde 2009 y con la inflación repuntando, una tendencia que irá a más en los próximos trimestres. No es de extrañar que los últimos comentarios de la Reserva Federal (Fed) sugieran que la subida de tipos puede acabar siendo más agresiva si estos efectos indeseados de la expansión fiscal se materializan. En congruencia con esta lectura, CaixaBank Research espera tres subidas del tipo de referencia de la Fed en 2017. Los mercados, en cambio, han tendido a asumir la narrativa del mayor crecimiento, pero no tanto la del riesgo inflacionista, como se desprende del hecho de que los inversores esperen solo dos subidas en este 2017.

Política local, ¿tensiones globales? La segunda vía de acción que promueve la nueva Administración estadounidense es aún más controvertida. Bajo el lema de «América primero», plantea, al menos retóricamente, un giro claramente proteccionista. Es una fórmula que contradice abiertamente una lección de la historia incuestionable: que la integración económica es una vía de creación de riqueza poderosa. Fue la vía que hizo prósperos a los actuales países avanzados, y está siendo la forma de sacar de la pobre-

za a grupos amplios de población de los emergentes. Siendo, por tanto, el proteccionismo una fórmula tan periclitada, los analistas económicos tienden a esperar una aplicación pragmática de la agenda. Con todo, el perfil de algunas de las personas nombradas en cargos clave, las primeras acciones realizadas tras la toma de posesión (decreto presidencial de renuncia al TPP y anuncio de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, NAFTA por sus siglas en inglés) y las declaraciones realizadas por el propio Trump han incrementado la incertidumbre. En especial, preocupan los riesgos de posibles conflictos comerciales (en este ámbito destaca la revisión del NAFTA) y de tensiones diplomáticas (con desencuentros ya palpables con China y la UE).

Y, a pesar de todo, la economía va bien. Afortunadamente, este *shock* de incertidumbre se da en el contexto de una recuperación del ritmo de actividad que tiene visos de continuar. En el tramo final de 2016, el ritmo de crecimiento se aceleró en Europa y China, y, como se ha mencionado anteriormente, se mantuvo en tasas razonables en EE. UU. Específicamente, en el 4T 2016 la eurozona avanzó un 0,5% intertrimestral (1,8% interanual), el Reino Unido lo hizo un 0,6% intertrimestral (2,2% interanual) y China se aceleró hasta el 6,8% interanual (6,7% en los tres trimestres anteriores). El buen ritmo de crecimiento se apoya en una serie de factores globales de fondo, como la política monetaria laxa en la mayor parte de los países, la tendencia a una recuperación moderada del petróleo y, con la salvedad de algunos países avanzados, la ausencia de tensiones inflacionistas. Todos ellos se van a mantener, en no poca medida, en 2017. Como consecuencia, CaixaBank Research prevé que, tras crecer un 3,1% en 2016, la economía mundial avanzará un 3,4% en 2017.

La economía española, a las puertas de una moderada desaceleración. Tras crecer un dinámico 3,2% en 2016, la economía mantendrá un ritmo expansivo algo menor en 2017 (2,6%) debido al menor impacto de los factores de apoyo temporales (petróleo y política fiscal, en particular). Se trata de un ritmo de actividad envidiable, mejor que el de la mayor parte de nuestros socios europeos. Con todo, el balance de riesgos no permite caer en la complacencia ya que la incertidumbre exterior, como se ha visto, no cede y los retos internos (déficit público, pensiones, mercado laboral, etc.) siguen siendo importantes. En esta tesitura, es deseable que se recupere el ímpetu reformista ya que los retos del país pueden que sean a medio y largo plazo, pero el momento del debate y de la acción es ahora.

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	3,4	3,6	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4
Países desarrollados	2,1	1,6	1,9	2,0	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,4	1,3	1,7	1,9	2,2	2,5	2,2
Eurozona	1,9	1,7	1,5	1,6	1,6	1,8	1,8	1,6	1,6	1,5
Alemania	1,5	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	1,5	1,4	1,7
Francia	1,2	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9	1,1	0,8	1,2	1,3
Italia	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7
Portugal	1,6	1,2	1,3	1,3	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0
España	3,2	3,2	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Japón	1,2	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1	0,9
Reino Unido	2,2	2,0	1,0	1,5	2,0	2,2	2,2	1,7	1,1	0,7
Países emergentes	4,1	4,2	4,5	4,8	4,2	4,2	4,3	4,5	4,6	4,6
China	6,9	6,7	6,4	5,9	6,7	6,7	6,8	6,6	6,5	6,2
India ¹	7,6	6,9	7,4	7,7	7,1	7,3	6,4	6,7	6,9	7,4
Indonesia	4,8	5,1	5,4	5,6	5,2	5,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Brasil	-3,8	-3,4	0,9	2,1	-3,6	-2,9	-1,8	-0,6	0,4	1,5
México	2,6	2,3	1,8	2,3	2,6	2,0	2,2	1,5	1,5	2,0
Chile	2,3	1,7	2,0	2,5	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9	2,1
Rusia	-3,7	-0,6	1,3	1,6	-0,6	-0,4	-0,4	1,0	1,3	1,4
Turquía	6,0	1,8	2,4	3,0	4,5	-1,8	-0,1	1,5	2,5	2,7
Polonia	3,9	2,7	3,3	3,1	3,1	2,2	2,8	3,4	3,4	3,4
Sudáfrica	1,2	0,5	1,3	1,9	0,8	0,8	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	0,7	1,9	1,9	0,5	0,6	1,1	1,9	1,9	2,0
Estados Unidos	0,1	1,3	2,5	2,4	1,0	1,1	1,8	2,5	2,4	2,6
Eurozona	0,0	0,2	1,7	1,6	-0,1	0,3	0,7	1,7	1,6	1,8
Alemania	0,1	0,4	2,0	1,8	0,0	0,4	1,0	1,9	2,0	2,2
Francia	0,1	0,3	1,6	1,6	0,1	0,4	0,7	1,4	1,5	1,9
Italia	0,1	0,0	1,1	1,4	-0,3	-0,1	0,2	0,8	1,1	1,4
Portugal	0,5	0,7	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3
España	-0,5	-0,2	2,4	1,5	-0,9	-0,2	1,0	2,8	2,6	2,4
Japón	0,8	-0,1	0,7	0,9	-0,3	-0,5	0,3	0,7	0,6	1,1
Reino Unido	0,0	0,7	2,6	2,6	0,4	0,7	1,2	2,1	2,6	2,8
Países emergentes	4,7	4,4	4,5	4,4	4,5	4,3	4,2	4,3	4,5	4,5
China	1,4	2,0	2,2	2,2	2,1	1,7	2,2	1,6	2,1	2,5
India	4,9	4,9	5,1	5,4	5,7	5,2	3,7	4,1	4,1	4,7
Indonesia	6,4	3,5	3,8	5,0	3,5	3,0	3,3	3,3	4,0	3,6
Brasil	9,0	8,8	6,3	5,3	9,2	8,7	7,1	6,5	6,3	6,3
México	2,7	2,8	3,6	3,3	2,6	2,8	3,2	3,7	3,8	3,6
Chile	4,3	4,0	3,2	3,3	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2
Rusia	15,5	7,1	5,1	5,2	7,3	6,8	5,7	5,3	5,1	5,0
Turquía	7,7	7,8	7,7	6,8	6,9	8,0	7,6	8,1	7,9	7,6
Polonia	-0,9	-0,7	1,4	2,0	-1,1	-0,8	0,2	0,7	1,5	1,5
Sudáfrica	4,6	6,3	5,6	6,0	6,2	6,0	6,6	5,8	5,2	5,4

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	3,2	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Otras variables										
Empleo	3,0	2,9	2,3	2,0	2,8	2,9	2,9	2,6	2,5	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,9	16,6	20,0	18,9	18,6	18,9	18,1	17,3
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,2	2,4	1,5	-0,9	-0,2	1,0	2,8	2,6	2,4
Costes laborales unitarios	0,2	-0,3	0,2	1,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,5
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	2,0	1,6	1,4	1,7	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3
Saldo público (acum., % PIB) ²	-5,0	-4,6	-3,4	-2,4						

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	0,74	1,41	2,20	0,64	0,79	0,92	1,11	1,31	1,51
Líbor 12 meses	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,71	2,75	0,77	0,72	1,00	1,32	1,58	1,84
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,88	3,49	1,75	1,56	2,13	2,67	2,84	2,95
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,02	-0,26	-0,31	-0,21	-0,26	-0,30	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,07	0,05	-0,02	-0,05	-0,07	-0,08	-0,07	-0,07
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,65	-0,29	-0,52	-0,64	-0,71	-0,71	-0,68	-0,65
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,43	0,84	0,12	-0,12	0,11	0,27	0,40	0,48
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,13	1,12	1,08	1,04	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,30	119,22	122,15	121,91	114,26	117,96	121,82	119,20	118,21
£/€	0,73	0,82	0,89	0,88	0,79	0,85	0,87	0,87	0,89	0,90
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,61	45,63	59,32	65,79	47,35	47,49	51,96	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	41,28	57,73	63,04	41,94	42,55	48,25	53,84	56,96	59,31

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

Previsiones

COYUNTURA · Tiempo de reflexión en los mercados financieros

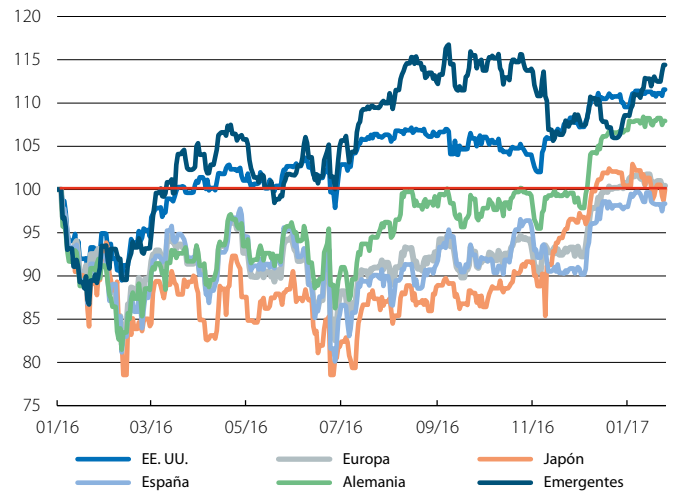
Los mercados siguen apostando por la reflación estadounidense, pero de manera algo más cautelosa. La narrativa que continúa dominando en los mercados es la de la reflación en EE. UU. –esto es, mayor crecimiento pero también mayor inflación– como resultado de una política económica que primará el estímulo fiscal. Con todo, tras el fuerte aumento de las cotizaciones de los activos de riesgo que siguió a la victoria de Donald Trump, durante gran parte del mes de enero se impuso un tono más comedido. Sin variar excesivamente la percepción de riesgo, como atestigua el hecho de que la volatilidad de la bolsa norteamericana se mantuvo en dicho mes de enero en una zona históricamente baja, durante las tres primeras semanas del año los mercados entraron en una fase más expectante. Parecía una tónica lógica, habida cuenta de la falta de definición de la Agenda Trump y, en una óptica estrictamente de mercado, de la intensidad del movimiento alcista que siguió a las elecciones. Sin embargo, y de forma prácticamente simultánea a la toma de posesión del presidente Trump, el rally prosiguió su curso. Aunque se trata de un movimiento con menos impulso que en noviembre y diciembre, la tendencia de fondo de los activos de riesgos sigue siendo alcista. Indudablemente, parte del apoyo procedía de la publicación de unos datos macroeconómicos favorables, que certificaban que 2016 había finalizado con un ritmo de actividad que ganaba tracción. Pero el impulso de fondo parece seguir siendo que el mercado descuenta en mayor grado los efectos positivos de la agenda procrecimiento de EE. UU. que los aspectos negativos.

Escasas novedades en la esfera de actuación de los bancos centrales. En su reunión del día 19, el BCE reiteró las guías centrales de su política monetaria. Específicamente, el BCE valoró de forma positiva la recuperación de la actividad pero continuó manifestando dudas sobre la recuperación a medio plazo de la inflación (a pesar del aumento esperado de la inflación en 2017, se está lejos del objetivo a largo plazo del BCE del 2%). En este contexto, el BCE manifestó que ignorará los repuntes de la inflación por el efecto base de las caídas del precio del petróleo, aunque analizará sus posibles efectos indirectos. En definitiva, se reafirma que, tras el anuncio de finales de 2016 de la extensión temporal del QE hasta diciembre de 2017 y la disminución del volumen de compras hasta los 60.000 millones a partir de abril de 2017, la retirada del estímulo será muy gradual. Como consecuencia, CaixaBank Research prevé una disminución gradual del ritmo de compras de bonos (*tapering*) en 2018 y la primera subida del refi a mediados de 2019.

La política monetaria estadounidense se moverá en coordenadas distintas. Aunque no hubo reunión de la Reserva Federal (Fed) en enero, diferentes comentarios de sus representantes sirvieron para reafirmar la senda de la política monetaria perfilada tras la decisión de aumento del tipo de interés de diciembre pasado, momento en el que, recordemos, el tipo de referencia se situó en el 0,50%-0,75%. Concretamente, los mensajes de distin-

Principales bolsas internacionales

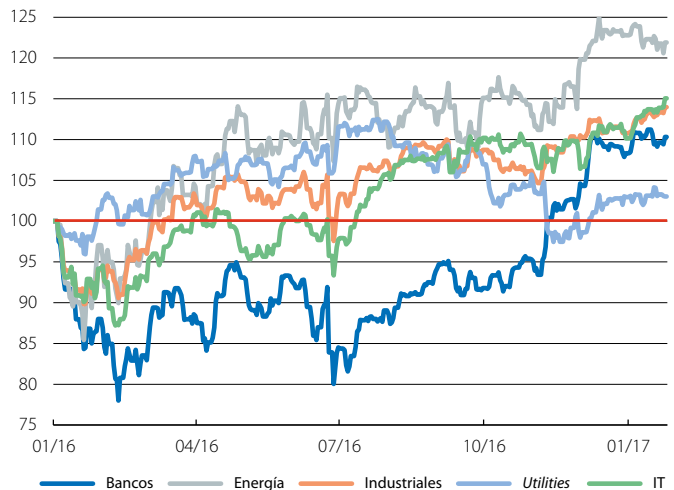
Índice (100 = enero 2016)



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

Bolsa mundial: evolución por sectores

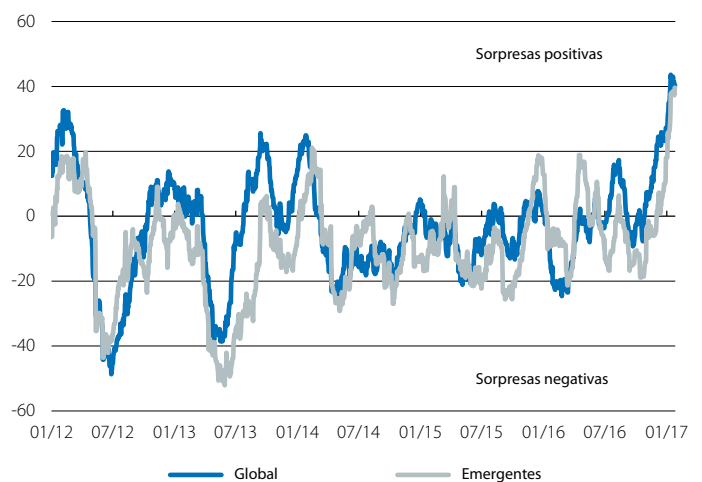
Índice (100 = enero 2016)



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

Índice de sorpresas económicas

Nivel



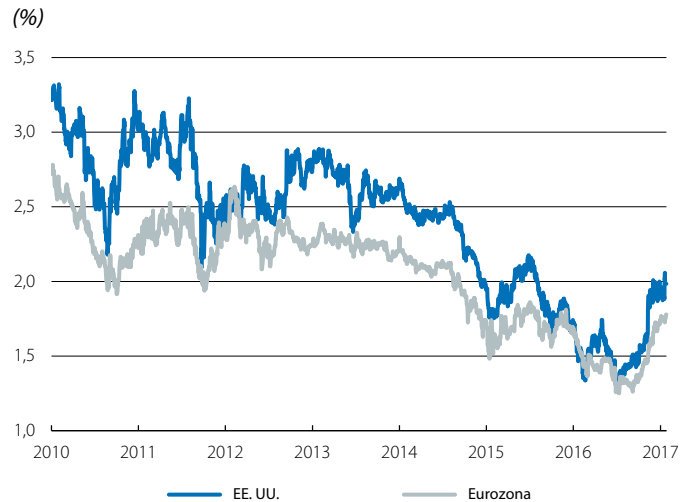
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tos miembros de la Fed en enero sugieren que el banco central estadounidense se mantiene vigilante ante los posibles efectos inflacionistas del estímulo fiscal anunciado en una economía en situación de práctico pleno empleo. De esta línea discursiva, que se suma a la comunicación de tono *hawkish* que acompañó a la subida de diciembre, se puede inferir que no sería descartable un grado de endurecimiento monetario durante el año 2017 algo más intenso de lo que el mercado descuenta actualmente. En congruencia con esta lectura, CaixaBank Research espera tres subidas del tipo de referencia de la Fed en 2017, mientras que el mercado, en apariencia poco permeable a los riesgos de la expansión fiscal norteamericana, espera solo dos subidas.

La rentabilidad de la deuda soberana estadounidense empieza a reflejar mayores matices sobre la narrativa de reflujo. En enero, las *yields* del bono a 10 años de EE. UU. reflejaron plenamente las incertidumbres que todavía existen sobre la concreción de la agenda de Trump y, en consecuencia, sobre sus efectos. Tras el repunte de las rentabilidades que se dio entre noviembre y mediados de diciembre, los inversores deshicieron moderadamente parte de sus posiciones en las primeras semanas del año. Con todo, y como ha sucedido en los activos de riesgo norteamericanos, en el tramo final de enero las rentabilidades volvieron a repuntar. El resultado neto de estos vaivenes ha sido un alza mínima de los tipos de interés soberanos estadounidenses en el mes. De cara al futuro, la duración de esta fase de cierta indefinición es una incógnita pero, previsiblemente, vendrá determinada por los tempos del Gobierno Trump a la hora de desvelar sus actuaciones en materia de gasto público, política impositiva y comercial y de cómo se vayan concretando los efectos económicos de la nueva política económica. Será clave, por tanto, vigilar los indicadores de precios y salarios, cuya evolución al alza adquiere vigor y amplitud, máxime en un entorno de práctico pleno empleo.

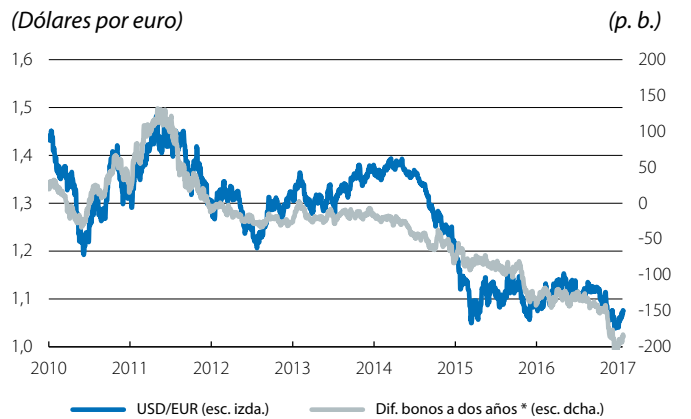
La deuda soberana europea se desacopla parcialmente de la dinámica financiera norteamericana. La evolución de la rentabilidad del bono alemán durante el mes de enero ha sido algo distinta de la de su equivalente estadounidense. Mientras en este último caso el aumento de las *yields* fue mínimo, la renta fija a largo plazo germana subió de forma más clara. En particular, en enero, la evolución de los tipos de interés de la deuda soberana en la eurozona exhibió dos etapas distintas. La primera parte del mes estuvo marcada por la reunión del BCE que, como se ha mencionado, no deparó excesivas novedades y sirvió, en todo caso, para reafirmar al mercado las perspectivas de mantenimiento de una política monetaria acomodaticia hasta finales de 2017. En este entorno, la curva alemana se mantuvo estable mientras que la deuda soberana de los demás países estrechó diferenciales con Alemania. Sin embargo, en la segunda mitad de mes, los mercados internacionales reaccionaron a los primeros movimientos de la Administración Trump tras su toma de posesión con repuntes en los tipos de interés. Además, tras conocerse el aumento de la inflación del mes de diciembre, los miembros del BCE menos partidarios de las políticas no convencionales adoptaron una comunicación pública algo más agresiva. Ante esta conjunción, la dinámica de la primera mitad del mes se invirtió y se observaron repuntes en la pendiente de

Expectativas de inflación: * EE. UU. y eurozona



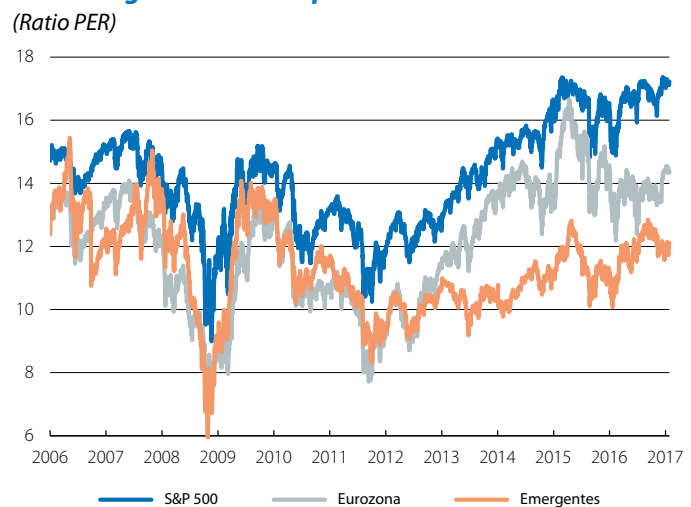
Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de rentabilidad del bono a dos años



Nota: * Diferencial entre el bono alemán y el estadounidense a dos años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsas regionales: ratio precio/beneficios *



Nota: * Beneficios a 12 meses vista.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

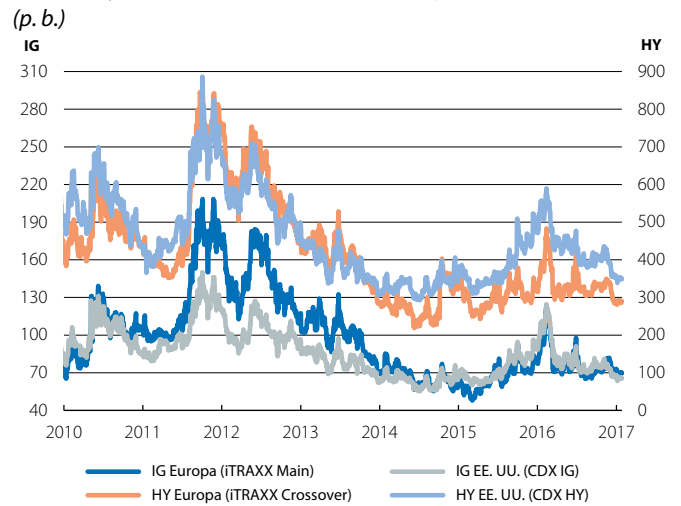
la curva alemana y una ampliación de los diferenciales con el resto de países.

