

IM05

INFORME MENSUAL

NÚMERO 412 | MAYO 2017



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Deuda emergente y desfase cambiario: una combinación a vigilar

UNIÓN EUROPEA

Diferencial de productividad entre la eurozona y EE. UU.: un análisis sectorial

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La bolsa española frente a la europea: ¿la hora de recuperar el terreno perdido?

DOSSIER: EDUCACIÓN: MÁS IMPRESINDIBLE QUE NUNCA

Educación y crecimiento económico

Los pilares de la educación: una visión moderna

Más allá del título: el reto de seguir formándose a lo largo de la vida laboral

Enseñar a aprender: la educación ante el cambio tecnológico

INFORME MENSUAL**Mayo 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:

30 de abril 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 *¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?*10 *La salud del sector corporativo en EE. UU., clave para la estabilidad financiera***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Deuda emergente y desfase cambiario: una combinación a vigilar*16 *El crecimiento se acelera en los emergentes, la inflación no***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Con qué economía se encontrará el próximo presidente de Francia?*22 *Diferencial de productividad entre la eurozona y EE. UU.: un análisis sectorial***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La corrección del déficit público, misión posible*28 *Disecionando la mejora de la cuenta corriente*29 *La bolsa española frente a la europea: ¿la hora de recuperar el terreno perdido?***32 DOSSIER: EDUCACIÓN: MÁS IMPRESCINDIBLE QUE NUNCA**32 *Educación y crecimiento económico*
Clàudia Canals34 *Los pilares de la educación: una visión moderna*
Javier Garcia-Arenas36 *Más allá del título: el reto de seguir formándose a lo largo de la vida laboral*
Anna Campos38 *Enseñar a aprender: la educación ante el cambio tecnológico*
Adrià Morron Salmeron

La buena educación

A menudo, las políticas públicas que persiguen reducir la pobreza y la desigualdad se enfrentan a un dilema entre equidad y eficiencia. Una buena política educativa, sin embargo, tiene un amplio potencial para mejorar la productividad de la fuerza laboral y, a la vez, promover la movilidad social mediante la igualdad de las oportunidades educativas en la infancia. Ello la convierte en una potente palanca de transformación social, si no la más importante.

Para aprovechar todo este potencial, el sistema educativo debe ser de calidad. Especialmente en un momento como el actual, en el que debe adaptarse a una revolución digital que está transformando el sistema productivo y, con ello, las competencias y habilidades demandadas en el mercado laboral. Es importante qué, cómo y cuándo se enseña.

El sistema educativo del siglo XXI no puede enseñar lo mismo que el del siglo pasado. Sobre todo, debe enseñar a aprender. En este sentido, multitud de estudios han subrayado la importancia no solo de las competencias cognitivas, como el lenguaje, la comunicación, el procesamiento de la información, las matemáticas o la lógica, sino también de las habilidades no cognitivas (los llamados *soft skills*), como la capacidad de concentración y planificación, la perseverancia, el autocontrol o las relaciones interpersonales. Se tienen que transmitir conocimientos, pero también fórmulas para trabajar, organizarse y aprender. Y también valores.

En relación con la mejor manera de enseñar, el cómo, existen varios mitos. Por ejemplo, la evidencia disponible apunta a que variables como el número de alumnos por clase o la cantidad de recursos que se dedican al sistema (en ambos casos, una vez que se ha alcanzado cierto umbral) no tienen un impacto muy significativo sobre la calidad de la educación. Con diferencia, el factor más importante para el éxito de un sistema educativo es la calidad de los profesores. Los países con los mejores sistemas, como Singapur, Finlandia o Corea, son capaces de atraer y retener el mejor talento ofreciendo carreras profesionales atractivas, formación continuada y prestigio social a la profesión docente. Además de los profesores, también son importantes los padres y, en especial, el tiempo que dedican a sus hijos en actividades como leer o conversar. La conciliación entre trabajo y familia es imprescindible para disponer de este tiempo.

Por último, con relación al cuándo, numerosas investigaciones subrayan la importancia de invertir en la educación entre los cero y los cinco años para igualar oportunidades. El aprendizaje durante esos años influye muy significativamente en el potencial que podrán alcanzar los niños como estudiantes y en su vida adulta. El premio Nobel de economía James Heckman ha estimado que invertir en los segmentos más desfavorecidos de la población en estas edades ofrece una rentabilidad de entre un 7% y un 10%. Pocas inversiones públicas ofrecen mejores retornos.