El mercado de divisas refleja el sentido más dubitativo de los inversores. La divisa de referencia mundial, el dólar, se ha depreciado de forma nítida, tanto frente al euro como en términos efectivos nominales (esto es, frente a la cesta de las divisas de sus socios comerciales). Con todo, desde CaixaBank Research se interpreta este cambio de tendencia como un movimiento de corta duración que revierte mínimamente la rápida apreciación del billete verde de los últimos meses. En cambio, frente a esta corrección técnica, la tendencia de fondo, dada la divergencia de política monetaria entre el BCE y la Fed, será de mayor depreciación del euro, que podría regresar a la zona inferior del intervalo de cotización 1,05-1,10 dólares/euro o, incluso, perforarla temporalmente.

Las divisas emergentes aprietan el acelerador. Las divisas emergentes, en su conjunto, sufrieron un fuerte castigo tras la celebración de las elecciones presidenciales norteamericanas (en noviembre, el índice de divisas emergentes de J. P. Morgan cayó un 4,4% respecto al dólar). Desde entonces, prácticamente la mitad de este retroceso se ha revertido, con más timidez en diciembre, con mayor rotundidad en enero. Destaca, en particular, la fuerte apreciación, respecto al dólar, del real brasileño y del rublo ruso. En abierto contraste, los inversores están discriminando la situación idiosincrática de dos países, México y, especialmente, Turquía, cuyas divisas se han depreciado fuertemente desde noviembre pasado. En consonancia con esta tendencia a la apreciación, los flujos de capitales emergentes han continuado recuperándose. En particular, las entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones) de un grupo representativo de emergentes con la cuenta de capitales liberalizado (esto es, no incluye China) muestran que el fuerte episodio de salida de capitales de los emergentes que siguió a la celebración de las elecciones presidenciales de EE. UU. se ha revertido totalmente.

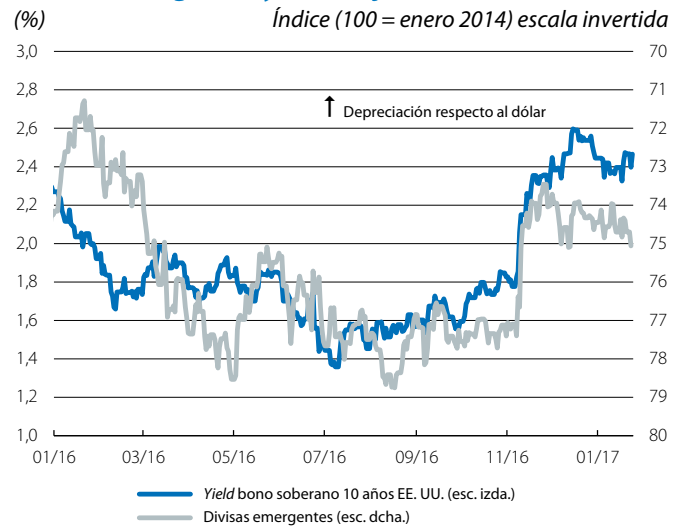
En las bolsas, las alegrías (y las penas) van por barrios. Otro de los segmentos que está digiriendo los distintos elementos que se contraponen en el actual momento financiero –*momentum* fuerte reciente, narrativa de reflación e indefinición de la política económica de EE. UU.– es el mercado de renta variable. Aunque se ha destacado mediáticamente que el índice Dow Jones alcanzó el día 26 de enero su máximo histórico (por encima de la barrera psicológica de los 20.000 puntos), la evolución de la bolsa norteamericana ha sido más comedida. El índice Dow Jones, tras crecer más de un 3% en diciembre, finalmente apenas creció un 0,5% en enero. Algo más dinámico se mostró el índice S&P 500, el más representativo del mercado de valores estadounidense, que aumentó un 1,8%. Europa se ha movido por derroteros distintos. En enero, el Eurostoxx 50 se dejó un 1,8% de su valor. Se trata de una corrección que cabe enmarcar en clave de dinámica de mercado, ya que no en vano el índice de referencia de la eurozona había crecido algo menos de un 8% en diciembre. Finalmente, cabe mencionar que las bolsas emergentes se han visto apoyadas por la dinámica de recuperación de la confianza inversora antes comentada y que se anotaron, en enero, un avance superior al 5%.

Europa y EE. UU.: primas CDS por grado crediticio



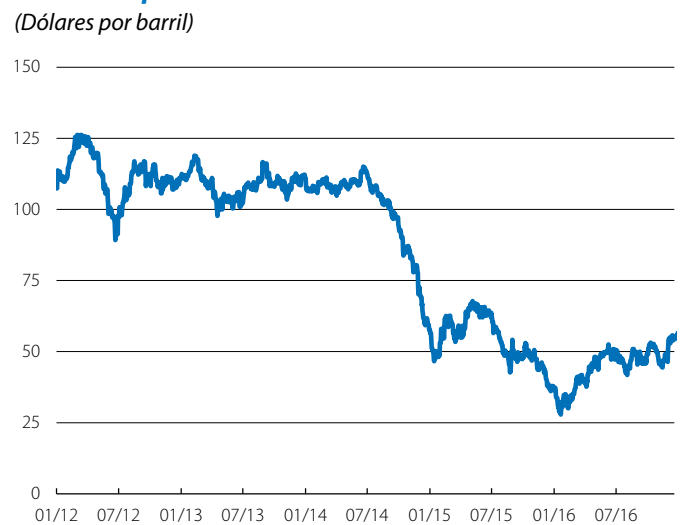
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas emergentes y renta fija en EE. UU.



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

Precio del petróleo Brent



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

FOCUS · La estrategia de la Fed en 2017: pasos más firmes, pero cautelosos

El pasado mes de diciembre la Reserva Federal (Fed) llevó a cabo la que fue la única subida del tipo de interés de referencia (*fed funds target rate*, en inglés) en 2016. Más allá de la decisión de elevar el tipo rector en 25 p. b., hasta el intervalo 0,50%-0,75%, el foco de atención se ha situado en la revisión al alza de las previsiones de la institución sobre el nivel apropiado del *fed funds* de cara a 2017.

En la actualidad, los miembros del FOMC contemplan tres subidas de tipos en 2017, frente a las dos previstas en septiembre, lo que situaría el tipo de referencia en el rango 1,25%-1,50% en diciembre de 2017. La particularidad de este escenario de tipos algo más agresivo es que no ha ido de la mano de una revisión al alza de las previsiones de crecimiento e inflación por parte de la autoridad monetaria. Por tanto, el ajuste de las perspectivas de tipos de interés probablemente sea atribuible a un cambio en el balance de riesgos que rodean al escenario previsto. En concreto, la fortaleza que han mostrado los indicadores de actividad en los últimos meses, el repunte del precio del petróleo y las perspectivas de una política fiscal más expansiva han reducido el riesgo de que la inflación decaiga y se mantenga en niveles bajos durante largo tiempo. Un escenario que los mercados parecen corroborar, en especial tras el aumento de la probabilidad de que se lleve a cabo una política fiscal expansiva después de la elección de Donald Trump. Aunque de forma aproximada, esta circunstancia se puede observar en el primer gráfico, que muestra el precio (o prima) que pagan los inversores para cubrirse de escenarios en los que la inflación se sitúe por debajo del 2% y del 1% en los próximos cinco años.

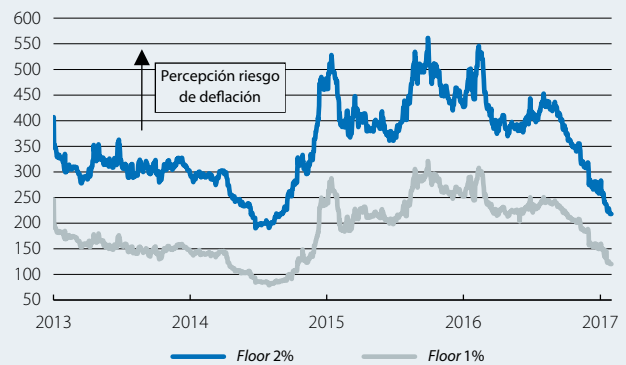
De hecho, las novedades que depare el flanco fiscal se antojan como un factor importante que puede alterar la estrategia de tipos de interés del banco central en los próximos trimestres. En este sentido, CaixaBank Research contempla que el paquete de medidas fiscales tenga un efecto modesto sobre el crecimiento y la inflación. Sin embargo, dado que la economía americana se encuentra muy cerca de alcanzar el pleno empleo, el impacto de una política fiscal expansiva sobre el crecimiento puede ser inferior al previsto y, en cambio, puede que genere mayores presiones inflacionistas de lo esperado.

En este contexto, la probabilidad de que la Fed imprima un ritmo de normalización de tipos más intenso del que descuentan los agentes del mercado de bonos, que pronostican dos subidas en 2017, no parece desdeñable. Esta conclusión también es a la que se llega cuando se analiza la evolución del *fed funds* que predice la regla de Taylor. Como es bien sabido, la regla de Taylor ofrece una referencia del nivel al que debería situarse el tipo rector en función de las condiciones macroeconómicas prevalecientes en cada momento (principalmente, crecimiento e inflación).

Un enfoque tradicional sobre los parámetros que rigen dicha regla muestra que el tipo oficial debería situarse alrededor del 4%. Sin embargo, un planteamiento alternativo de la misma, que la jerga ha denominado como la «regla de Yellen», indica que el nivel apropiado del *fed funds* en la actualidad sería mucho más bajo, en torno al 1,75%, pero claramente por encima del nivel en el que se encuentra actualmente.¹ Además, la regla de Yellen sugiere que el *fed funds* debería aumentar en los próximos trimestres en torno a 75 p. b. si se cumple el escenario de previsiones que la propia Fed publicó en diciembre.

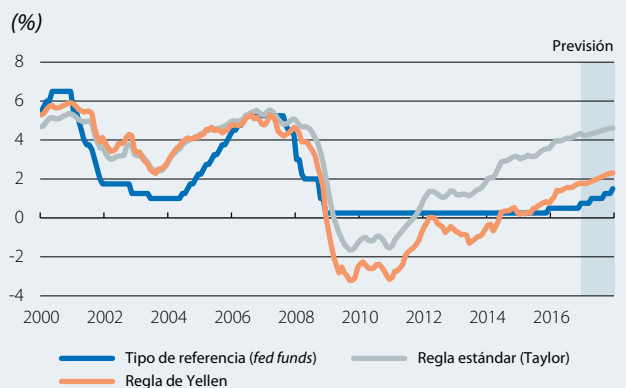
EE. UU.: primas de las opciones de inflación a cinco años

(p. b.)



Nota: El lector encontrará una descripción de las opciones de inflación en el Focus «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso» del IM04/2014.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipo de interés de referencia y predicciones según reglas de política monetaria *



Nota: * Para el tipo de referencia se emplean las previsiones de CaixaBank Research.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CBO, la Reserva Federal y Bloomberg.

1. El término «regla de Yellen» hace referencia a una regla de Taylor en la que se emplean aquellos coeficientes y parámetros de inflación y brecha de producción que la dirigente de la Fed ha citado en varios de sus discursos. Véase Yellen (2015): *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives*.

FOCUS · Una perspectiva sectorial del nuevo escenario macroeconómico

Desde que Donald Trump ganó las elecciones, hemos presenciado una revisión al alza de las expectativas de crecimiento y de inflación en EE. UU. que se han plasmado en proyecciones de beneficios empresariales más altos. En consecuencia, también hemos asistido a una importante revalorización de los principales índices bursátiles. Sin embargo, bajo este buen comportamiento agregado subyace una reveladora disparidad sectorial que obedece principalmente a tres factores: el descuento de un impulso en la economía gracias a una expansión fiscal, el aumento en los tipos de interés libres de riesgo por una mayor expectativa de inflación y el anticipo de una política comercial más proteccionista.

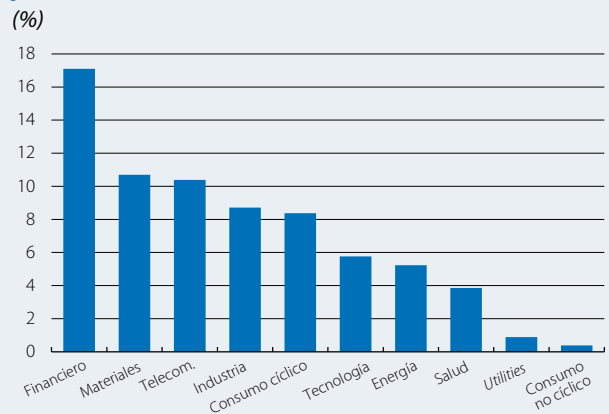
El impacto de la expansión fiscal tiene como principales beneficiarios, en primer lugar, a los sectores relacionados con la inversión en infraestructuras como materiales, metales o minería. En segundo lugar, los inversores han anticipado un impacto positivo general en beneficios por una rebaja en el gravamen corporativo y que, en particular, podría impulsar aquellas empresas con más exposición doméstica. Además, un marco de mayor crecimiento y menor carga fiscal podría liberar espacio en el balance para mayor inversión en capital (*capex*), que repercutiría positivamente en el sector industrial vía mayores pedidos manufactureros. Finalmente, los inversores también anticipan una reducción del impuesto sobre las rentas del trabajo, lo que favorecería el consumo cíclico. Por el contrario, en este tipo de escenarios han mostrado un desempeño menos brillante sectores defensivos, como el consumo no cíclico, las telecomunicaciones¹ o las *utilities*.

Otro factor que condicionará la evolución de las cotizaciones bursátiles es el ajuste al alza de las expectativas de los tipos de interés, especialmente en el tramo largo de la curva. Tanto la banca como las entidades aseguradoras se verán favorecidas por la mayor pendiente de la curva, ya que aumenta el margen por intereses. Además, el sector financiero ofrece valoraciones atractivas (en términos tanto de precio sobre beneficios como de precio sobre valor contable). En cambio, el incremento de los tipos de interés pesará en mayor medida sobre las industrias más apalancadas y con mayor endeudamiento a largo plazo, como la petrolífera, los metales y la minería, las telecomunicaciones, las aerolíneas o la automoción.

Finalmente, la tendencia proteccionista parece estar adquiriendo una magnitud de importante alcance, que podría terminar lastrando aquellos colectivos que se apoyan en las importaciones (como el consumo minorista o el

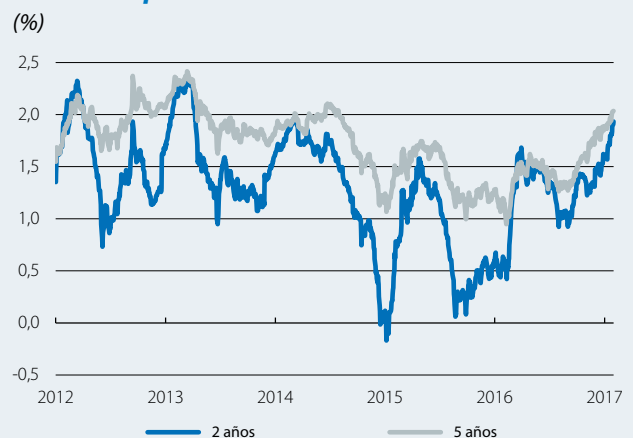
transporte), así como aquellas empresas con alto grado de deslocalización de su producción (por ejemplo, Apple o Ford). Además, el aumento de los tipos de interés por parte de la Fed mantendrá el fortalecimiento del dólar, lo que afectaría negativamente a sectores exportadores, principalmente el tecnológico (con un 60% de sus ingresos procedentes del extranjero), pero también el industrial (en especial el automovilístico, que vería incrementada la competencia de Europa y Japón, y que parte de valoraciones más altas y balances más débiles que el tecnológico).

EE. UU.: retorno bursátil postelecciones por sectores



Nota: Variación del índice bursátil de cada sector entre el 08/11/2016 y el 31/01/2017.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: expectativas de inflación *



Nota: * Diferencial de rentabilidad entre el bono soberano y el bono indexado a inflación.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. La buena evolución del sector es consecuencia de la posible relajación de su regulación.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-ene	30-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	-5,0
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,32	-1	-0,8	-16,5
Euríbor 12 meses	-0,10	-0,08	-2	-1,8	-11,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,66	-0,80	14	14,1	-21,5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,70	-0,77	7	6,6	-21,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,44	0,21	23	23,2	11,5
Deuda pública a 10 años (España)	1,60	1,38	22	21,6	8,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	116	118	-1	-1,5	-2,5
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,75	0,75	0	0,0	25,0
Líbor 3 meses	1,03	1,00	3	3,6	42,1
Líbor 12 meses	1,72	1,69	3	3,9	58,5
Deuda pública a 1 año	0,76	0,81	-5	-5,1	31,1
Deuda pública a 2 años	1,20	1,19	1	1,2	42,6
Deuda pública a 10 años	2,45	2,44	1	0,6	52,9

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-ene	30-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	72	1	0,9	-19,4
Itraxx Financiero Sénior	91	93	-3	-2,8	-1,0
Itraxx Financiero Subordinado	212	221	-10	-9,8	3,5

Tipos de cambio

	31-ene	30-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,080	1,052	2,7	2,7	-0,3
¥/€	121,800	122,970	-1,0	-1,0	-7,2
£/€	0,858	0,854	0,6	0,6	12,8
¥/\$	112,800	116,960	-3,6	-3,6	-6,9

Materias primas

	31-ene	30-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	432,5	423,1	2,2	2,2	12,8
Brent (\$/barril)	54,7	55,4	-1,3	-1,3	64,7
Oro (\$/onza)	1.210,7	1.152,3	5,1	5,1	8,3

Renta variable

	31-ene	30-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.278,9	2.238,8	1,8	1,8	17,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.230,7	3.290,5	-1,8	-1,8	6,1
Ibex 35 (España)	9.315,2	9.352,1	-0,4	-0,4	5,7
Nikkei 225 (Japón)	19.041,3	19.114,4	-0,4	0,0	8,7
MSCI emergentes	909,2	862,3	5,4	5,4	22,5
Nasdaq (EE. UU.)	5.614,8	5.383,1	4,3	4,3	21,7

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

COYUNTURA · Crecimiento global al alza, con riesgos a la baja

El crecimiento mundial se acelerará en 2017. En el tramo final de 2016 los indicadores de actividad tendieron a mejorar, lo que avala el escenario de referencia que CaixaBank Research maneja para 2017, año para el cual se espera un avance del PIB mundial del 3,4% (a comparar con el crecimiento del 3,1% estimado para 2016). En 2018, el ritmo de actividad se acelerará aún más, hasta el 3,6%. La inflación, por su parte, se incrementará levemente en 2017 y 2018, en especial en las economías avanzadas. Las claves que sustentan esta expansión son conocidas. De entrada, en las economías avanzadas la política monetaria seguirá siendo expansiva (incluso en EE. UU., que proseguirá con una muy paulatina normalización monetaria). Un segundo elemento global que sustentará la aceleración de la actividad es la recuperación del precio del petróleo, que favorecerá a los exportadores sin erosionar excesivamente el crecimiento de los importadores. En tercer lugar, se dará previsiblemente la intensificación de la dinámica de recuperación emergente que se intuía en el final de 2016: se espera la salida de la recesión de emergentes como Rusia y Brasil y la expansión económica de otros países como la India o los de Europa emergente. Como es bien conocido, la salvedad más notoria a esta tendencia la encarna China, que continuará su gradual desaceleración en 2017 y 2018.

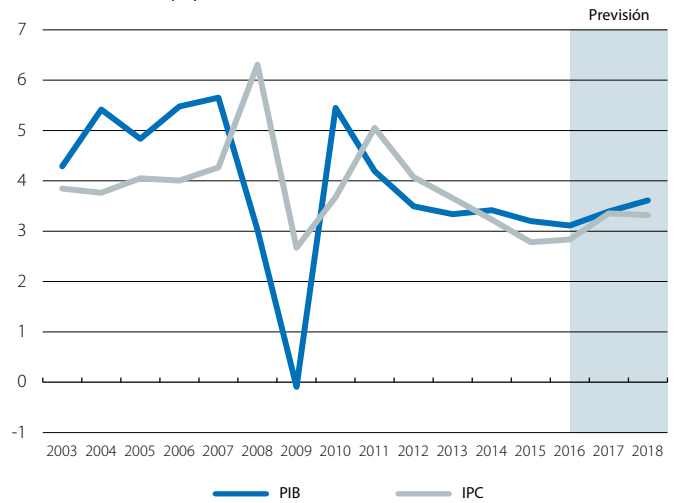
El balance de riesgos sigue sesgado hacia un eventual menor crecimiento. A pesar de estas perspectivas razonablemente satisfactorias, los riesgos a nivel mundial continúan siendo elevados. En particular, CaixaBank Research destaca el creciente nivel de deuda global, el auge de los populismos, la incertidumbre de origen geopolítico, las incógnitas sobre la orientación de la Administración Trump, las dudas sobre el aterrizaje suave y los riesgos financieros, inmobiliarios y cambiarios de China, y el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en los emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores. En esta valoración existe un notable consenso entre los analistas, como se constata en la reciente revisión de perspectivas económicas del FMI. Así, entre los riesgos que destaca el Fondo, cabe mencionar el proteccionismo, la combinación de bajo crecimiento (por ausencia de reformas estructurales) y elevada deuda de algunas economías avanzadas, y las vulnerabilidades que siguen exhibiendo ciertos emergentes importantes.

ESTADOS UNIDOS

Primera economía mundial, ¿primer riesgo global? La situación de EE. UU. es paradójica. Su ritmo de actividad muestra síntomas de aceleración evidentes, de manera que el bache relativo de la primera parte de 2016 queda atrás, pero este contexto cíclico favorable se ve oscurecido por la incertidumbre que rodea a la política económica que seguirá la Administración Trump. Por el momento, en cualquier caso, la máquina sigue

PIB e IPC mundial

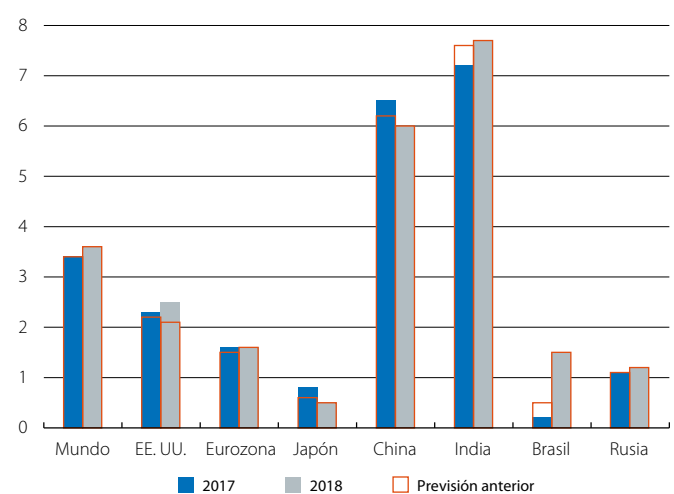
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

FMI: previsiones del PIB para 2017 y 2018

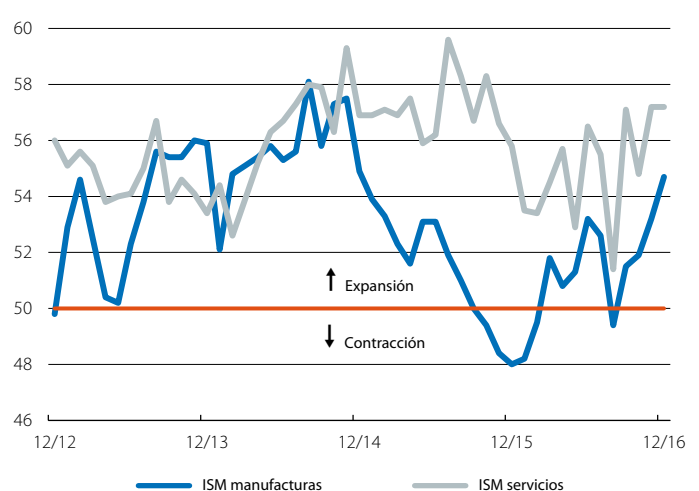
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero de 2017).

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

avanzando a buena marcha. Así, por ejemplo, los indicadores de confianza empresarial (ISM) de manufacturas y de servicios se situaron claramente por encima del nivel de los 50 puntos en diciembre, y apuntaban a una clara expansión de la actividad secundaria y terciaria. Una lectura similar se puede desprender del indicador de confianza del consumidor, que se situó en su máximo de los últimos 15 años.

La buena tónica de final de 2016 se confirmó a nivel agregado con la publicación del PIB del 4T. En dicho periodo, la tasa de avance intertrimestral se situó en el 0,5% (1,9% interanual). A pesar de que se trata de un ritmo inferior al del 3T, continúa siendo elevado y, además, presenta una composición (con una demanda interna robusta) que sugiere una inercia de crecimiento que se debería prolongar a los próximos trimestres. Concluye así un ejercicio complicado, trufado de momentos de incertidumbre, y que se compone de dos fases distintas, un primer semestre cuya tasa de crecimiento decepcionó y un segundo semestre de clara expansión económica.

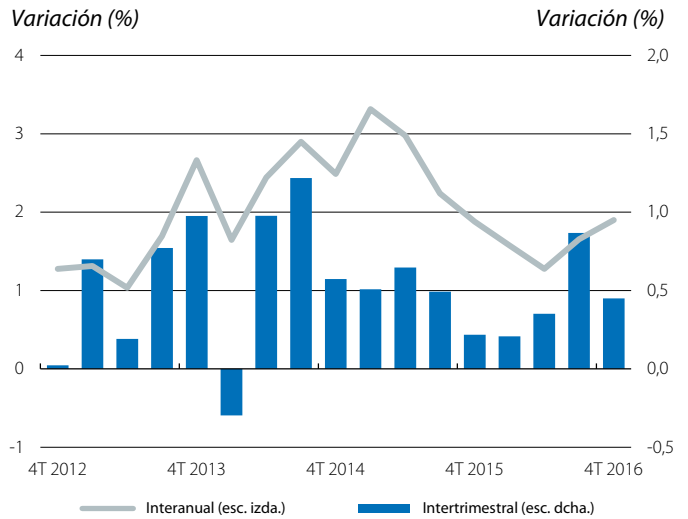
¿Es necesario el estímulo económico previsto? La reacceleración de la actividad se da en un momento en el que la economía se encuentra en una situación cercana al pleno empleo. En diciembre se crearon 156.000 puestos de trabajo, lo cual sitúa el promedio mensual del año 2016 en 180.000, una cifra elevada. Asimismo, la tasa de paro terminó el año en un bajo 4,7%, lejos de los registros del 10% de 2009, mientras que los salarios continuaron avanzando significativamente (aumento del 2,9% interanual, el máximo desde 2009). En este contexto, el anuncio tras las elecciones de realizar un notable impulso fiscal, a través de una combinación de rebajas tributarias y aumento de la inversión pública, ha suscitado debate, ya que el estímulo podría acabar generando tensiones inflacionistas y un mayor desequilibrio comercial, sin que se concrete, en contrapartida, más que una mejoría limitada en el crecimiento.

La inflación, en la antesala de niveles más elevados. Este diagnóstico se ve reforzado por la dinámica reciente de la inflación. En diciembre, el IPC creció un 2,1% interanual, 4 décimas por encima del registro del mes anterior, debido a la contribución de los componentes de alquileres imputados y de energía. Habida cuenta de la previsión de que el precio del petróleo crezca en los próximos meses, la inflación se situará por encima del 2,5% durante el 1T 2017. Cuando los diferentes elementos que sugieren un punto de madurez cíclico se suman, se comprende que la Reserva Federal (Fed), tras meses de dilación, subiese el tipo de referencia el pasado diciembre, hasta el 0,5%-0,75%, y anticipase tres subidas adicionales en 2017 (un escenario que CaixaBank Research comparte plenamente, pero no el grueso del mercado).

EMERGENTES

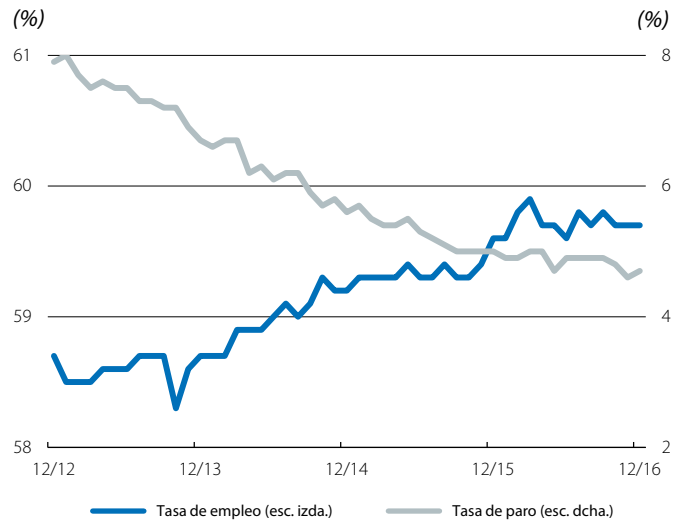
La actividad económica y los flujos de capitales dan aire a los emergentes. Tras varios meses en los que el ritmo de actividad se había movido por un terreno poco definido, en el tramo final de 2016 los indicadores de actividad han enfocado una

EE. UU.: PIB



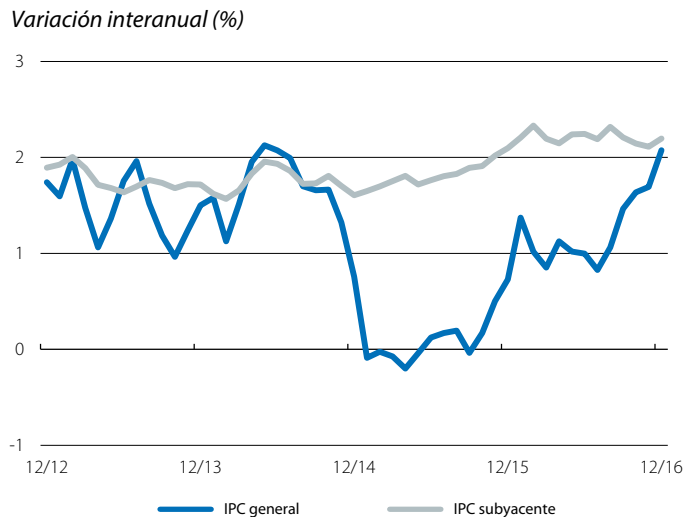
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA.

EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: IPC



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

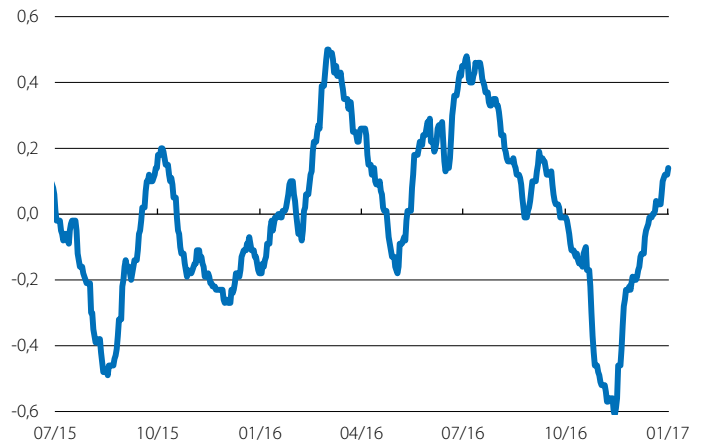
senda alcista. Ciertamente, se mantienen ciertas excepciones a esta tónica (Turquía y América Latina son las más destacables), pero, en general, el pulso económico emergente es más firme. Esta mejora se ha visto acompañada de un movimiento de recuperación de las entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones), lo que ha permitido que el fuerte episodio de salida de capitales de los emergentes que siguió a la celebración de las elecciones presidenciales de EE. UU. se haya revertido totalmente.

China aleja las dudas más inmediatas, pero los riesgos siguen siendo altos. Desde hace varios años se escruta con atención la dinámica de crecimiento china. La gran duda se halla en el proceso de desaceleración económica que está pilotando el Ejecutivo y si se va a desarrollar de forma ordenada o brusca (lo que se conoce como «aterrizaje suave» frente a «aterrizaje brusco»). Por el momento, el primer escenario sigue siendo el más probable. En el 4T 2016, el crecimiento se situó en el 6,8%, prácticamente idéntico al 6,7% de los tres trimestres precedentes, de manera que el año se cerró en el 6,7% (6,9% en 2015). Es un punto de partida firme para el ejercicio 2017 y que avala la previsión de CaixaBank Research de que este año China crecerá un 6,4%. Pero esta dinámica de ralentización dentro del guion previsto no atempera las dudas sobre todo un conjunto de riesgos financieros (deuda excesiva, *shadow banking*, etc.), inmobiliarios y cambiarios.

Rusia y México, la cara y la cruz de la coyuntura emergente. Entre los otros grandes emergentes, el mes se ha saldado repartiendo fortuna de forma dispar. Rusia representa un caso paradigmático de emergente exportador de materias primas que, además, se percibe convencionalmente con un balance de riesgos financieros menos agudos que en meses precedentes. La visión de CaixaBank Research es mucho menos complaciente. Aunque ciertamente la actividad se está viendo beneficiada por la recuperación del precio del petróleo, parte de la mejoría es más un «rebote» tras una recesión profunda que una recuperación que pivote sobre un ajuste macroeconómico sólido. Con todo, es cierto que otros emergentes de referencia muestran perfiles de riesgo más agudos. Es la situación, por ejemplo, de México. En particular, abundan las dudas sobre si, finalmente, la nueva política comercial estadounidense acabará generando un *shock* que afecte a las bases estructurales de la economía. Por el momento, en el 4T 2016 la economía creció un 0,6% intertrimestral, una frenada apreciable respecto al 1,0% del 3T. Además, los efectos de la notable depreciación del peso durante 2016 se están trasladando a los precios de los bienes importados, en especial a los alimentos y a la gasolina. En este último caso, el efecto de la liberalización paulatina del precio del carburante se suma al impacto de la depreciación. Se trata de una medida necesaria (los subsidios públicos a la gasolina equivalen aproximadamente a un 0,7% del PIB) pero que, indudablemente, se da en un momento delicado.

Emergentes: entradas de capitales en cartera *

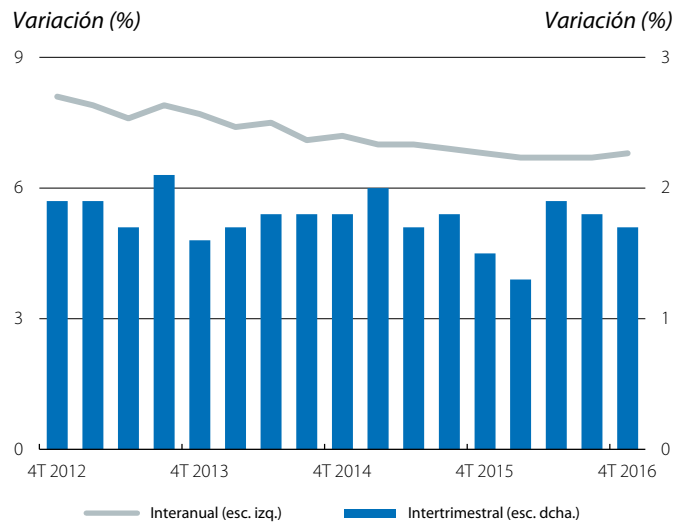
Media móvil de 28 días (miles de millones de dólares)



Nota: * Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México. Entradas netas de deuda y acciones.

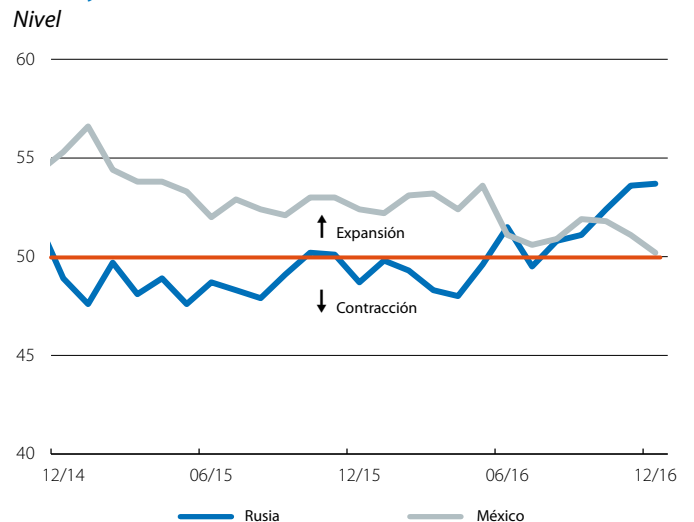
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB



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

Rusia y México: PMI manufacturas



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

FOCUS · El shadow banking en China: una sombra alargada

En China, más allá del elevado nivel de deuda corporativa, otro factor que aviva la preocupación sobre la estabilidad financiera es el rol que está jugando el sector bancario informal, más conocido como *shadow banking*.¹

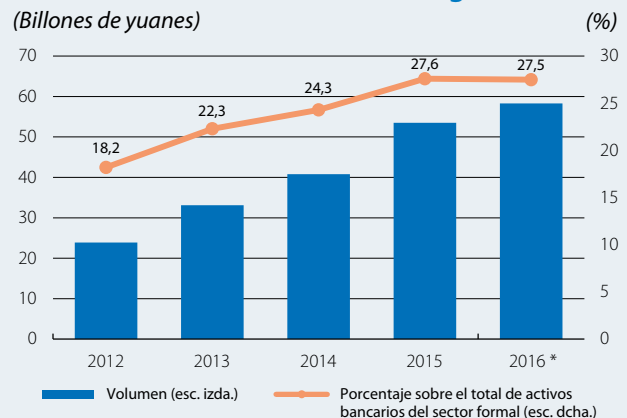
La incertidumbre sobre el verdadero tamaño del *shadow banking* es bastante elevada dado que las estadísticas oficiales no proveen una estimación directa. Moody's estima que este sector alcanzó los 58,3 billones de yuanes en junio de 2016 (27,5% del total de activos bancarios del sector formal).² Esta cifra *per se* no es excesivamente elevada ya que representa el 80% del PIB chino, muy por debajo del 150% del PIB que este sector representa en EE. UU. Dicho esto, lo que realmente preocupa es el fuerte crecimiento que está experimentando el sector: según el Financial Stability Board, el *shadow banking* chino ha crecido más de un 30% anual en los últimos tres años frente a un 10% en el resto del mundo.

Si analizamos la configuración del *shadow banking*, destacan, en primer lugar, los productos de gestión del patrimonio (WMP, por sus siglas en inglés), que representan un 44% del total del sector y cuyo volumen se ha duplicado desde 2014.³ Los WMP son productos de ahorro, normalmente a corto plazo, que ofrecen una elevada rentabilidad y que, en muchos casos, se invierten en activos con un elevado riesgo. En vista del mal uso que a menudo se da a estos productos, las autoridades reguladoras chinas recientemente han obligado a las entidades financieras con un capital neto inferior a 5.000 millones de yuanes a que inviertan sus WMP en activos con un riesgo limitado, como deuda pública. En segundo lugar, con un 21%, tenemos los *entrusted loans*, que son créditos entre empresas. Estos no se consideran préstamos bancarios y se han utilizado, en buena parte, para conceder créditos con un tipo de interés (y un riesgo) elevado, aunque conviene matizar que aquí el *shadow banking* actúa como simple intermediario para facilitar la operación y, por tanto, no asume ningún riesgo, como mínimo, de forma directa. Les siguen con un 10% del total los *trust loans*, préstamos ofrecidos por instituciones financieras del sector informal.

En teoría, la expansión del sector bancario informal podría ser positiva si ayudase a diversificar los riesgos financieros. Sin embargo, este no ha sido el caso en China ya que las actividades del *shadow banking* se han canalizado hacia vehículos y prácticas financieras con un elevado riesgo, y muchas veces con la participación del sector bancario formal. Así, por ejemplo, un 15% de los WMP han sido compra-

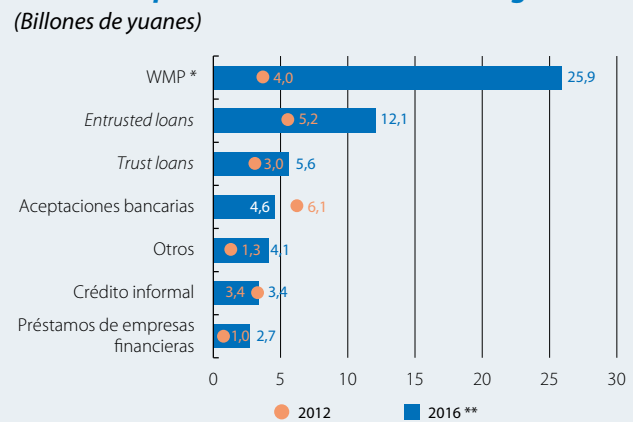
dos por bancos del sector formal en el mercado interbancario, porcentaje tan solo del 3% a finales de 2014. Un elemento inquietante a tener en cuenta es que muchos bancos tradicionales, con la ayuda del *shadow banking*, han reclasificado préstamos, muchos de ellos dudosos, en otros productos financieros que requieren provisiones mucho menores. Como dichos préstamos reclasificados presentan, en realidad, un riesgo elevado que no ha sido provisionado adecuadamente y los bancos no han logrado, en buena parte de los casos, transferir el riesgo, esta práctica podría generar tensiones importantes en el sistema financiero. De hecho, según Bloomberg, se calcula que estos «préstamos en la sombra» representaban el 15% del PIB en junio de 2016. Los bancos comerciales regionales pequeños y medianos han sido especialmente proclives a abusar de las malas praxis y de ahí la reciente intervención de los reguladores chinos para limitar la exposición de dichos bancos a los WMP.

China: tamaño del shadow banking



Nota: * Los datos de 2016 corresponden a la primera mitad del año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central de China, Moody's, China Trustee Association y China's Wealth Management Registrations System.

China: composición del shadow banking



Notas: * Los wealth management products (WMP) que se computan en el shadow banking son la suma de los WMP que los bancos han sacado fuera de balance y los WMP vendidos por los intermediarios financieros del sector informal, principalmente, trust companies y empresas de corretaje. ** Los datos de 2016 corresponden a la primera mitad del año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central de China, Moody's, China Trustee Association y China's Wealth Management Registrations System.

1. El *shadow banking*, que significa «banca en la sombra» en inglés, es el conjunto de entidades financieras, infraestructura y prácticas que sustentan operaciones financieras que ocurren fuera del alcance de las entidades reguladoras.
 2. Otras estimaciones más conservadoras, realizadas por *The Economist*, lo sitúan alrededor de 40 billones de yuanes.
 3. Véase el Focus «El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?» del IM11/2016 para más detalles sobre los *wealth management products* (WMP).

FOCUS · Ralentización del comercio mundial: el papel del proteccionismo

El comercio internacional ha sido una fuente importante de crecimiento económico en las últimas décadas, tanto para los países emergentes como para los avanzados.¹ Sin embargo, en los últimos cinco años hemos observado una sustancial desaceleración en sus tasas de avance. Varios factores explican dicha desaceleración, y uno de los que más polémica está generando es el aumento del proteccionismo, especialmente tras la victoria de Donald Trump y sus promesas de imponer importantes aranceles a las importaciones chinas y mexicanas.²

El comercio recibió un fuerte impulso durante los años ochenta y noventa. En ese periodo, se llevó a cabo la Ronda de Uruguay, el acuerdo multilateral más amplio y exitoso de la historia, que se desarrolló entre 1986 y 1994, y que incluyó a 123 países, versó sobre un extenso abanico de sectores y concluyó con la formación de la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 1995. También sobresalieron los acuerdos de carácter regional de Europa (Acta Única Europea en 1986) y de América del Norte (NAFTA en 1994), y el ingreso de China en la OMC en 2001. No obstante, desde entonces, los acuerdos multilaterales para liberalizar el comercio han sido prácticamente inexistentes.

A ello se ha sumado un aumento de las políticas comerciales proteccionistas en los últimos años. La pertenencia de un gran número de países a la OMC limita el uso de las medidas más comunes, como el aumento de los aranceles o las restricciones a las importaciones, por lo que ahora muchos gobiernos han implementado medidas proteccionistas más difíciles de detectar, como ayudas a la financiación empresarial. Así, según datos recolectados por la Global Trade Alert (GTA), que toma en consideración dichas medidas menos convencionales, en 2015 se duplicaron el número de nuevas medidas discriminatorias hacia las empresas extranjeras con respecto a 2014, de 500 a 1.000, y todo apunta a que la tendencia al alza se mantuvo en 2016 (véase el primer gráfico). En la misma línea, y según la OMC, el número total de medidas proteccionistas vigentes a mediados de 2016 se situó casi cuatro veces por encima del registro de 2010, 1.263 frente a 324 (véase el segundo gráfico).³

A pesar del evidente aumento del proteccionismo, el papel que ha jugado en la débil evolución del comercio

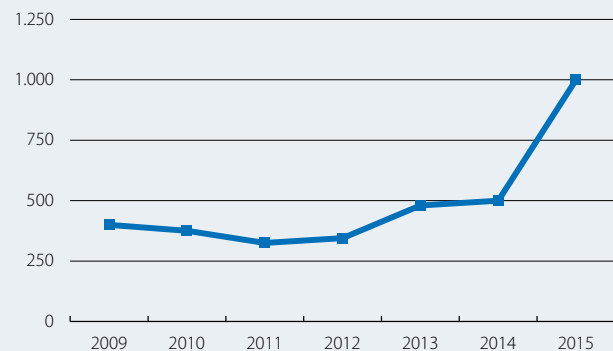
1. Véase Grossman, Gene M. y Elhanan Helpman (1990), «Trade, Innovation, and Growth», *American Economic Review* 80.2: 86-91, para la causalidad que se establece entre comercio internacional y crecimiento económico.
 2. Véase el Focus «Ralentización del comercio mundial e inversión» en el IM12/2016 en el que se presenta la debilidad del componente inversor como un elemento clave detrás de la ralentización de los flujos comerciales globales.
 3. Es relevante mencionar lo difícil que resulta cuantificar el número de medidas proteccionistas, pues para evitar el escrutinio de la OMC a menudo se esconden bajo el paraguas de otras políticas. Así, la serie que elabora la GTA difiere sustancialmente de la elaborada por la OMC, al intentar capturar la primera estas medidas más opacas. En particular, la GTA estima que las medidas discriminatorias contabilizadas por la OMC subestiman la realidad en más de un 50%. En este sentido, y a pesar de que los dos gráficos del Focus muestran un aumento del proteccionismo, el segundo (que refleja el stock) no puede elaborarse a partir del primero (que refleja los flujos) por proceder de fuentes distintas.

mundial parece haber sido, hasta la fecha, limitado, puesto que las medidas impuestas han afectado a menos del 2% de los flujos comerciales según la GTA. El FMI, en el último informe sobre perspectivas globales, también comenta que el proteccionismo ha tenido un efecto reducido sobre la desaceleración comercial. De hecho, el Fondo analiza el efecto del proteccionismo conjuntamente al de la ralentización del proceso comercial liberalizador, pues, en la práctica, ambos factores están entrelazados, y concluye que tampoco este segundo elemento ha sido clave en el cambio del patrón comercial.

Desde la OCDE, no obstante, el mensaje es algo menos optimista, y atribuyen a ambos elementos (movimiento proteccionista y freno del proceso liberalizador) un 25% de la desaceleración comercial de los últimos cinco años, pero subrayan que el grueso del efecto proviene del menor ritmo en el proceso liberalizador del comercio. De todas formas, si el aumento del proteccionismo continúa, este también acabará lastrando al comercio global.

Políticas proteccionistas: nuevas medidas *

Número de nuevas medidas discriminatorias implementadas a nivel mundial

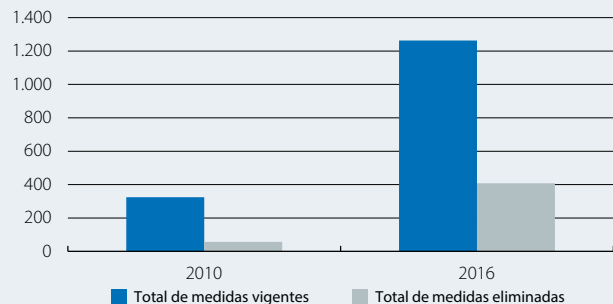


Nota: * Incluyen aranceles, financiación privilegiada al comercio exterior, requisitos de localización o ayudas públicas, entre otras medidas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Global Trade Alert.

Políticas proteccionistas: medidas vigentes y eliminadas *

Número de medidas



Nota: * Medidas proteccionistas contabilizadas desde 2008 por los países del G20. De estas se contabilizan las vigentes hasta la fecha y el total eliminado hasta la fecha. Los datos corresponden a octubre de cada año. Véase la nota 3 en el texto para más detalles acerca de las diferencias entre las medidas contabilizadas por la OMC y la GTA.

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

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	11/16	12/16
Actividad									
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,7	-	1,9	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,5	4,3	3,6	4,0	4,4	3,6	4,2	4,0	3,1
Confianza del consumidor (valor)	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8	109,4	113,7
Producción industrial	2,9	0,3	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7	0,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	52,0	53,5	54,5
Viviendas iniciadas (miles)	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.320	1.102	1.226
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	171	179	183	187	188	188	190	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8	4,6	4,7
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,6	-2,7	...
Precios									
Precios de consumo	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	2,1
Precios de consumo subyacente	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, 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	11/16	12/16
Actividad									
PIB real	0,2	1,2	1,2	0,3	0,9	1,0	-	...	-
Confianza del consumidor (valor)	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3	40,9	43,1
Producción industrial	2,1	-1,2	-1,1	-3,2	-1,7	0,5	0,2	2,9	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	-	10,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0	3,1	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,5	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,5	0,8	0,9	1,0
Precios									
Precios de consumo	2,8	0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,2	0,5	0,3
Precios de consumo subyacente	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0

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	11/16	12/16
Actividad									
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	-	6,8	-
Ventas al por menor	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0	10,8	10,9
Producción industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1	6,2	6,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2	51,7	51,4
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	383	608	608	588	576	554	541	532	513
Exportaciones	6,0	-2,3	-5,2	-14,3	-7,5	-7,0	-7,9	-1,5	-6,1
Importaciones	0,4	-14,2	-11,8	-14,1	-7,1	-4,7	-1,9	4,7	3,1
Precios									
Precios de consumo	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1	2,3	2,1
Tipo de interés de referencia ² (valor)	5,60	4,35	4,35	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	6,8	6,9

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 empieza 2017 con un crecimiento más firme

Perspectivas de una recuperación más sólida a pesar de la persistencia de riesgos. En 2017, la economía de la eurozona seguirá avanzando a un ritmo parecido al de 2016 apoyada por la demanda doméstica. Así lo reflejan las nuevas previsiones del FMI, que apuntan a un crecimiento del 1,6% tanto en 2017 como en 2018, cifras parecidas al escenario de CaixaBank Research (1,5% en 2017 y 1,6% en 2018). Aunque las previsiones indican una ligera desaceleración respecto a 2016, esta se debe al menor empuje de factores temporales que fueron especialmente favorables durante los dos últimos años (bajo precio del petróleo y depreciación del euro). La demanda doméstica seguirá ganando solidez respaldada por factores de fondo, entre los que destacan la gradual recuperación del mercado laboral y la mejora de la confianza empresarial. Además, el consumo privado y la inversión seguirán beneficiándose de unas condiciones financieras muy acomodaticias, dado que no se esperan novedades en la política monetaria del BCE hasta finales de año. No obstante, ante estas perspectivas favorables, la eurozona se encuentra en un entorno de elevada incertidumbre política. A finales del 1T 2017 empezarán las negociaciones del *brexit* con el Reino Unido, que se vislumbran complejas, y se sumarán a un cargado calendario electoral en la eurozona (elecciones en los Países Bajos, Francia, Alemania y, quizás, Italia).

El PIB del Reino Unido avanzó un 0,6% intertrimestral en el 4T y cerró el año 2016 con un crecimiento del 2,0%. Esta solidez de la actividad ha sorprendido al consenso de analistas, que esperaba una desaceleración marcada de la economía tras la victoria a favor del *brexit* en el referéndum del pasado junio. Aunque la rapidez del relevo político al frente del Gobierno británico y la política monetaria expansiva del Banco de Inglaterra han sido claves para mitigar el impacto sobre la actividad, la libra cerró 2016 con una depreciación del 14% frente al euro y del 16% frente al dólar. Ello indica un empeoramiento del sentimiento inversor hacia el Reino Unido y, además, provocará un repunte importante de la inflación en 2017. La consiguiente pérdida de poder adquisitivo, junto con la incertidumbre alrededor de las complejas negociaciones con la UE que se iniciarán en el 2T 2017, se podría traducir en un menor dinamismo de la economía este año.

Ligera aceleración del PIB de la eurozona en el 4T, con un avance intertrimestral del 0,5% y con la demanda doméstica como motor de la economía. Con este dato, la eurozona avanzó un 1,7% en el conjunto del año, una cifra razonablemente buena dada la repetición de episodios de inestabilidad financiera e incertidumbre política a lo largo de 2016. Por países, se dio a conocer el dato de España (0,7% intertrimestral) y el de Francia (0,4%). A pesar de que la economía francesa mostró un mejor tono en la segunda mitad de 2016, las perspectivas de

Eurozona: previsiones del FMI

Variación anual (%)

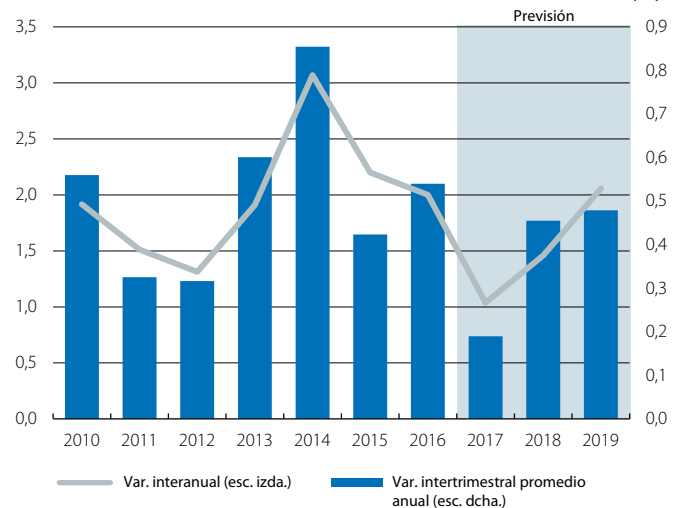
	2016	Previsión PIB		Variación respecto a la previsión octubre 2016	
		2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,7	1,6	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Alemania	1,7	1,5	1,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Francia	1,3	1,3	1,6	= 0,0	= 0,0
Italia	0,9	0,8	0,5	▼ 0,2	▼ 0,3
España	3,2	2,3	2,1	▲ 0,1	▲ 0,2

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero de 2017).

Reino Unido: PIB

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)

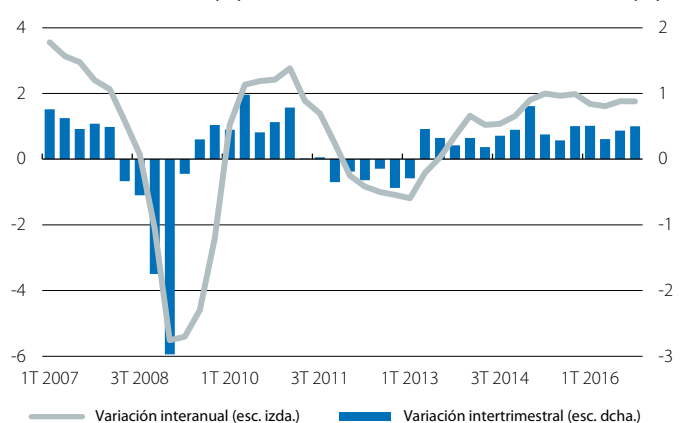


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Office for National Statistics.

Eurozona: PIB

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)



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

crecimiento para 2017 continúan siendo moderadas (1,1%, según CaixaBank Research), por lo que la ambición reformista del presidente que salga elegido en las elecciones de la próxima primavera será fundamental.

Los indicadores de actividad respaldan la ligera aceleración del crecimiento de la eurozona. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) de la eurozona se situó en los 54,3 puntos en enero, un registro similar al del mes anterior (54,4) y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Por países, destacó el buen dato de Francia (53,8), que se suma a la mejoría ya observada en diciembre. De este modo, los indicadores siguen apuntando a un ritmo de crecimiento de la actividad ligeramente superior en el inicio del año.

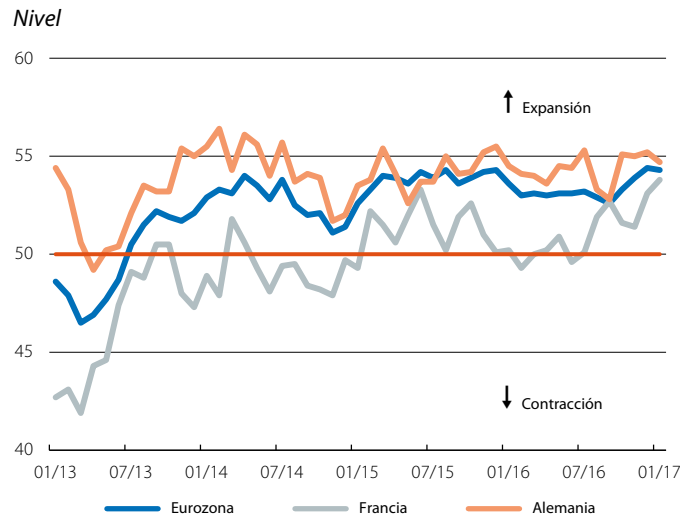
Los indicadores de consumo reflejan la buena marcha de la demanda doméstica. Las ventas minoristas crecieron por encima del 2% en octubre (2,8%) y noviembre (2,2%) en la eurozona, los mejores registros del año. Del mismo modo, el índice de confianza del consumidor alcanzó los -4,9 puntos en enero, su máximo de los últimos 21 meses. En conjunto, los indicadores muestran que el consumo privado se mantiene como el motor de la recuperación, algo que continuará a lo largo de 2017 gracias, en parte, al respaldo de la política monetaria expansiva del BCE.

La mejora de la actividad se traslada, paulatinamente, al mercado laboral. La tasa de paro de la eurozona cerró el año en el 9,6%, 0,9 p. p. por debajo del registro de diciembre de 2015 y la tasa más baja desde 2009. Este descenso del paro fue generalizado en casi la totalidad de los países de la eurozona. La excepción más destacable es Italia, donde la tasa de paro aumentó hasta el 12,0%, 0,4 p. p. por encima del registro de diciembre de 2015. De cara a 2017, la mejora del mercado laboral proseguirá a un ritmo gradual y contribuirá a reforzar el avance de la demanda doméstica y de la actividad de la eurozona.

La inflación repunta según lo previsto. La inflación general de la eurozona, medida a partir del índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,8% en enero. La importante recuperación de la inflación general que se observa desde junio de 2016 procede, principalmente, de la corrección del efecto base de las caídas del precio del petróleo que se sucedieron en 2014 y 2015, y es un factor que seguirá presente en los próximos meses. Por su parte, la recuperación de la inflación subyacente, indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, avanza más gradualmente (0,9% en enero, mismo registro que el mes anterior). Esperamos que este aumento paulatino de la inflación subyacente prosiga a lo largo de 2017 de la mano del crecimiento de la actividad y la mejora del mercado laboral. En concreto, la inflación general y la subyacente alcanzarán valores cercanos al 1,5% a finales de año. Aunque todavía no lo suficientemente cerca del objetivo del 2%, con estos registros el BCE tendrá los indicios de una tendencia sostenida de recuperación de la inflación necesarios para empezar a retirar el estímulo monetario a lo largo de 2018.

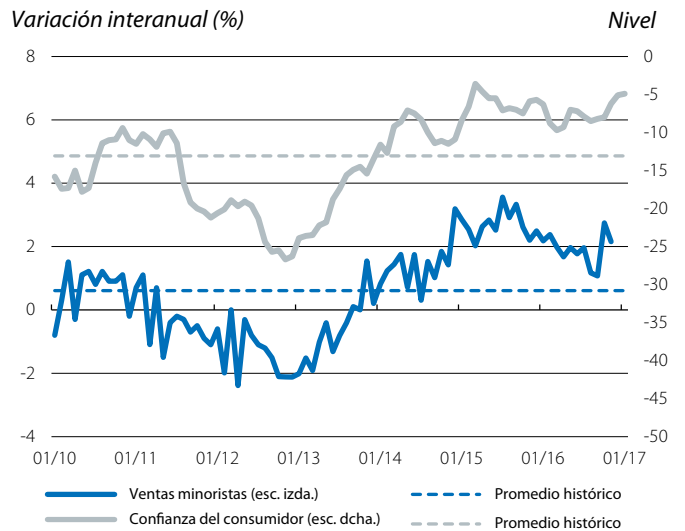
Las condiciones financieras se mantienen muy laxas. Con la renovación del estímulo monetario del BCE en su reunión del

Indicador de actividad PMI compuesto



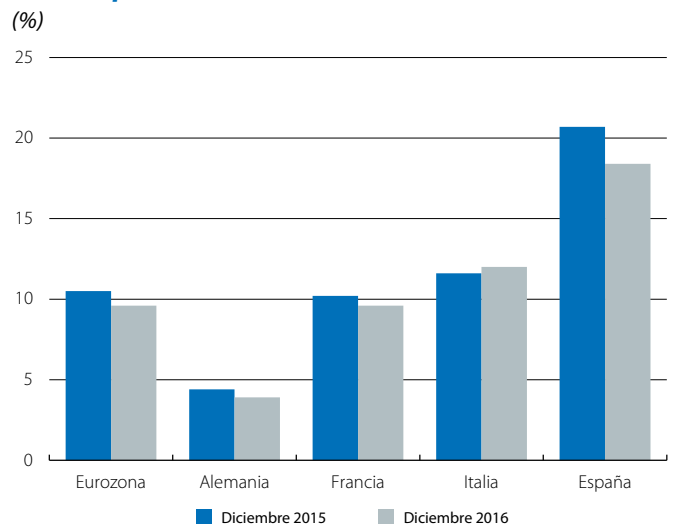
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Tasa de paro



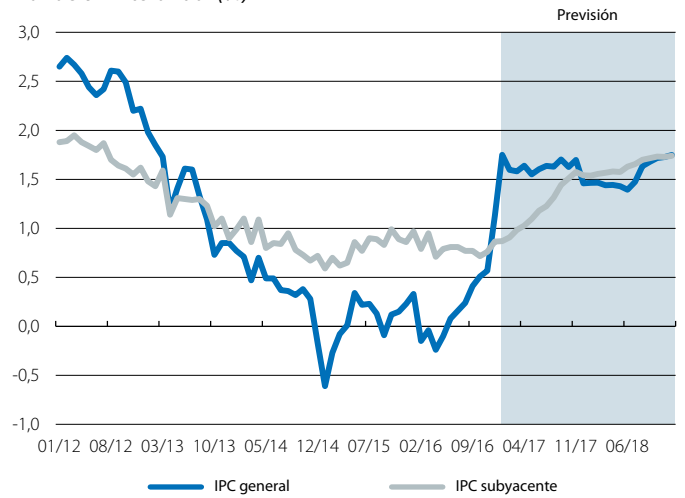
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

pasado diciembre (prolongación del QE hasta diciembre de 2017 a un ritmo de compras mensuales inferior), las condiciones financieras se mantendrán extraordinariamente acomodaticias a lo largo de 2017. En este entorno monetario laxo, la demanda de crédito continuó aumentando en todos los segmentos en el 4T 2016, según muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de enero de 2017, y se espera que esta tendencia continúe en el 1T 2017. Además, la encuesta también muestra que los hogares dispusieron de mayores facilidades para la obtención de préstamos al consumo. Todo ello es indicativo de que las condiciones financieras seguirán apoyando el avance de la demanda doméstica.

El nivel de deuda pública se mantiene elevado y se reduce muy paulatinamente. La deuda pública en el conjunto de la eurozona se situó en el 90,1% del PIB en el 3T 2016, prácticamente en el mismo nivel que el registrado en el 3T 2015 (91,5% del PIB). Esta estabilidad de la deuda pública, sin embargo, esconde comportamientos dispares entre países. Concretamente, la deuda pública se está reduciendo más rápidamente en países que partían, en 2015, de un nivel de deuda menor, como Alemania (69,4% en el 3T 2016, -2,6 p. p. respecto al 3T 2015), Irlanda (77,1% en el 3T 2016, -8,5 p. p. respecto al 3T 2015) y los Países Bajos (61,9 p. p. en el 3T 2016, -4,3 p. p. respecto al 3T 2015). Por el contrario, en países con mayores niveles de deuda (Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal), el endeudamiento público se ha mantenido prácticamente estable o incluso ha aumentado. En un contexto en el que el peso de las medidas de estímulo recae desproporcionadamente sobre la política monetaria, aquellos países con margen fiscal pueden aprovecharlo para impulsar el crecimiento y permitir un mayor equilibrio entre las políticas monetaria y fiscal. Sin embargo, es importante que los países con un mayor nivel de endeudamiento público encaren su reducción de manera más firme para acercarse a niveles más sostenibles.

Eurozona: IPC armonizado

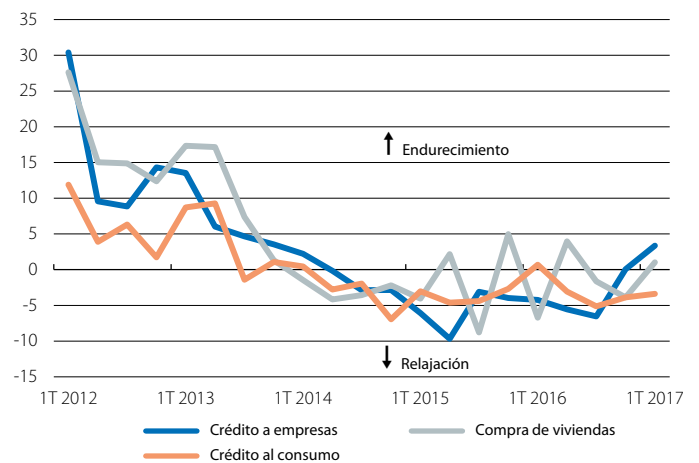
Variación interanual (%)



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

Entidades que endurecen (+) o relajan (-) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)

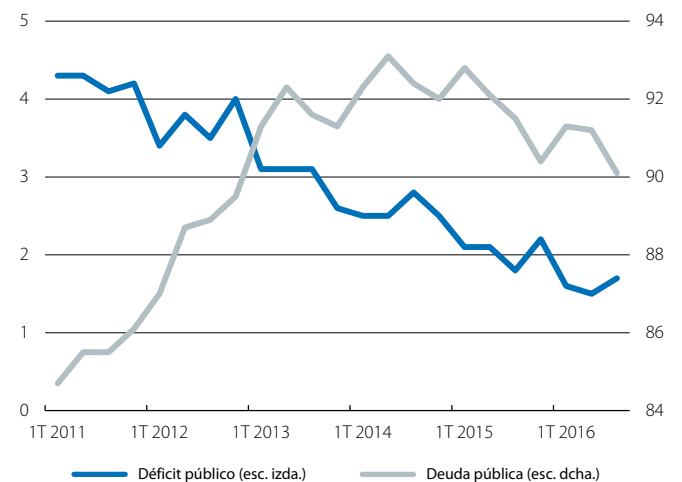


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Eurozona: déficit y deuda pública

(% del PIB)

(% del PIB)



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

FOCUS · Paridad, ¿esta vez sí?

Desde que, en abril de 2008, el tipo de cambio entre el euro y el dólar alcanzara el máximo histórico de 1,6 dólares por euro, la moneda única ha ido perdiendo posiciones respecto al dólar. Ello ha sido motivado, en parte, por la divergencia creciente entre la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y la del BCE: mientras que en EE. UU. la Fed ha empezado a subir el tipo de referencia, en Europa los tipos de interés se han mantenido relativamente estables. Más recientemente, la elección de Donald Trump y la posibilidad de que su Administración lleve a cabo una política fiscal expansiva en una economía que opera cerca de su plena capacidad productiva han hecho aumentar las expectativas de inflación en EE. UU., lo que ha ampliado el diferencial de rentabilidad entre los bonos estadounidenses y los europeos (especialmente en el tramo largo de la curva).

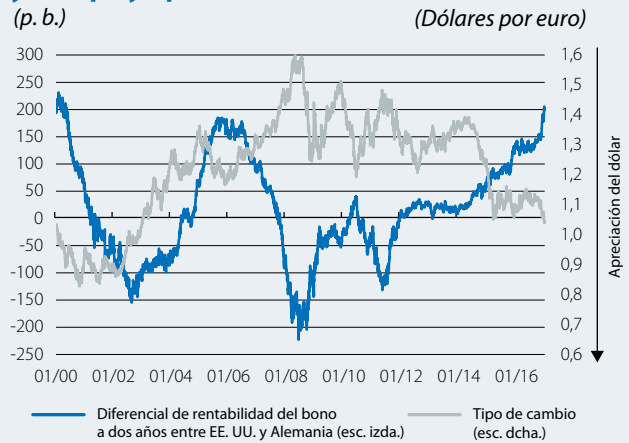
Como muestra el primer gráfico, cuando aumenta la diferencia entre el tipo de interés del bono estadounidense a dos años y el tipo de interés del bono alemán a dos años (*spread*), el euro se suele depreciar frente al dólar. Por ejemplo, a lo largo de 2014, cuando el *spread* de los bonos a dos años aumentó en 62 p. b., el euro se depreció un 12% respecto al dólar. Ello ocurrió cuando las políticas monetarias de la Fed y del BCE empezaron a divergir: mientras la Fed llevaba a cabo una reducción sostenida del programa de compras de activos (*tapering*), el BCE anunciaba la implementación de medidas de política monetaria no convencionales. Desde entonces, las diferencias entre los tipos de interés han ido en aumento y el euro ha seguido perdiendo valor respecto al dólar.

En 2017, todo apunta a que la divergencia entre la política monetaria que se llevará a cabo en EE. UU. y la de la eurozona seguirá aumentando. Mientras que la Fed subirá el *fed funds rate* en 0,75 p. p., según las previsiones de los miembros del comité de gobierno de la Fed (véase el Focus «La estrategia de la Fed en 2017: pasos más firmes, pero cautelosos» en este *Informe Mensual*), el BCE ha anunciado que alargará el programa de compra de activos hasta diciembre de 2017 y no se espera que empiece a subir el tipo de referencia hasta mediados de 2019. Para identificar el impacto directo de los tipos de interés sobre el tipo de cambio, analizamos la relación histórica entre el diferencial de intereses y el tipo de cambio en los días en los que ha habido reunión del comité de gobierno de la Fed (FOMC).¹ Los resultados revelan que, a pesar de que la apreciación del dólar ha sido muy importante en los últimos trimestres, todavía tiene cierto recorrido. Por ejemplo, si tal y como prevé el consenso de analistas el aumento del *spread* es de 20 p. b. en 2017, el dólar se apreciaría un

1,7% este año. En cambio, si se confirman las previsiones de CaixaBank Research y el *spread* aumenta en 75 p. b., el dólar se situará muy cerca de la paridad con el euro.

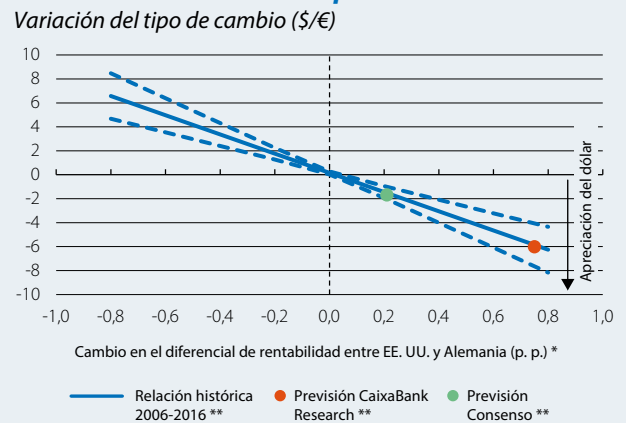
No obstante, más allá de la tendencia a apreciarse del dólar, la volatilidad del tipo de cambio seguirá siendo relativamente alta, en parte por la elevada incertidumbre sobre los factores que deben guiar las políticas monetarias de la Fed y del BCE, como el efecto de las políticas de la Administración Trump, las consecuencias del *brexit* o las contiendas electorales europeas de los próximos meses.

Diferencial de rentabilidad entre EE. UU. y Europa y tipo de cambio



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

Impacto de cambios en el diferencial de rentabilidad sobre el tipo de cambio



Notas: Las previsiones se refieren al aumento del *spread* esperado entre el 4T 2016 y el 4T 2017. Intervalo de confianza: 95%. * Diferencial de rentabilidad de la deuda pública a dos años. ** Se calcula analizando la relación entre el diferencial de rentabilidad y el tipo de cambio en los días en que el comité de gobierno de la Fed (FOMC) se reúne.

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

1. El periodo de referencia analizado es 2006-2016.

FOCUS · El impacto de la demografía sobre el mercado laboral: ¿desafío superable?

A menudo la demografía se menciona como uno de los factores que afectará negativamente al crecimiento de la eurozona. Concretamente, preocupa la reducción de la población en edad de trabajar: en la eurozona, esta empezó a disminuir en 2010, y en los últimos cinco años presenta un ritmo de descenso del 0,16% anual en promedio.

Las previsiones demográficas indican que la población de la eurozona, que aumentó de los 332 millones en 2010 hasta los 335 millones en 2015, se reducirá ligeramente hasta los 333 millones en 2020 si no se producen flujos migratorios en términos netos.¹ Sin embargo, no todos los grupos de edad tendrán la misma evolución: el número de individuos en edad laboral, entre 15 y 64 años, se reducirá a una velocidad superior: entre 2015 y 2020 disminuirá un 0,3% anual en promedio. Así, el porcentaje de población en edad laboral sobre el total se reducirá de manera significativa en este breve periodo, del 65,1% hasta el 63,5%. La disminución de la población en edad de trabajar se espera que sea generalizada en todos los países de la eurozona y es preocupante puesto que, entre otras cosas, podría reducir el crecimiento si no aumenta el incremento de la productividad, o no aumentan los flujos migratorios o la participación laboral.

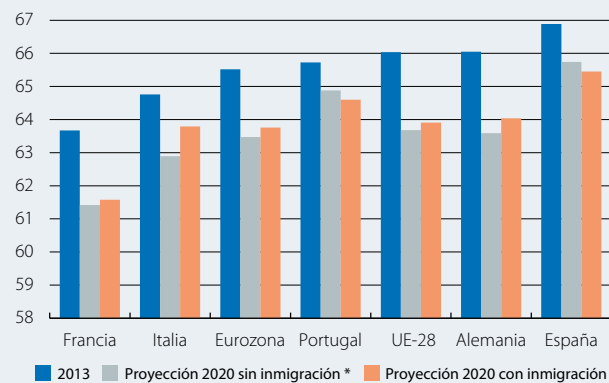
Centrándonos en los flujos migratorios, según las proyecciones de la Comisión Europea, estos permitirán que la población en edad laboral en el conjunto de la eurozona aumente en un 1,6% entre 2015 y 2020. Sin embargo, las diferencias entre países son importantes. En algunos países, las salidas netas de inmigrantes podrían reducir la población en edad laboral todavía más, como en España (-1,6%) o en Portugal (-1,4%). En cambio, se espera que la inmigración la aumente en Alemania un +2,5% y en Italia un +4,6%. Hay que tener en cuenta que hay mucha incertidumbre respecto a los flujos migratorios, ya que tanto factores económicos como geopolíticos pueden modificarlos rápidamente.

La preocupación sobre la posible reducción de la población en edad laboral queda todavía más matizada cuando se tiene en cuenta la posible contribución de una mayor participación laboral. Un 72,5% de la población en edad laboral (unos 158 millones) estaba empleada o buscando empleo en 2013. Un aumento de la tasa de participación de 1,0 p. p. entre 2015 y 2020, hasta el 73,5%, mantendría el nivel de población activa constante (véase el segundo gráfico).² De hecho, la Comisión Europea prevé que para el conjunto de la eurozona la participación alcance el 73,6% en 2020, lo

que supondría un ligero aumento de la población activa. Las mujeres de todas las edades y los trabajadores entre 55 y 64 años son los que aumentarán más su participación laboral, hasta el 68,7% (+2,5 p. p.) y el 63,3% (+8,5 p. p.) respectivamente, aunque todavía podrían hacerlo más, si las comparamos con la participación de los hombres (78,5% en 2020) y de las personas entre 25 y 54 años (86,1%). También en este ámbito las diferencias entre países seguirán siendo importantes y, en algunos de ellos, el margen para aumentar la tasa de participación seguirá siendo amplio. Italia, un país en el que históricamente ha sido difícil combinar trabajo y familia para las mujeres, la tasa de participación laboral femenina prevista, del 56,6% en 2020, seguirá siendo muy baja. Por su lado, Francia continuará con una baja participación entre las personas de más de 54 años, con una tasa del 55,4% en 2020, debido a su temprana salida del mercado laboral, muy anterior que en otros países vecinos.

Población en edad laboral

(% de la población total)

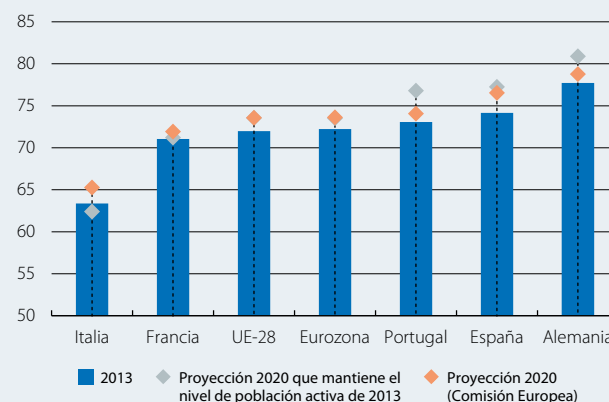


Nota: * La proyección sin inmigración asume que los flujos migratorios internacionales netos son cero.

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

Tasa de participación laboral

Población activa (% de la población entre 15 y 64 años)



Nota: Las proyecciones de población de la Comisión Europea corresponden a EUROPOP2013, que utilizan el 2013 como año base.

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

1. Todas las proyecciones mencionadas en este artículo se han calculado a partir de las previsiones de la Comisión Europea «The 2015 Ageing Report», que utiliza las proyecciones de población de Eurostat EUROPOP2013.
2. Incluyendo la contribución de la inmigración.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,4	2,7	2,2	1,7	1,3	3,0	2,3	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	0,9	2,0	1,3	1,1	1,2	0,8	3,2	...	...
Confianza del consumidor	-10,2	-6,2	-8,3	-7,8	-8,2	-8,0	-6,2	-5,1	-4,9
Sentimiento económico	101,5	104,2	104,0	104,3	104,3	106,4	106,6	107,8	108,2
PMI manufacturas	51,8	52,2	51,7	52,0	52,1	53,5	53,7	54,9	55,1
PMI servicios	52,5	54,0	53,3	53,1	52,6	52,8	53,8	53,7	53,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,6	1,0	1,4	1,4	1,2	-	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	11,6	10,9	10,3	10,1	10,0	9,8	9,8	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,0	4,6	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,4	10,2	9,9	10,1	9,7	9,5	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,6	11,9	11,6	11,6	11,6	11,8	11,9	...	...
España (% pobl. activa)	24,5	22,1	20,4	20,1	19,4	19,2	19,2	...	...

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Saldo corriente: eurozona	2,5	3,2	3,2	3,5	3,4	3,5	3,6	...
Alemania	7,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,6	8,6	...
Francia	-1,1	-0,2	-0,8	-0,8	-1,1	-1,3	-1,2	...
Italia	1,9	1,6	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8	...
España	1,1	1,4	1,4	1,7	1,9	1,9	2,0	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	101,8	92,3	94,1	94,8	95,1	95,4	94,9	94,2

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

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

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.

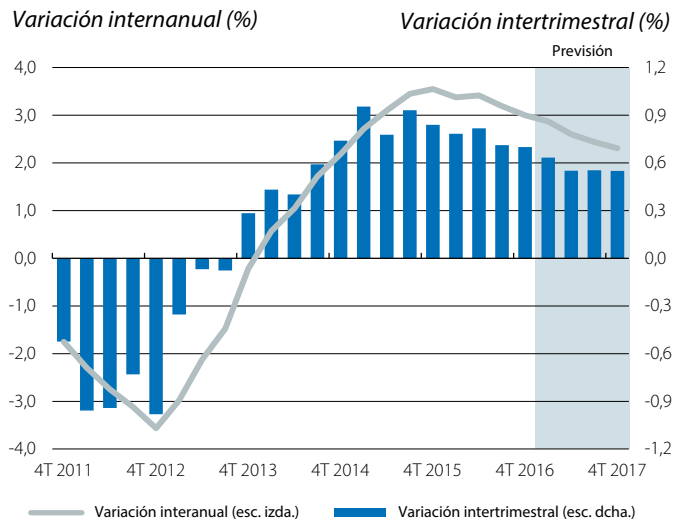
COYUNTURA · España: crecimiento robusto en 2016 y perspectivas positivas para 2017

La economía española creció un saludable 3,2% en 2016. En el 4T, el PIB creció un 0,7% intertrimestral, un registro muy superior al promedio de los países de la eurozona y similar al registrado en el trimestre anterior. El principal motor de crecimiento en 2016 fue la demanda interna, impulsada por la mejora del mercado laboral y la confianza empresarial. Sin embargo, también es destacable la buena evolución de la demanda externa neta que, poco a poco, ha ido recobrando protagonismo gracias al buen comportamiento de las exportaciones y un crecimiento más contenido de las importaciones. Este excepcional desempeño de la economía española a lo largo del año se explica por la confluencia de unos factores de apoyo temporales, como el bajo precio del petróleo y la política monetaria ultraexpansiva del BCE, y de los efectos positivos de las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años.

De cara a 2017, las perspectivas permanecen positivas. Los efectos de las reformas estructurales, que han permitido un aumento de la competitividad, juntamente con el dinamismo del mercado laboral, el nuevo ciclo alcista del sector inmobiliario y el saneamiento del sector bancario, seguirán apoyando el crecimiento en este nuevo año. Sin embargo, los apoyos temporales de los que ha gozado la economía española irán perdiendo tracción de forma gradual, lo que generará una ligera ralentización del crecimiento. En particular, según la previsión de CaixaBank Research, el crecimiento del PIB se situará en el 2,6% en 2017. Con todo, los riesgos que rodean al escenario macroeconómico siguen siendo elevados, en particular los riesgos externos relacionados con la política que finalmente implemente la Administración Trump en EE. UU., el cargado calendario electoral europeo y la fragilidad financiera de varios países emergentes, en especial de China. A nivel interno, tanto la deuda pública como la deuda externa neta siguen en niveles muy elevados y representan una fuente de vulnerabilidad para la economía española.

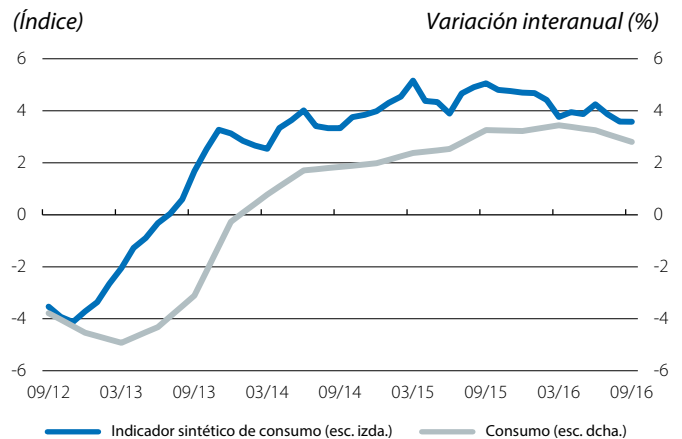
Los indicadores de actividad ya anticipaban un crecimiento robusto en el tramo final de 2016. Destaca especialmente el buen comportamiento de los indicadores del sector manufacturero en el tramo final del año, después de un primer semestre más flojo. En concreto, el índice de sentimiento empresarial PMI del sector manufacturero aumentó hasta los 55,3 puntos en diciembre, el mayor aumento mensual desde enero de 2016, y la producción industrial repuntó con fuerza en noviembre (3,2% interanual). El fuerte incremento de la entrada de pedidos industriales en noviembre (5,4% interanual) reafirma la buena evolución del sector manufacturero. Por su lado, el sector servicios mantiene su buen ritmo de avance: el índice PMI de servicios se mantuvo en los 55,0 puntos en diciembre, una cota claramente superior a los 50 puntos, umbral a partir del

PIB



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

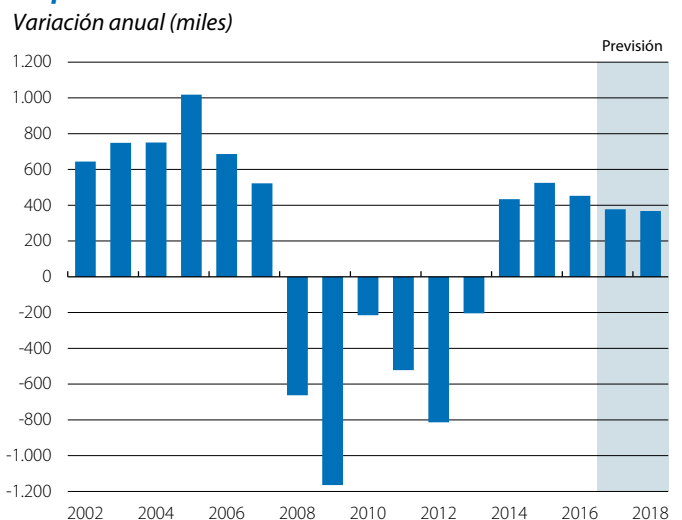
Indicadores sintéticos de actividad



Nota: El indicador sintético de consumo está compuesto por los siguientes indicadores: matriculación de turismos, índice de comercio al por menor, disponibilidades de consumo, remuneración de asalariados, ventas interiores de bienes y servicios de consumo en grandes empresas, e indicador de confianza de los consumidores.

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

Empleo



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

cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas. Por el lado de la demanda, los principales indicadores que recogen la evolución del consumo privado y de la inversión empresarial se sitúan en niveles elevados, lo que hace prever que estos dos componentes de la demanda interna seguirán siendo los principales motores de crecimiento.

A pesar del dato del 4T, el mercado laboral muestra una tendencia positiva. Según la EPA, el número de ocupados descendió en 19.400 en el 4T, mientras que CaixaBank Research esperaba un aumento (+85.000) en consonancia con la buena evolución de los afiliados a la Seguridad Social (+62.000 en promedio del trimestre) y con los registros positivos del 4T 2015 y del 4T 2014. En parte, esta desviación se debe a la destrucción de empleo en educación (menor número de días lectivos). En términos desestacionalizados, la creación de empleo se mantiene robusta (0,4% intertrimestral). Así, en el año 2016 hubo 452.700 ocupados más (crecimiento promedio anual del 2,7%) y la tasa de paro se redujo hasta el 18,6% en el 4T. Por sectores, el grueso de la recuperación de empleo observada en el pasado año se concentra en los servicios, con 240.000 empleos más respecto a 2015 gracias, en parte, a la buena evolución del turismo, que ha cerrado una temporada histórica. En 2016, entraron 75,6 millones de turistas en España, un 10,3% más que en 2015. De cara a 2017, la creación de empleo será algo menos dinámica, de acuerdo con el menor apoyo de los factores temporales que hasta el momento han aupado la economía. De todos modos, y a pesar de la cantidad de empleo generado en estos años, la calidad de la ocupación en España es una cuestión que sigue preocupando (véase el Focus «La inversión en capital humano: la llave de acceso a un empleo de calidad» en este *Informe Mensual*).

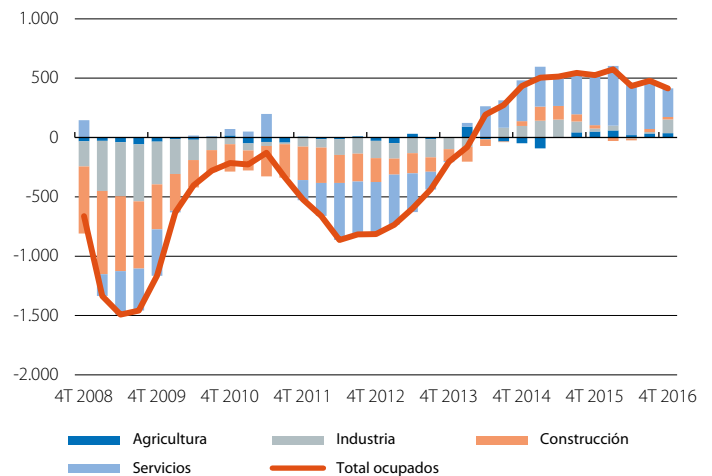
El incremento del empleo se ha traducido en una mejora de la renta bruta disponible de los hogares. En el 3T 2016, la renta bruta disponible (RDB) de los hogares avanzó un 1,8% interanual (en el acumulado de cuatro trimestres) impulsada por la remuneración de los asalariados, lo que se explica principalmente por el incremento de la ocupación. Sin duda, la mayor RBD ha favorecido el consumo privado, que presentó una tasa de crecimiento interanual del 1,7% en el 3T. El fuerte avance de las ventas minoristas en diciembre (2,9% interanual) apunta a que esta tendencia tuvo continuidad en el 4T. Por su lado, y a pesar del vigoroso avance del consumo privado, la tasa de ahorro de los hogares en el 3T se situó en el 8,2%, solamente 2 décimas por debajo del trimestre anterior.

Se confirma la tendencia al alza de la inflación. En enero, el IPC aumentó un 3,0% interanual, como consecuencia del mayor precio de la electricidad y del aumento del precio del petróleo. Esta cifra contrasta con los registros negativos de los dos últimos años (-0,2% en 2016 y -0,5% en 2015) y, en breve, nos hará revisar al alza la previsión del 2,4% para el conjunto de 2017.

En este contexto favorable, el sector privado sigue desendeudándose y el sector bancario mejora su posición. En el 3T 2016, la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras se situó en el 65,2% y el 102,3% del PIB, respectivamente, niveles similares a los de la eurozona. Asimismo, el sector bancario

Ocupación por sectores

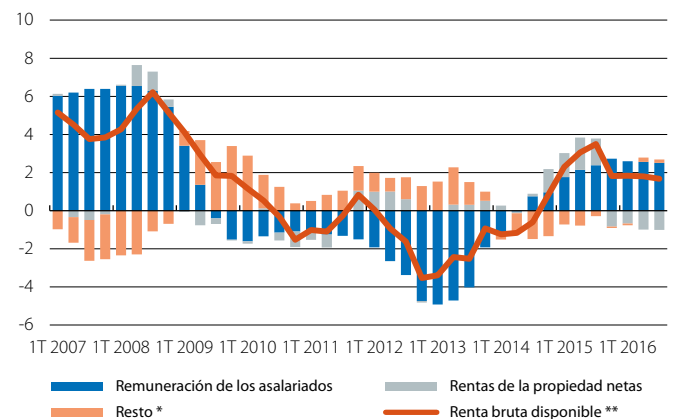
Variación interanual (miles)



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

Renta bruta disponible

Contribución al crecimiento interanual del acumulado de cuatro trimestres (p. p.)



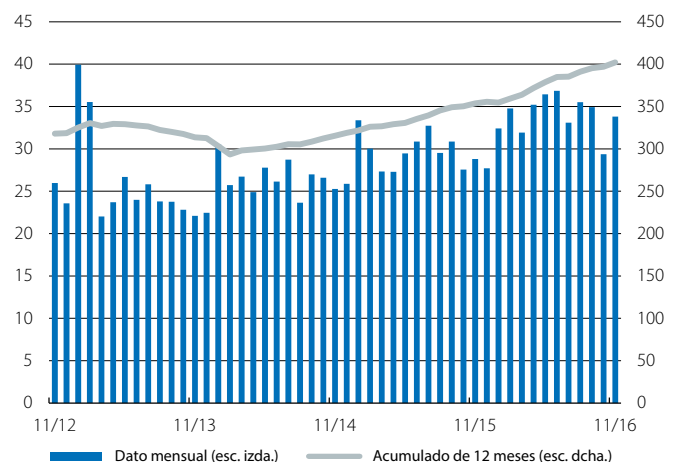
Notas: * Resto de partidas usadas para calcular la renta bruta disponible como son el excedente bruto de explotación, las cotizaciones sociales, etc. ** Variación interanual.

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

Compraventa de viviendas

(Miles de viviendas)

Datos acumulados de 12 meses (Miles de viviendas)



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

cuenta con unos balances cada vez más saneados tal y como lo muestra la continuada reducción de la tasa de morosidad (en noviembre bajó hasta el 9,2%). De este modo, las entidades financieras están en mejor posición para aumentar el crédito bancario. En efecto, para los próximos tres meses, los bancos esperan un aumento de la demanda de crédito por parte de empresas y familias, tal y como recoge la encuesta sobre préstamos bancarios de enero elaborada por el Banco de España.

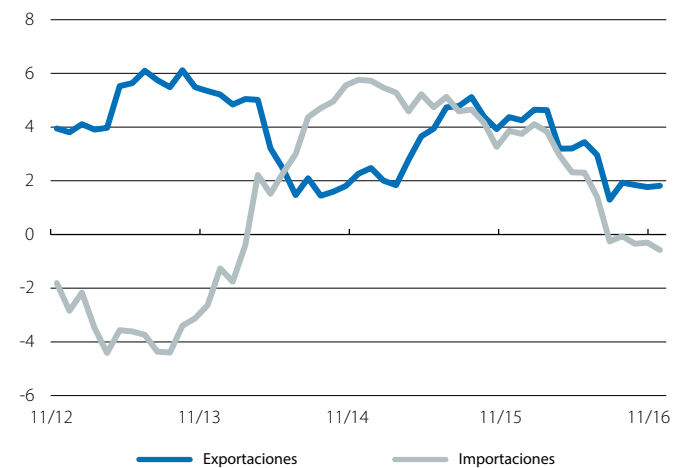
La mejora de la renta bruta disponible, el apetito inversor y la disponibilidad de crédito impulsan la demanda de vivienda. En noviembre, las compraventas de viviendas crecieron un 13,6% en el acumulado de 12 meses. La fortaleza de la demanda, que mantendrá su impulso en 2017, sumada a la tímida recuperación de la actividad inmobiliaria, que seguirá lejos de los máximos alcanzados en 2008, hace prever que la tendencia al alza de los precios se mantendrá a lo largo de este año, sobre todo en las zonas urbanas.

El sector exterior, un factor de fondo que sigue apoyando al crecimiento. El déficit comercial se redujo hasta los 18.101 millones de euros (acumulado de 12 meses) en noviembre, como consecuencia de un aumento de las exportaciones del 1,8% interanual y de una reducción del 0,6% de las importaciones (acumulado de 12 meses). En los próximos meses, es de esperar que la tendencia al alza del precio del petróleo deje de apoyar la mejora de la cuenta corriente, aunque esperamos que se mantendrá en superávit. Ello permitirá que la posición de inversión internacional neta, que se situó en el -88,7% del PIB en el 3T, se vaya acercando paulatinamente al umbral de referencia marcado por la Comisión Europea (del -35% del PIB). En este contexto, resulta clave seguir mejorando la competitividad y optimizar la composición geográfica de las exportaciones hacia destinos con mayor crecimiento, tal y como se explica en el Focus «Las exportaciones españolas y la desaceleración del comercio mundial» en este *Informe Mensual*.

Las finanzas públicas: a buen cauce. Ante un nivel de deuda pública que roza el 100% del PIB y en un año en el que los tipos de interés ya no jugarán a favor, tal y como se explica en el Focus «La deuda pública: el elefante en la habitación», en este *Informe Mensual*, es necesario que los esfuerzos de consolidación fiscal prosigan. En este sentido, la Comisión Europea, en su informe de evaluación del Plan Presupuestario de 2017, prevé que España incumpla ligeramente el objetivo de déficit público del 3,1% del PIB. Sin embargo, ha valorado que en términos generales se cumple el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ya que estima que el esfuerzo estructural es del 0,7% del PIB, superior al 0,5% del PIB requerido. Al mismo tiempo, invita a las autoridades españolas a estar preparadas para adoptar nuevas medidas en caso necesario y a reforzar su marco presupuestario. En referencia al año 2016, los datos disponibles hasta la fecha indican que el déficit de las Administraciones públicas en el 3T (acumulado de cuatro trimestres) se situó en el 4,8% del PIB, cerca del objetivo para el conjunto del año (4,6%), lo que genera optimismo acerca del cumplimiento del objetivo de déficit en 2016.

Comercio exterior de bienes *

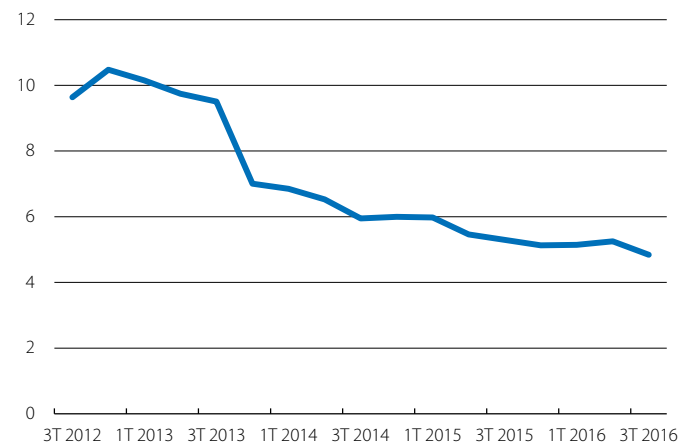
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Datos nominales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Aduanas.

Déficit público

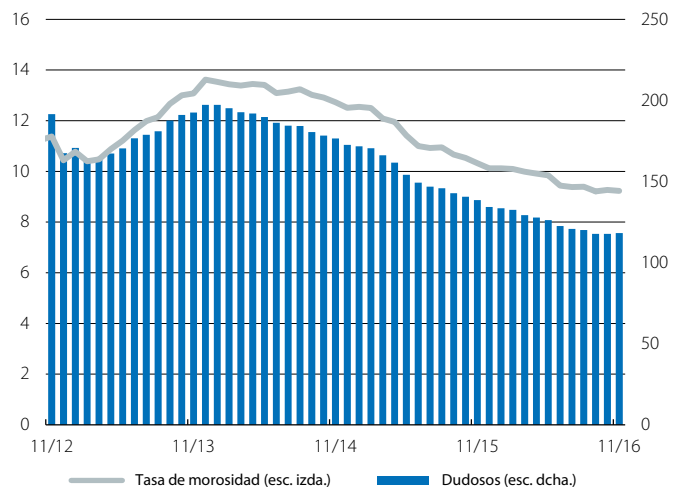
(% del PIB)



Nota: Datos acumulados de cuatro trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Hacienda y Administraciones públicas.

Tasa de morosidad y créditos dudosos

(%) (Miles de millones de euros)



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

FOCUS · La deuda pública: el elefante en la habitación

Los elevados niveles de deuda y déficit públicos han empeorado las necesidades de financiación de las Administraciones públicas en los últimos años hasta cotas históricamente altas. En este contexto, una gestión adecuada de las emisiones de deuda pública resulta clave.

En 2017, se deberán cubrir vencimientos de deuda por un valor de 185.017 millones de euros. Además, el Tesoro prevé una emisión neta de 35.000 millones adicionales, lo que eleva la necesidad bruta de financiación total hasta los 220.017 millones. De manera similar a los últimos años, el Tesoro planea financiar las nuevas necesidades mediante la emisión de deuda a medio y largo plazo, de modo que la vida media de la deuda pública seguirá aumentando. En 2016, alcanzó los 6,8 años, cifra similar a la registrada en el inicio de la crisis. El alargamiento de la vida media contribuye a reducir el riesgo de refinanciación, un riesgo especialmente relevante cuando la cantidad de deuda que hay que renovar cada año es elevada.

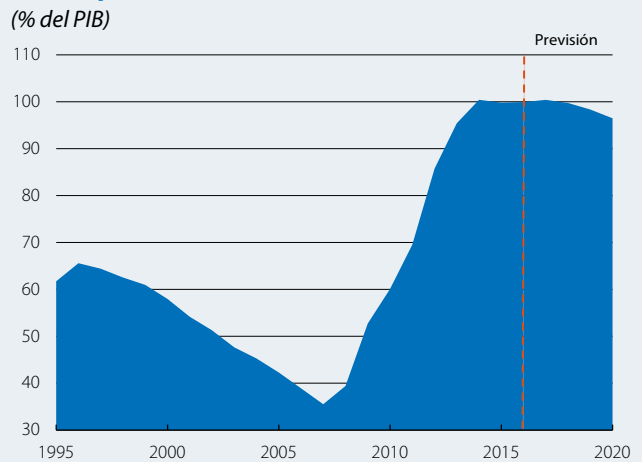
El alargamiento de la vida media ha sido compatible con una reducción de su coste medio gracias, en gran parte, a la política monetaria acomodaticia del BCE.¹ En 2016, el coste medio de la deuda se situó en torno al 2,9%, lejos del 4,1% registrado en 2011. El menor coste de financiación ha supuesto un ahorro importante en el pago de intereses, que incluso ha llegado a reducirse en términos nominales desde 2014. En concreto, si el coste medio se hubiese mantenido en los valores de 2011, el gasto por intereses representaría el 3,9% del PIB, en lugar del 2,8% que representó en 2016. De igual modo, no conviene olvidar que el incremento del nivel de deuda ha generado mayores costes. Así, si el nivel de deuda sobre el PIB se hubiese mantenido en cotas de 2010 (60% del PIB), el gasto anual por intereses sería un 40% inferior.²

Aunque en 2017 el BCE mantendrá el programa de compra de activos, los tipos de interés ya no jugarán tan a favor, dado que se espera que aumenten gradualmente, especialmente en el tramo largo de la curva. Ante este escenario, el potenciamiento de la emisión en los tramos más largos de la curva es acertado, puesto que permite aprovechar los bajos tipos de interés actuales al mismo tiempo que ayuda a reducir el riesgo de refinanciación.

Sea como fuere, no hay que olvidar que los esfuerzos deben centrarse en continuar la senda de consolidación fiscal y disminuir paulatinamente los niveles de deuda pública para evitar que, cuando suban los tipos de interés, el elefante se descontrole.

1. De hecho, en 2016 el BCE compró 93.514 millones de deuda pública de España, lo que implica que la emisión neta, incluido el efecto de estas compras, se situó en -58.500 millones de euros.
 2. Este cálculo es solo ilustrativo del efecto directo del aumento de la deuda sobre el pago de intereses, y asume que la evolución del resto de variables hubiera sido la misma que la observada.

Deuda pública



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

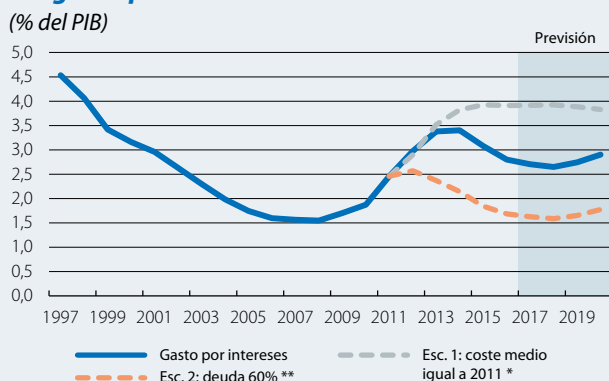
Financiación del Tesoro

(Millones de euros)

	Emisión neta	Emisión bruta
2015	47.717	236.817
2016	35.043	221.364
Previsión 2017	35.000	220.017

Fuente: CaixaBank Research, a partir de la Estrategia de Emisión de Valores del Tesoro 2017.

Escenarios ilustrativos sobre la evolución del gasto por intereses



Notas: * El escenario 1 asume que el coste medio se mantiene en el nivel de 2011 (4,1%).
 ** El escenario 2 asume que el nivel de deuda pública se mantiene en el 60% del PIB (nivel de 2010).
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

FOCUS · La inversión en capital humano: la llave de acceso a un empleo de calidad

Una numerosa evidencia empírica muestra que los trabajadores más cualificados suelen acceder a empleos mejor remunerados y más estables, es decir, de mayor calidad. En España, según los datos de la encuesta de estructura salarial de 2014, los trabajadores que habían completado como máximo la primera etapa de la enseñanza secundaria percibieron, en promedio, un salario anual bruto de 18.041 euros, mientras que el de un empleado con estudios universitarios alcanzaba los 35.494 euros. Si se tiene en cuenta que esta prima salarial suele mantenerse a lo largo de la vida laboral del trabajador, la diferencia no es nada desdeñable.

Además de la remuneración, el nivel educativo también incide sobre otras características de la relación laboral. Tal y como se observa en el primer gráfico, la tasa de temporalidad de los trabajadores que solo cuentan con educación primaria es mucho más elevada que la de los que poseen un título universitario. Además, los individuos con un menor nivel educativo también presentan mayores tasas de empleo parcial involuntario. De hecho, alrededor de un 15% de los empleados con educación primaria desearía trabajar más horas, comparado con solamente un 8% de los que tienen educación superior.

La inversión en capital humano no solamente se refiere a la educación formal. Gary Becker, laureado con el premio Nobel de Economía en 1992, definió el capital humano como el *stock* de conocimiento (educación y experiencia laboral) y otras características de los trabajadores, como la salud o las habilidades interpersonales, que contribuyen a su productividad. En este sentido, la formación continuada de los trabajadores desempeña un papel muy relevante para evitar la depreciación de los conocimientos y para potenciar el desarrollo de nuevas habilidades. De nuevo, los trabajadores con un nivel educativo alto resultan más favorecidos. Por ejemplo, según la encuesta de población activa de 2014, un 8% de los empleados con estudios universitarios había recibido formación no reglada por parte de la empresa. Este porcentaje se reduce al 2,9% de los trabajadores con estudios secundarios y a un escaso 0,1% de los que tienen estudios primarios.

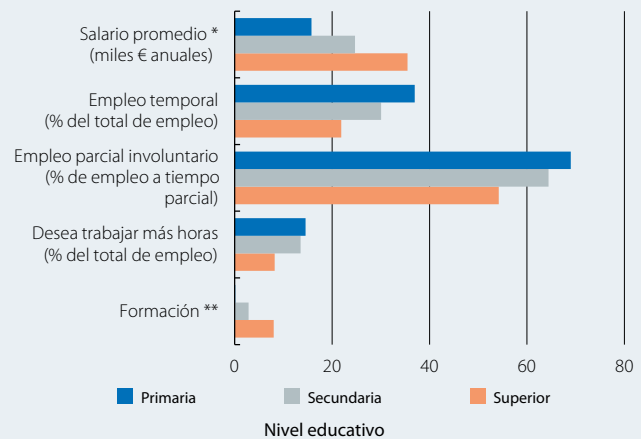
De este análisis, sin embargo, no debe concluirse que bastaría con aumentar la formación de los trabajadores. También es necesario que haya un buen emparejamiento entre la cualificación de los empleados y las habilidades que requiere el puesto de trabajo que ocupan. Una asignación de los recursos eficiente implicaría que los puestos que requieren una cualificación básica estuvieran cubiertos por trabajadores con este tipo de formación. Por el contrario, empleos en los que se realizan tareas más avanzadas deberían estar cubiertos por trabajadores con una elevada formación. Resulta revelador que, en España, un

1. Los niveles de educación, según la CNED 2014, se agrupan en: primaria (1, 2 y 10), secundaria (21-41) y superior (51-81). Las ocupaciones, según CNO 2011, se agrupan en: básicas (5, 8 y 9), medias (0, 3, 4, 6 y 7) y avanzadas (1 y 2).

elevado porcentaje de los trabajadores posee un nivel educativo superior al requerido por el puesto de trabajo que ostenta, lo que denota *a priori* un elevado nivel de sobrecualificación (véase el segundo gráfico).¹

En algunas circunstancias, no obstante, este mal emparejamiento sucede cuando los trabajadores tienen un nivel de habilidades inferior al que se podría esperar por su nivel educativo, ya sea porque no adquirieron los conocimientos necesarios durante la etapa educativa o bien porque sus habilidades se han depreciado con el tiempo. En este sentido, la encuesta de habilidades de adultos de la OCDE muestra que esta cuestión podría ser especialmente relevante en el caso español: en 2015, un 41% de los adultos con estudios superiores obtuvieron un resultado bajo en el test de habilidades profesionales, frente al 27% del promedio de la OCDE. Parece, por tanto, que el nivel de conocimientos de la población adulta es, en muchos casos, menor del que sugeriría su nivel educativo, y podría explicar, en parte, el aparente elevado grado de sobrecualificación en el mercado laboral español.

Calidad del empleo según el nivel educativo



Notas: Datos del 3T 2016. Se clasifican los trabajadores según el nivel educativo máximo alcanzado. * Datos de 2014. ** Porcentaje de trabajadores que reciben formación no reglada por parte de la empresa; datos de 2014. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA y Encuesta de Estructura Salarial).

Emparejamiento entre cualificaciones de los trabajadores y requerimientos del puesto de trabajo

(% del total de ocupados)

		Requerimientos teóricos del puesto de trabajo		
		Básicos	Medios	Avanzados
Nivel educativo del trabajador	Primaria	4,4	1,8	0,1
	Secundaria	30,7	19,3	1,7
	Superior	7,5	14,9	19,7

Nota: Datos del 3T 2016. Se clasifican los trabajadores entre 16 y 65 años de edad según el nivel educativo alcanzado y según el requerimiento teórico de formación en cada ocupación. El color verde indica un emparejamiento adecuado, el naranja indica un desemparejamiento moderado y el rojo un mal emparejamiento. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

FOCUS · Las exportaciones españolas y la desaceleración del comercio mundial

El comercio mundial no crece como antes. Entre el 2000 y el 2007, el volumen de comercio global avanzó a un ritmo promedio anual del 7,4%, más rápido que el 3,3% del PIB mundial. Pero en el escenario surgido después de la Gran Recesión, los papeles se han invertido y el volumen de comercio crece menos que el PIB: 3,0% frente a 3,3% en el periodo 2012-2016. Por el momento, las exportaciones españolas se han salvado de la quema y han mantenido un ritmo de avance muy notable (en volumen, 4,7% en 2000-2007 y 4,4% en 2012-2016). De esta forma, el saldo corriente se situó alrededor del 2,0% del PIB en 2016. En 2017 y 2018 este saldo positivo se verá mermado por la subida del precio del petróleo. ¿Se añadirá a ello una desaceleración más intensa de las exportaciones que secundará la desaceleración del comercio mundial? La respuesta es que hay razones para esperar que, contra viento y marea, la evolución de las exportaciones españolas siga siendo relativamente buena.

El crecimiento de las exportaciones de bienes¹ puede descomponerse entre tres factores. El primero, la demanda global; el segundo, la composición geográfica del destino de las exportaciones, y, finalmente, los cambios en la competitividad. El primero de ellos, la demanda mundial (definida como el crecimiento de las importaciones globales), es cuantitativamente el más importante y es exógeno, así que, contra esta marea, bien poco se puede hacer. Sin embargo, la composición geográfica y la competitividad también tienen su peso y, sobre ellos, sí se puede actuar.

Una buena distribución geográfica consiste en exportar más a aquellos países cuyas importaciones crecen más. Es decir, se trata de que el peso de las exportaciones españolas sea elevado en aquellos países cuyas importaciones crecen más que el comercio global.² Sin embargo, en los últimos años, el factor geográfico ha jugado en contra: en términos agregados, sustrajo 0,8 p. p. del crecimiento exportador en 1990-1999; 0,6 p. p. en 2000-2007, y 0,9 p. p. en 2012-2015. Estos resultados indican que las exportaciones españolas están concentradas en mercados que crecen menos que el comercio mundial.

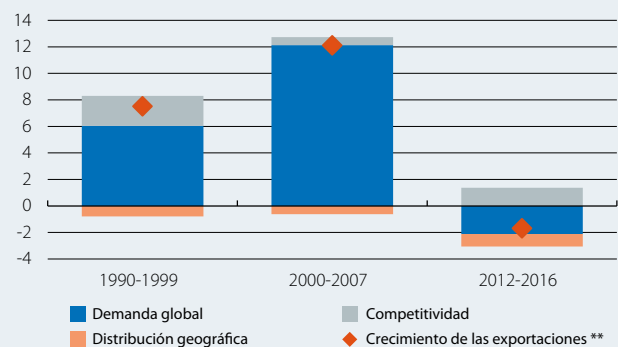
Por zonas geográficas, la desfavorable composición se debe, sobre todo, al elevado peso de las exportaciones españolas con destino a la eurozona. En concreto, estas representan un 50,9% del total, un porcentaje muy superior a la cuota global (del 23,4%). Habida cuenta del menor crecimiento de las importaciones de la eurozona frente al pro-

medio mundial, no es de extrañar que la falta de diversificación geográfica fuera de la eurozona penalice el desempeño de las exportaciones españolas. El otro gran lastre es la escasa presencia de Asia como destino de las exportaciones españolas: 4,1% del total de exportaciones españolas, frente al 10,0% que representa en el total de las exportaciones alemanas y francesas. Considerando que el crecimiento a largo plazo de Asia emergente es muy superior al de la eurozona, un mayor peso de las exportaciones españolas hacia esta región tendría un efecto positivo. Por ejemplo, si pasara de la cuota del 4,1% actual al 10%, aportaría 0,5 p. p. al crecimiento de las exportaciones españolas.

Finalmente, el tercer componente se obtiene por la diferencia entre el crecimiento observado de las exportaciones españolas y los dos componentes comentados (demanda global y distribución geográfica). Este residuo, que recoge cambios en la competitividad (la capacidad de vender a precios competitivos productos que se adapten a las tendencias de la demanda global), aportó 2,3 p. p. al crecimiento de las exportaciones entre 1990 y 1999 en promedio (un tercio del total). El incremento de los costes laborales unitarios que se produjo entre los años 2000 y 2007 redujo esta aportación a 0,6 p. p. Después de la Gran Recesión, esta tendencia se invirtió y ha permitido que la aportación de este factor al crecimiento de las exportaciones se recuperase hasta los 1,4 p. p. en 2012-2016.

Contribución al crecimiento de las exportaciones de bienes españolas *

Contribución anual promedio en cada periodo (p. p.)



Notas: * Datos en dólares corrientes. **Variación anual (%). Se excluye el periodo 2008-2011 debido al colapso del comercio mundial.

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

1. El resto del artículo se basa en datos nominales (dólares corrientes) del FMI.

2. En concreto, este factor se calcula como el crecimiento resultante de ponderar el crecimiento de las importaciones de cada país de destino por el peso que tiene en el total de las exportaciones españolas menos el crecimiento de las importaciones globales.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
Industria									
Consumo de electricidad	-0,1	1,7	-0,8	0,8	0,4	1,3	0,9	-2,0	...
Índice de producción industrial	1,3	3,3	2,6	1,4	1,9	0,2	3,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,1	-0,3	-1,9	-2,8	-3,8	-0,1	0,9	-2,6	0,1
PMI de manufacturas (valor)	53,2	53,6	54,3	52,5	51,4	53,3	54,5	55,3	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-7,7	20,0	45,2	48,1	44,8	43,4	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	-5,6	10,9	10,6	14,1	13,3	13,4	13,6	...	...
Precio de la vivienda	-2,4	1,1	2,4	2,0	1,6	-	...	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	7,2	5,6	5,9	7,5	9,3	10,1	10,0	10,3	...
PMI de servicios (valor)	55,2	57,3	54,7	55,5	54,9	54,6	55,1	55,0	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	3,0	3,8	3,8	3,8	2,4	3,3	3,5	...
Matriculaciones de automóviles	18,4	21,3	8,0	17,8	11,0	4,0	13,5	9,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,9	0,3	-2,5	-3,2	-6,1	-4,8	-2,2	-2,7	-2,5

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

Indicadores de empleo

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

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

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

Precios

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
General	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-0,2	0,7	0,7	1,6	3,0
Subyacente	0,0	0,6	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	...
Alimentos sin elaboración	-1,2	1,8	2,1	2,7	3,5	0,2	0,6	2,1	...
Productos energéticos	-0,8	-9,0	-13,1	-13,6	-8,6	0,1	-0,5	5,3	...

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

Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	2,5	4,3	0,2	4,3	-1,1	0,0	-1,6	8,5
Importaciones (variación interanual)	5,7	3,7	-0,7	-0,3	-3,7	-1,4	-1,7	5,3
Saldo corriente	11,2	14,7	15,4	18,9	20,7	20,7	20,7	21,9
Bienes y servicios	25,5	26,2	26,0	29,3	31,3	31,3	31,7	32,1
Rentas primarias y secundarias	-14,3	-11,5	-10,6	-10,3	-10,6	-10,6	-10,9	-10,2
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	16,3	21,7	22,2	25,4	26,2	26,2	26,0	26,7

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

Sector público

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

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-6,0	-5,1	-0,7	-3,0	-2,8	-2,8	-
Administración central	-3,7	-2,6	-0,8	-1,9	-2,6	-2,6	-2,0
Comunidades autónomas	-1,8	-1,7	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5	0,5	-
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Deuda pública (% PIB)	100,4	99,8	101,1	101,0	100,3	100,3	-

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16	Saldo 11/16 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-5,8	-3,9	-3,2	-2,9	-2,1	-1,8	-1,8	-2,3	1.635,0
Empresas no financieras	-6,4	-4,0	-3,4	-3,2	-2,2	-1,8	-1,6	-2,6	914,0
Hogares ³	-5,0	-3,6	-3,0	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	720,9
Administraciones públicas ⁴	5,9	4,0	3,5	4,2	4,6	3,8	3,9	2,5	1.098,6
TOTAL	-1,8	-1,0	-0,6	-0,2	0,5	0,3	0,4	-0,4	2.733,6
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-0,9	-1,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	1.152,3
A la vista	10,8	18,5	16,2	16,0	16,4	16,5	18,0	17,1	444,6
De ahorro	5,8	12,9	13,4	12,1	11,5	11,1	11,8	12,3	279,6
A plazo	-7,6	-15,3	-15,4	-16,4	-17,4	-17,4	-18,8	-19,1	406,8
En moneda extranjera	1,1	5,6	-4,0	1,6	-1,9	-1,4	3,1	1,6	21,3
Resto del pasivo ⁵	-8,2	-13,0	-16,7	-16,3	-11,3	-14,2	-20,0	-19,1	84,0
TOTAL	-1,7	-2,2	-1,9	-1,7	-1,2	-1,3	-1,6	-1,6	1.236,3
Tasa de morosidad (%)⁶	12,5	10,1	10,0	9,4	9,2	9,2	9,3	9,2	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,1	58,9	59,0	58,7	59,3	59,3	60,7	59,8	-

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.

BENEFICIOS EMPRESARIALES AL ALZA

Evolución de los beneficios de las empresas cotizadas: alcista y volátil

Los beneficios empresariales ocupan un lugar destacado en diversas parcelas del análisis económico tanto teórico como aplicado, como, por ejemplo, la macroeconomía, la microeconomía, las finanzas corporativas o la valoración de activos, por citar algunas de las más directamente interesadas en dicha variable. Disponer de un buen conocimiento de la evolución de los beneficios es, por tanto, necesario para contrastar y aplicar con provecho los marcos teóricos. Básicamente existen dos fuentes de información sobre los beneficios empresariales. La primera es la contabilidad nacional, que proporciona datos referidos al conjunto del sector empresarial de un país. La segunda son las cuentas de resultados que presentan las propias empresas a nivel individual y que pueden agruparse para formar un agregado, como, por ejemplo, el de las compañías integrantes de un determinado índice bursátil.

Los criterios metodológicos y los pormenores técnicos de ambos tipos de fuentes son claramente diferentes en aspectos cruciales. Este artículo se centra en los beneficios publicados por las empresas cotizadas en EE. UU.,¹ en concreto las del S&P 500, índice para el cual se dispone de series temporales largas, homogéneas y con desagregación sectorial. También se examinan algunas cifras relativas al índice MSCI de la eurozona, al que pertenecen las principales empresas cotizadas de los países de la región. Lógicamente, por su procedencia, estos datos son indicados para ser utilizados directamente en las áreas de finanzas corporativas y valoración de activos, por ejemplo, para calibrar el rendimiento esperado de una cartera diversificada de acciones norteamericanas y/o europeas. Para otras parcelas, estos registros bursátiles pueden aportar información muy valiosa, pero también abundantes dosis de ruido que no conviene ignorar. Sea como fuere, el examen de los datos bursátiles revela siete rasgos distintivos de la dinámica imperante durante las últimas dos décadas.

Antes de enumerarlos, hay dos cuestiones metodológicas previas relevantes. En primer lugar, y dado que el beneficio obtenido por una empresa en su actividad es, en esencia, la diferencia entre los ingresos generados por las ventas y los costes incurridos, resulta útil separar dos componentes al examinar su evolución. Uno, el efecto volumen, es decir, el aumento de las ventas. Dos, el efecto margen, es decir, la variación del beneficio generado por cada unidad de ventas. El margen de beneficios (beneficios divididos por las ventas) dependerá de la eficiencia de las empresas en sus procesos y del coste de los productos y factores empleados. En segundo lugar, es importante recordar que el beneficio puede medirse en distintos niveles de la cuenta de resultados en función de los gastos (costes) que se sustraen de los ingresos (ventas). Las dos mediciones más utilizadas son el beneficio neto (BN), que detrae todos los gastos, y el beneficio operativo (BOP), que solo resta los gastos operativos (de explotación).

Los siete rasgos mencionados son los siguientes:

Primero: los beneficios han acelerado su crecimiento. Entre 1991 y 2015, el beneficio por acción de las empresas del S&P 500 subió un promedio del 4,5% en tasa anual de crecimiento compuesta en términos reales (tacc). Entre 1946 y 1990, había crecido un 2,9% tacc y tan solo un 0,7% tacc, entre 1871 y 1945 (véase el gráfico).

Segundo: los beneficios del S&P 500 han crecido a un ritmo sensiblemente superior que los de las empresas cotizadas en la eurozona, que se han quedado en un 1,7% tacc entre 1996 y 2015.

Tercero: los beneficios se han comportado mejor que la mayoría de variables de producción o renta. En particular, el PIB real de EE. UU. creció un 2,3% tacc entre 1996 y 2015, y el de la eurozona, un 1,4% tacc.

Cuarto: las ventas han aumentado algo menos que el PIB. Concretamente, un 1,4% tacc para las empresas cotizadas de EE. UU. y un 0,8% tacc para las de la eurozona entre 1996 y 2015.

Quinto: los márgenes de beneficios han aumentado y están en zona de máximos históricos. Así, para las empresas estadounidenses cotizadas, los márgenes de beneficios han pasado del 7,2% en 1996 al 8,4% en 2015. En la eurozona han pasado del 3,6% en 1996 al 5,1% en 2015. En ambos casos, esto permite explicar más de la mitad del incremento de los beneficios en ese periodo.

Sexto: los beneficios se han mostrado más volátiles que en el pasado. En términos estadísticos, la varianza del BN de las empresas del S&P 500 entre 1991 y 2015 ha sido nueve veces mayor que entre 1946 y 1990 y casi 30 veces mayor que en los años anteriores

1. El artículo «Sobre la distribución de la renta empresarial» de este Dossier analiza los datos de contabilidad nacional.

al 1945. Las fortísimas escaladas que tuvieron lugar durante las burbujas tecnológica (1998-2000) e inmobiliaria (2005-2008) tuvieron como contrapunto los desplomes de 2001 y 2009. En términos de BOP, se ha observado bastante menos volatilidad que en el BN, pero en cualquier caso con tendencia a subir en los años recientes.

Séptimo: los beneficios de unos sectores han crecido mucho más rápido que otros. Entre 1996 y 2015 y en el caso de la bolsa de EE. UU., entre los mejores destacan los sectores de la salud (6,3% tacc) y de la tecnología (6,1% tacc). Entre los peores, las *utilities* (-0,4%) y los servicios de telecomunicaciones (-2,5% tacc).²

El análisis de las causas de este auge de los beneficios, con la taxonomía descrita, ha recibido gran atención por parte de economistas, inversores y otros colectivos durante los últimos años. Los focos se han orientado hacia los tres sospechosos habituales cuando aparecen fenómenos amplios y persistentes como el que nos ocupa. A saber, el cambio tecnológico, la globalización y la demografía. De hecho, estas fuerzas pueden haber sido especialmente significativas para las grandes corporaciones integrantes del S&P 500. Así, la globalización ha abierto mercados enormes, de modo que, hoy en día, cerca de un tercio de las ventas de este selecto grupo de empresas se genera fuera de EE. UU. Los cambios tecnológicos han permitido aumentar la productividad y elevar márgenes, especialmente en aquellos sectores con regímenes competitivos del tipo *winners-take-all*. La demografía fue propicia en la primera parte del periodo considerado y empeora en los últimos años en lo que respecta a su incidencia en el crecimiento de las ventas en numerosos sectores. Pero todavía queda patente su influencia, en forma de unos tipos de interés reales excepcionalmente bajos, que ha constituido un factor importante para explicar el alza de beneficios durante estos 20 años.

Además de estas fuerzas fundamentales, hay dos factores específicos de naturaleza metodológica que influyen en el perfil de la serie de beneficios del S&P 500: la composición cambiante del índice y los criterios contables para el cómputo del beneficio de cada empresa. Con relación al primero, cabe recordar que los integrantes y sus respectivos pesos van cambiando con las revisiones periódicas de composición (unas empresas salen y otras entran). El sesgo de los cambios sectoriales introducidos en los últimos años explica parte del incremento del beneficio agregado. En efecto, los sectores con mayor margen de beneficios y mayor potencial de crecimiento son precisamente los que más ponderación han ganado en el S&P 500, en bastantes casos por encima de su peso en el conjunto de la economía. Destaca a este respecto el sector tecnológico. El efecto de composición ha sido menos pronunciado para el índice de la eurozona, que sigue concentrado en sectores con márgenes de beneficios y tasas de crecimiento menores. Con relación al cómputo del beneficio, las reglas de contabilidad conceden cierta flexibilidad a las empresas para decidir cuándo reconocer ciertos ingresos y gastos. Pero simultáneamente establecen límites o umbrales infranqueables, de modo que, con frecuencia, se generan discontinuidades o saltos en las series de beneficios. En condiciones normales, los saltos positivos y negativos tienden a compensarse en el conjunto de un índice amplio, como es el caso del S&P 500. Pero, en situaciones de estrés sistémico, la confluencia de múltiples saltos en la misma dirección bajista puede golpear duramente los beneficios del índice. Esto es lo que ocurrió en 2001 y en 2009. Lógicamente, este fenómeno afecta muchísimo más al BN que al BOP. La pregunta sobre cuál de los dos conviene tomar no puede responderse en genérico, dependerá de la cuestión sobre la que se busca arrojar luz.

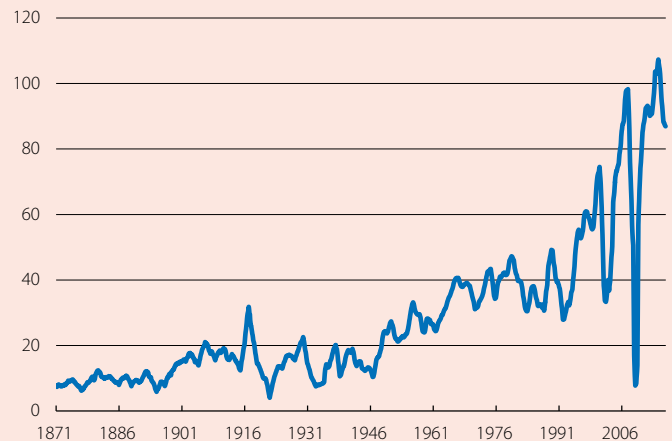
En definitiva, el análisis de la evolución de los beneficios empresariales en las últimas dos décadas revela que el fuerte aumento que se ha observado viene principalmente explicado por el efecto margen, frente a la relativa atonía del efecto volumen. El siguiente artículo de este Dossier identifica las principales fuerzas que han podido contribuir a esta mejora de los márgenes de beneficios.

Mathieu Fort

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

Beneficios reales por acción del S&P 500

(Dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la página web de Robert J. Shiller.

2. Por la elevada volatilidad de sus beneficios en los últimos años, el sector de la energía ha sido excluido de esta comparación sectorial.

Sobre la distribución de la renta empresarial

¿Cómo se divide la renta entre el trabajo y el capital? Numerosos economistas han intentado responder a esta pregunta desde que David Ricardo, en 1817, la calificara como la cuestión fundamental de la economía política. Aunque, al fin y al cabo, simplemente se trate de ver cómo se reparte el «pastel» entre los factores de producción (trabajo y capital) que contribuyen a su generación, dicha distribución tiene importantes implicaciones. No solamente porque repercute directamente en el bienestar de los propietarios de capital y de los trabajadores sino porque además afecta a las decisiones de inversión en capital físico y humano. Recientemente, esta cuestión ha suscitado especial interés ya que suele usarse como un primer indicador de desigualdades sociales. Generalmente, las rentas del capital están más concentradas en la población más rica que las rentas del trabajo, de modo que una reducción del peso de las rentas del trabajo suele ir asociada con un aumento de la desigualdad en una sociedad.

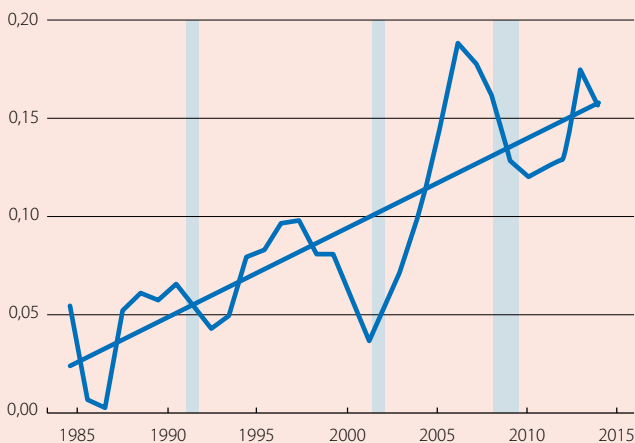
La evidencia empírica es concluyente: el peso de las rentas del trabajo en la renta total ha disminuido a nivel global durante las últimas décadas.¹ Las causas de este declive son múltiples y han sido ampliamente documentadas en la literatura académica.² Entre ellas, destacan unas tendencias de fondo, como son los avances tecnológicos y la globalización, que tienden a favorecer una mayor utilización de capital en detrimento del trabajo y, por ende, se reduce la porción del PIB que se llevan los trabajadores.³ Además, la Gran Recesión de 2008-2009 ha contribuido a acelerar este descenso ya que la mayor parte del ajuste se ha producido vía el factor trabajo. Así, en la actual etapa de recuperación, el crecimiento del PIB se produce sin presiones salariales y ello, a su vez, acentúa la caída del peso de las rentas del trabajo.⁴

Así pues, tanto por factores estructurales como cíclicos, el peso de las rentas del trabajo se ha ido reduciendo en la mayoría de países avanzados y en muchos de los emergentes. Sin embargo, como veremos, se ha producido un importante cambio en cómo se distribuyen las rentas del capital. En sentido estricto, las cuestiones metodológicas centran gran parte del debate y, por ello, conviene clarificar los conceptos de antemano.⁵

Considere el caso de una empresa. El valor añadido bruto (VAB) es la diferencia entre los ingresos por las ventas y el coste de los *inputs* intermedios usados en la producción. El VAB se divide en dos componentes: las rentas del trabajo (salarios y otra compensación recibida por los trabajadores) y el resto, denominado excedente bruto de explotación (EBE) en las cuentas nacionales.⁶ Una primera aproximación al peso de las rentas del capital se obtiene dividiendo el EBE entre el VAB. Analizar esta ratio o el peso de las rentas del trabajo es equivalente, puesto que ambas suman uno por definición. Resulta obvio, por tanto, que si se usa esta aproximación, muy cruda, se concluye que las rentas del capital han ido en aumento. Sin embargo, esta definición no tiene en cuenta que

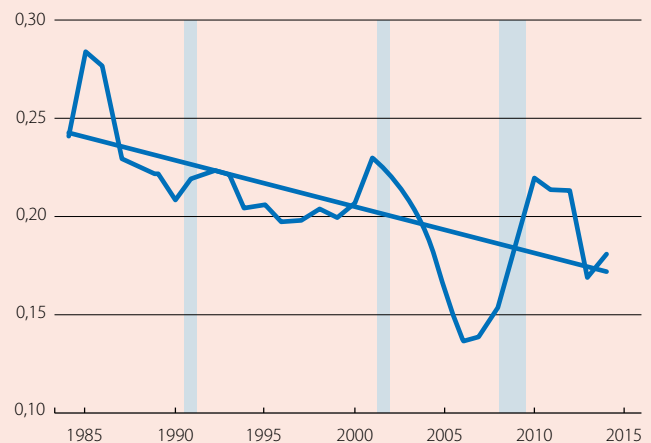
Beneficios empresariales en EE. UU.

(% del valor añadido bruto empresarial)



Otras rentas del capital en EE. UU.

(% del valor añadido bruto empresarial)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Barkaj, S. (2016).

1. Karabarbounis, L. y Neiman, B. (2014a), «The global decline of the labor share», *Quarterly Journal of Economics*, 129.
2. Véase el Dossier «Las rentas del trabajo en perspectiva» publicado en el IM02/2014.
3. Esta es la visión que defienden tanto Piketty como Karabarbounis y Neiman. El primero enfatiza que el aumento del ahorro a nivel global implica una mayor acumulación de capital en el tiempo, lo que hace aumentar el peso del *stock* de capital y, en consecuencia, la fracción de la renta que se destina a remunerar el factor capital. Los segundos autores destacan que la caída del precio de los bienes de equipo en relación con los bienes de consumo da lugar a este mismo fenómeno. Véase Piketty, T. (2014), «Capital in the twenty-first century».
4. En el lado opuesto, también es conocido el patrón contracíclico del margen de beneficios, es decir, las empresas tienden a aumentar el margen con el que operan durante las recesiones para compensar, en parte, la caída de las ventas.
5. En este artículo, como es habitual en la literatura, se restringe el análisis al sector empresarial, excluyendo a los autónomos y trabajadores del sector público.
6. Un tercer componente, con un peso muy inferior, son los impuestos a la producción. Generalmente, se realiza el análisis a costes de los factores para obviar este componente.

el EBE es un concepto muy amplio y que incluye la retribución pagada a una gran variedad de receptores. Así, parte de estas rentas del capital se pagan a los prestamistas en forma de intereses. Otra parte irá al Gobierno para pagar impuestos sobre beneficios, y el resto o bien se puede retener en el balance de la empresa (beneficios retenidos) o bien se distribuye a los accionistas en forma de dividendos o recompra de acciones. Las cuentas nacionales, desafortunadamente, no ofrecen este nivel de detalle.

En un trabajo pionero en el que se analizan datos de 59 países durante 35 años, Karabarbounis y Neiman¹ desagregan el EBE en un componente de beneficios empresariales puros (incluye tanto el pago de dividendos como los beneficios retenidos) y un componente que incluye el resto de pagos al capital (pagos de intereses, entre otros). Los autores muestran que es el primer componente, los beneficios empresariales puros, y no el segundo, las otras rentas del capital, el que presenta una tendencia creciente a largo plazo. En consecuencia, la caída del peso de las rentas del trabajo tiene como contrapartida un aumento agregado de los beneficios empresariales. Paralelamente, los autores también muestran que el pago de dividendos aumenta a un menor ritmo que los beneficios totales, de modo que el descenso de las rentas laborales coincide con un espectacular aumento del ahorro empresarial.

Aunque estos resultados son muy sugerentes, cabe mencionar que el análisis de Karabarbounis y Neiman asume un tipo de interés real constante. Esta hipótesis, sin embargo, no es muy adecuada cuando se trata de tendencias a largo plazo y, especialmente, no se ciñe a la experiencia recesiva más reciente durante la cual el tipo de interés real se ha reducido. Esta limitación metodológica fue resuelta por Rognlie,⁷ quien construye una medida del tipo de interés real que exhibe una tendencia descendente en el tiempo.

Rognlie también hace especial hincapié en usar medidas de capital neto de depreciación, en lugar de bruto. Esta distinción es importante porque una parte de las rentas brutas del capital se destinan a reemplazar el capital que se deprecia y, por tanto, no pueden considerarse remuneración a los inversores. Un aspecto especialmente relevante en sectores como el de las TIC, ya que el capital juega un papel central en la producción y se deprecia rápidamente. De hecho, dado que los sectores que han ido ganando importancia en el conjunto de la economía suelen tener un *stock* de capital que se deprecia más rápidamente (por ejemplo, *software* o propiedad intelectual), la depreciación del capital podría explicar el aumento de las rentas brutas de capital a nivel global. En efecto, si se tienen en cuenta las rentas de capital netas y la medida del retorno del capital estimada por Rognlie (ambos decrecientes), se obtiene que el componente de los «otros pagos al capital» decrece y, en contrapartida, el componente de los beneficios puros aumenta de forma muy sustancial.⁸

Con el mismo deseo de desentrañar la evolución del retorno del capital, pero centrándose solamente en EE. UU., Barkai⁹ construye una medida del retorno del capital a partir de la rentabilidad de una cartera de bonos con una calificación de Moodys' Aaa y las expectativas de inflación. Usando esta aproximación encuentra que los «otros pagos al capital» han descendido de forma dramática en los últimos 30 años. En concreto, según esta estimación, estos han descendido un 30%, lo que representa una caída superior que la experimentada por las rentas del trabajo, del 10% en el mismo periodo. La contrapartida de la caída del peso de las rentas del trabajo y de los «otros pagos al capital» es un fuerte aumento del peso de los beneficios empresariales puros: en EE. UU. aumentaron del 2,2% del VAB en 1984 al 15,7% en 2014.

El aumento de los beneficios empresariales, efectivamente, es un resultado que se repite en todos los análisis consultados. Sin embargo, profundizar en las razones que explican su aumento no es una tarea sencilla puesto que en esta literatura es habitual medir los beneficios como un residuo (la parte del VAB que no se destina a remunerar trabajo o capital). En este aspecto, el trabajo de Barkai da un paso adelante al encontrar una relación positiva entre el aumento de los beneficios y el nivel de concentración sectorial. Ello apunta a que la menor competencia en los mercados de productos y, por ende, el aumento de los márgenes empresariales, explicaría el declive de las rentas laborales y de los «otros pagos al capital».

En conclusión: el peso de las rentas del trabajo y las otras rentas del capital muestran una tendencia descendente, que se ha visto compensada por un aumento del peso de los beneficios empresariales puros. Una implicación de este resultado es que la preocupación sobre la desigualdad no debería centrarse únicamente en la división de la renta entre el trabajo y el capital, sino en entender las razones que subyacen el incremento de los márgenes empresariales. El artículo «¿Por qué han aumentado los márgenes empresariales?» en este mismo Dossier explica precisamente los principales factores que han contribuido a aumentar los márgenes. Otra cuestión igualmente relevante es por qué las empresas, ante el notable aumento de los márgenes empresariales, no han aumentado la distribución de beneficios y, en cambio, han optado por acumular ahorro en forma de liquidez en sus balances. El próximo artículo «Liquidez en el sector empresarial: cuando más no siempre es mejor» explica el por qué.

Judit Montoriol Garriga

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

7. En concreto, estima el tipo de interés real a partir de la diferencia entre el valor de mercado de una empresa y su valor en libros. Véase Rognlie, M. (2015), «Deciphering the Fall and Rise in the Net Capital Share: Accumulation or Scarcity?», *Brookings Papers on Economic Activity*.

8. Karabarbounis y Neiman, en su primer trabajo, usaron medidas brutas. Sin embargo, los autores posteriormente mostraron una elevada correlación entre la tendencia de las rentas laborales netas y brutas. Véase Karabarbounis, L. y Neiman, B. (2014b), «Capital depreciation and labor shares around the world: measurement and implications», *Working paper*, University of Chicago. Además, el uso de medidas netas no está exento de controversia debido a la arbitrariedad del cálculo de la depreciación.

9. Barkai, S. (2016), «Declining labor and capital shares», *Working paper*, University of Chicago.

¿Por qué han aumentado los márgenes empresariales?

Tal y como muestra el artículo «Evolución de los beneficios de las empresas cotizadas: alcista y volátil» del Dossier de este *Informe Mensual*, gran parte del incremento de los beneficios de las empresas cotizadas de EE. UU. y de la eurozona se explica por el aumento del margen de beneficios (definido como la ratio entre beneficios y ventas) hasta máximos históricos. Este aumento, además, no se ha dado de manera uniforme en todos los sectores y empresas. Resulta importante, pues, analizar los factores de fondo que ayudan a explicar esta tendencia.

El grado de competencia es uno de los determinantes clave del precio que puede fijar una empresa a sus productos. Por ejemplo, si hay pocos competidores, esta tendrá más margen para aumentar el precio y podrá obtener mayores márgenes. Además del número de competidores, el grado de competencia también depende de factores como las barreras de entrada en el mercado (regulatorias, económicas, tecnológicas...), del grado de concentración del sector, del crecimiento del mercado en cuestión o de la efectividad de las autoridades de defensa de la competencia en prevenir que las empresas se coordinen para fijar precios más altos. Muchos de los factores que afectan al grado de competencia, por tanto, varían en función del sector en el que la empresa opera.

No obstante, además de estos factores, las empresas también tienen a su alcance estrategias que les permiten mejorar su posición competitiva y, por tanto, aumentar el margen. Destacan la diferenciación de producto y las mejoras de eficiencia en el proceso productivo, dos líneas de actuación que han recibido un impulso gracias a las nuevas tecnologías y a la globalización.

La diferenciación de producto permite que la demanda sea menos sensible a aumentos en el precio (esto es, que se vuelva más inelástica), lo que a su vez permite a las empresas aplicar unos márgenes mayores. Hay varias maneras de diferenciar el producto. Una de ellas, al menos a corto plazo, es a través de campañas publicitarias que mejoren la imagen de este. Otra manera de diferenciar el producto es mediante la innovación, mejorando las características y/o funcionalidades de un producto ya existente. Si tiene éxito, la innovación en producto permite generar una demanda específica para la empresa, aumentando así la disposición a pagar de los consumidores y, por tanto, el margen de beneficios.¹

Por otro lado, la innovación también ayuda a mejorar la eficiencia con la que una empresa produce, lo que se traduce en menores costes de producción y, en última instancia, en un aumento del margen de beneficios si la competencia no puede innovar al mismo ritmo. En esta línea, un estudio reciente que analiza el comportamiento de una amplia muestra de empresas españolas entre los años 1990 y 2008, muestra cómo la innovación suele ir asociada a un aumento de los márgenes. Concretamente, la innovación en producto permite un aumento de los márgenes en un 5,1% de media, mientras que la innovación en procesos de producción se asocia con un aumento del margen del 3,8% de media. Vistos estos resultados, no sorprende que, en general, sea en los sectores en los que más se innova, como el farmacéutico o en las tecnologías de la información y comunicación (TIC), donde los márgenes son más elevados.

La globalización también ha contribuido al aumento de los márgenes empresariales. Muchas empresas han aprovechado los avances tecnológicos y la reducción de barreras comerciales para expandirse hacia nuevos mercados. La literatura económica sugiere que esta mayor orientación exportadora de las empresas está asociada con unos mayores márgenes de beneficios.² Por lo que respecta a la diferenciación de productos, hay una abundante evidencia empírica que muestra que las empresas que exportan suelen diferenciar más sus productos y/o a exportar bienes de mayor calidad (con una demanda más inelástica). La globalización, además, ha favorecido una caída de los costes de producción y un aumento del tamaño de las empresas.³ En parte, las empresas que se internacionalizan suelen ser las más competitivas pero, al mismo tiempo, el nivel de competencia en los mercados globales también suele ser más elevado, lo que a su vez mantiene la presión para que las empresas sigan mejo-

1. Véase Cassiman, B. y Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School.

2. Véanse De Loecker, J. y Warzynski, F. (2012), «Markups and Firm-Level Export Status», *American Economic Review* 102(6) y Cassiman, B. y Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School.

3. El número de empresas multinacionales se ha más que doblado en los últimos 25 años: de 36.000 en 1990 a 81.000 en 2013, véase McKinsey Global Institute (2015), «The new global competition for corporate profits».

4. Véanse Altomonte, C. et al. (2014), «Internationalization and innovation of firms: evidence and policy», Special paper, Centre for Economic Performance; Cassiman, B. y Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School; Forlani, E. et al. (2016), «Unraveling Firms: Demand, Productivity and Markups Heterogeneity», Centre for Economic Performance; Hallak, J. C. y Sivadasanz, J. (2009), «Firms' Exporting Behavior under Quality Constraints», Working paper, National Bureau of Economic Research; Manova, K. y Zhang, Z. (2012), «Export Prices Across Firms and Destinations», *The Quarterly Journal of Economics* 127, y Mayer, T., Melitz, M. y Ottaviano, G. (2016), «Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition», Discussion Paper, Centre for Economic Performance.

rando los procesos de producción y para que sigan innovando para diferenciar sus productos.⁴ Por ejemplo, muchas empresas, especialmente las que ya tenían una fuerte presencia en los países avanzados, se han servido de las mejoras tecnológicas y de transporte para dividir sus operaciones en distintos países, creando así cadenas de producción globales que les han permitido reducir considerablemente los costes de producción. Ello les ha otorgado una enorme ventaja competitiva, lo que les ha permitido entrar más fácilmente en nuevos mercados y, sobre todo, desarrollar un modelo de negocio muy difícil de replicar por sus competidores.

A estos factores de carácter más estructural se ha sumado, desde la crisis financiera, el efecto del ciclo económico. En las fases recesivas del ciclo económico, suele haber dos fuerzas que actúan de forma contrapuesta sobre los márgenes empresariales. Por un lado, el entorno suele tornarse más competitivo al reducirse la demanda, lo que presiona los márgenes a la baja. Sin embargo, la recesión económica suele expulsar del mercado a las empresas menos competitivas y, además, las empresas tienen que aumentar el margen de beneficios para poder sufragar los costes fijos. Esta segunda fuerza es la que parece que ha dominado durante los últimos años.⁵ Un estudio reciente que analiza el caso de las empresas españolas presenta evidencia a favor de este argumento y concluye que parte del aumento de márgenes observado desde la crisis se debe a una disminución del grado de competencia en algunos mercados.⁶ Otro factor que ha presionado los márgenes al alza durante los últimos años ha sido el temor a perder el acceso a la financiación externa o a no poder hacer frente a los costes financieros. Así, varios estudios muestran que las empresas que más dependen de la financiación externa o que estaban más endeudadas han tendido a fijar márgenes más elevados.⁷

En definitiva, en los últimos años, tanto factores cíclicos como estructurales han favorecido el aumento de los márgenes empresariales. Los factores cíclicos es previsible que vayan diluyéndose en los próximos años, pero todo apunta a que los de fondo, como el progreso tecnológico y la globalización, siguen teniendo un amplio recorrido. Tanto la globalización como el progreso tecnológico son factores indudablemente positivos, mejoran el crecimiento económico y el bienestar, pero se debe seguir de cerca hasta qué punto el aumento de los márgenes es fruto de la recompensa que obtienen las empresas por el éxito de sus productos en el nuevo entorno y, hasta qué punto, es resultado de una reducción del grado de competencia.

Roser Ferrer

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

5. Para una explicación más detallada de la contraciclicidad de los márgenes empresariales, véanse Rotemberg, J. y Woodford, M. (1991), «Markups and the Business Cycle», NBER Macroeconomics Annual, y Rotemberg, J. (2008), «Cyclical markups», The New Palgrave Dictionary of Economics.

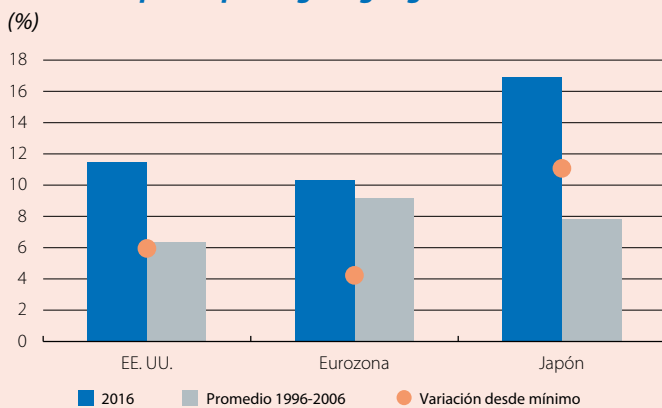
6. Véase Montero *et al.* (2015), «Heterogeneity of markups at the firm level and changes during the Great Recession: the case of Spain», Documento de Trabajo, Banco de España.

7. Véanse Chevalier, J. y Scharfstein, D. (1996), «Capital Market Imperfections and Countercyclical Markups: Theory and Evidence», The American Economic Review, Vol. 86, y Gilchrist *et al.* (2013), «Inflation Dynamics During the Financial Crisis», Mimeo. Para empresas españolas, véase Montero, J. y Urtasun, A. (2014), «Price-cost mark-ups in the Spanish Economy: a microeconomic perspective», Documento de Trabajo, Banco de España.

Liquidez en el sector empresarial: cuando más no siempre es mejor

La contrapartida monetaria inherente a la actividad económica que lleva a cabo una empresa es la generación de flujos de caja. A medida que estos van materializándose, los gestores de la empresa (la figura del «agente», en el argot académico) se enfrentan a una disyuntiva muy relevante en torno al empleo que se debe dar a los flujos de caja. A grandes rasgos, y de forma simplificada, el abanico de posibilidades comprende cuatro opciones: elevar la inversión para alcanzar un crecimiento orgánico mayor (*capex*, en la jerga); retribuir al accionista, bien a través del pago de dividendos o mediante la recompra de acciones; repagar deuda o, por último, atesorar liquidez en las cuentas de tesorería de la compañía. Entre estas cuatro opciones, en los últimos años, destaca el fuerte aumento de la acumulación de liquidez que, en muchos países, ha alcanzado máximos históricos. Ello está generando un intenso debate, tanto para entender los factores que subyacen a este fenómeno como para evaluar sus consecuencias.

Ratio de liquidez por región geográfica *



Nota: * La ratio de liquidez se define como el efectivo y otros activos de corto plazo fácilmente convertibles en efectivo sobre el total de activos. Se computan los ratios de liquidez para las compañías no financieras de los índices S&P 500 (EE. UU.), Eurostoxx (eurozona) y Topix (Japón). La variación desde mínimo muestra la desviación, en puntos porcentuales, del valor de la ratio de liquidez en 2016 respecto al mínimo de cada región. En EE. UU., el mínimo se alcanza en marzo de 2007, en la eurozona, en marzo de 2008 y en Japón, en enero de 2007.

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

En el plano empírico, la evidencia acerca del acopio de liquidez de las empresas (*cash hoarding*, en inglés) es amplia y está bien documentada. Uno de los estudios más prominentes en este sentido es el de los economistas Karabarbounis y Neiman, en el que los autores constatan un aumento del ahorro empresarial como fracción del PIB a nivel global en las últimas tres décadas.¹ Otra muestra de este fenómeno es el aumento que se ha observado en la última década de la ratio de liquidez de las compañías cotizadas de los principales países del bloque desarrollado. La ratio de liquidez comprende el efectivo y otros activos líquidos fácilmente convertibles en efectivo (en su mayoría instrumentos de renta fija a corto plazo) sobre el total de los activos de cada compañía. La evolución de esta métrica muestra que el *cash hoarding* constituye un fenómeno con tintes globales pero cuya incidencia se manifiesta con singular intensidad en EE. UU. y en Japón. Así, las empresas estadounidenses detentaban en liquidez cerca del 12% de sus activos totales a cierre de 2016, frente al promedio del 6,4% en la década 1996-2006. En Japón, la ratio de liquidez exhibe,

aún si cabe, una pauta alcista más acentuada: del 7,8% en promedio del periodo 1996-2006 a cerca del 17% en 2016. Por último, el patrón de acumulación de liquidez empresarial en la eurozona ha sido menos remarcable al pasar de un promedio del 9,2% en el periodo de referencia al 10,5% en 2016 (véase el gráfico).

Si la evidencia empírica que da cuenta del *cash hoarding* ostenta un grado de consenso elevado, no sucede lo mismo en el marco teórico. En los círculos académicos, el debate ha orbitado alrededor de las posibles causas que subyacen a los cada vez mayores excedentes de caja corporativos, así como en las posibles consecuencias para la economía real. Tradicionalmente, la literatura en el campo de las finanzas corporativas ha identificado diversos determinantes del excedente de caja de las empresas. Por encima del resto sobresalen cuatro: volatilidad de los flujos de caja, incertidumbre percibida por los gestores de la empresa, cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo de la compañía y aspectos fiscales. Sin embargo, los economistas discrepan a la hora de propugnar una teoría unificada detrás del aumento de la liquidez empresarial del último decenio. El primero de los determinantes enumerados (la volatilidad de los flujos de caja) se erige como uno de los más importantes y sobre el que descansa buena parte de los factores explicativos clásicos de los excedentes de caja empresariales. En un influyente estudio, Almeida, Campello y Weisbach hallan una asociación positiva y estadísticamente significativa entre la variabilidad de los flujos de caja y los niveles de efectivo en una amplia muestra de compañías.² En particular, los autores muestran que la relación entre ambas variables adquiere una intensidad mayor en aquellas empresas que comparten ciertos atributos, como un tamaño menor y mayores restricciones para acceder a financiación externa. De hecho, las imperfecciones de los mercados de capitales así como, en tiempos más recientes, el papel de la regulación del sistema financiero internacional aparecen como otros elementos recurrentes en la literatura del *cash hoarding*.

1. Véase Karabarbounis, L. y Neiman, B. (2012), «Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving», NBER, Working paper No. 18154. Los autores basan su análisis en la evolución de los beneficios (variable flujo). El lector no debe confundirlos con el concepto de liquidez empresarial, o excedente de caja (variable stock).

2. Véase Almeida, H., Campello, M. y Weisbach, M. (2004), «The Cash Flow Sensitivity of Cash», Journal of Finance 59(4): 1777-1804.

Otros estudios relacionados con la volatilidad de los flujos de caja han puesto el acento en resaltar la importancia de la incertidumbre como hilo conductor de la acumulación de efectivo, en especial tras el estallido de la crisis financiera de 2008-2009.³ De forma más específica, las compañías acumulan *cash* por motivos preventivos, o de precaución, con el objetivo de cubrir, en mayor o en menor grado, el riesgo de sufrir episodios de escasez de liquidez en el futuro a consecuencia, por ejemplo, de la materialización de eventuales *shocks* negativos de naturaleza macroeconómica o idiosincrática (relativa a la esfera de la empresa). Ello contribuye a reducir la probabilidad de que, en este tipo de escenarios, las compañías se vean abocadas a renunciar a oportunidades o proyectos de inversión rentables por falta de recursos, cuando no a la bancarrota. Ciertamente, la incertidumbre vinculada a la evolución del ciclo económico o al nivel de ventas de las compañías ha exhibido históricamente una relación positiva con la provisión de liquidez. Sin embargo, la asociación entre estas variables no es estable a lo largo del tiempo y, en el periodo que nos ocupa, es débil.

También son relevantes las implicaciones para la gestión del *cash* que se derivan de posibles conflictos o desalineación de intereses que pueden aparecer entre los ejecutivos de la compañía y los propietarios de la misma (el denominado «problema de agencia»). En los círculos empresariales y financieros, esta cuestión ha despertado crecientes recelos. De hecho, ha llevado a destacados inversores de Wall Street a reportar quejas formales ante los consejos de administración de algunas compañías por considerar que la inmovilización de efectivo representa un claro perjuicio para los intereses de los accionistas. La literatura proporciona, en este sentido, evidencia de que el problema de agencia tiende a elevar los niveles de efectivo empresariales a través de múltiples canales. En particular, las empresas de aquellos países donde los derechos de los accionistas y la calidad del marco de gobernanza corporativa están más alejados de las mejores prácticas muestran unos niveles de liquidez más elevados. Según diversos estudios, Japón adolecería de esta problemática. Finalmente, el aspecto fiscal también ha recibido cierta atención por parte de la comunidad investigadora.⁴ Para el caso estadounidense, el elevado impuesto de sociedades desincentiva la repatriación de los beneficios generados fuera de las fronteras del país, lo que favorece que estos queden retenidos en el extranjero.

Probablemente, una pieza que deba incluirse en el análisis sea el cambio en la composición sectorial del tejido productivo y, en especial, de las empresas cotizadas. En concreto, el crecimiento que han experimentado los sectores ligados con la tecnología, la información y las comunicaciones (TIC) en los dos últimos lustros ha sido formidable. En 1996, tan solo una compañía del sector TIC figuraba entre las 10 mayores del índice S&P 500 en términos de capitalización bursátil, idéntico registro que en 2006, frente a las seis en 2016. En paralelo, las cinco compañías de dicho índice que presentan mayores excedentes de efectivo ostentan el 25% del total y todas ellas se circunscriben al ámbito de las nuevas tecnologías. En este sentido, la elevada intensidad en investigación y desarrollo (I+D) y la tipología de las inversiones (principalmente, en capital intangible contra el que es difícil obtener financiación externa) de este tipo de empresas aparecen como singularidades destacadas que parecen estar detrás de la elevada propensión a acumular ahorro de las mismas. En esta dirección apunta un estudio reciente de la Reserva Federal, donde sus autores muestran que la intensidad de innovación constituye un factor de primer orden en el análisis de los determinantes del *cash hoarding*.⁵

Recapitulando, la evidencia en torno a la acumulación de liquidez de las empresas es abundante. No obstante, el diagnóstico en torno a sus causas últimas y a la asignación de los pesos relativos de las fuerzas que pueden estar ocasionándola está por definir. Con todo, las evidencias más recientes indican que la inclusión de consideraciones ligadas a la innovación y al cambio tecnológico en el perímetro de estudio mejora sensiblemente la comprensión de este fenómeno. De cara al futuro, parece razonable pensar que debido a la naturaleza estructural de estos cambios, los excedentes de caja empresariales en agregado se mantendrán en cotas relativamente elevadas y, en cualquier caso, por encima de los niveles promedio del decenio 1996-2006.

Carlos Martínez Sarnago

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

3. El lector encontrará una referencia interesante en Sánchez, J. y Yurdagül, E. (2013), «Why Are U.S. Firms Holding So Much Cash? An Exploration of Cross-Sectional Variation», Federal Reserve Bank of St. Louis Review.

4. Consúltese, por ejemplo, Foley, F., Hartzell, F., Titman, S. y Twite, G. (2007), «Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation», Journal of Financial Economics, 86, 579-607.

5. Véase Falato, A. y Sim, J. (2014), «Why Do Innovative Firms Hold so Much Cash? Evidence from Changes in State R&D Tax Credits», Finance and Economics Discussion Series 2014-72, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

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 energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

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., 2017

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