Estas son algunas de las cosas que sabemos, pero la búsqueda de la excelencia en la educación debe ser un proceso continuo apoyado en investigaciones rigurosas. Es necesario innovar y evaluar constantemente. Los países más exitosos utilizan para la educación un enfoque parecido al de la medicina: se realizan pruebas piloto para evaluar innovaciones (en el qué, cómo o cuándo) y se adoptan aquellos cambios que demuestran su efectividad. Es la mejor manera para adaptarse al cambio permanente. En el ámbito educativo, la resistencia al cambio o el cambio sin rigor tiene un coste enorme, en términos de equidad y de eficiencia, que no nos podemos permitir.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de abril de 2017

CRONOLOGÍA

ABRIL 2017

- 16 Turquía ratifica la reforma constitucional en referéndum.
- 19 El parlamento británico aprueba la celebración de elecciones anticipadas para el 8 de junio.

MARZO 2017

- 1 La Comisión Europea presenta el Libro Blanco sobre el futuro de Europa, en el que propone cinco escenarios posibles para la UE-27 en el 2025.
- 16 La Reserva Federal aumentó el tipo oficial en 25 p. b. para situarlo en el intervalo 0,75%-1%.
- 29 El Reino Unido activa el artículo 50 del Tratado de Lisboa para iniciar el proceso de negociación para la salida de la UE.

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.

AGENDA

MAYO 2017

- 3 PIB de la eurozona (1T).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 5 Índice de producción industrial (marzo).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
PIB de Japón (1T).
- 23 Comercio exterior (marzo).
- 25 Contabilidad nacional trimestral (1T).
- 30 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).
Avance del IPC (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo).

JUNIO 2017

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

Buenos augurios para el crecimiento global

Un arranque de año prometedor. Los datos de actividad y confianza del primer tercio del año sugieren que la aceleración del crecimiento mundial se consolidará en 2017. Así, la previsión de CaixaBank Research para 2017 ya se sitúa en el 3,5%, 1 décima por encima del mes anterior y 4 décimas por encima del dato de 2016. Es reseñable que la evolución positiva está siendo bastante generalizada y afecta tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. Hay que añadir, empero, que ahora solamente falta que los datos de crecimiento efectivamente producidos del 1T (el denominado *hard data*) refrenden este ilusionante panorama, dado que la mayor parte de los datos que sustentan este escenario de aceleración son cualitativos (basados en encuestas a consumidores y empresas). Este escenario positivo se ha visto acompañado por la reciente evolución de los mercados financieros: en la segunda mitad de abril, la reanudación de la senda alcista de las bolsas, tras una breve fase temporal de *risk-off*, confirma que la dinámica constructiva basada en las alentadoras expectativas de crecimiento se mantiene intacta. En las economías emergentes, el buen dato de crecimiento del PIB de China en el 1T (6,9% interanual) apuntala las perspectivas esperanzadoras, aunque, todo sea dicho, gracias a un aumento del estímulo fiscal que difícilmente se podrá mantener en los próximos trimestres.

Sin embargo, el horizonte no está exento de riesgos. En estos últimos meses, los riesgos de naturaleza política han copado buena parte de la atención mediática. Y, no obstante, pese a que dichos riesgos (proteccionismo, populismo, incertidumbre sobre las políticas de la Administración Trump y tensiones geopolíticas) se mantienen abiertos, conviene no perder de vista los riesgos de naturaleza estrictamente económica. Entre estos sobresalen el creciente nivel de la deuda global (China encarna de forma paradigmática este riesgo por su elevada deuda corporativa) y el impacto del aumento de los tipos de interés que se espera que lleve a cabo la Fed en las economías emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores.

EE. UU. levanta el pie del acelerador, pero de forma temporal. La economía americana creció en el 1T menos de lo esperado, un 0,2% intertrimestral, lastrada por el debilitamiento del consumo privado. Creemos, no obstante, que se trata de una ralentización temporal, ya que el avance robusto de la inversión y los buenos indicadores de actividad y confianza del 1T llevan a pensar que el ritmo de crecimiento volverá a coger impulso en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, se han producido novedades en el plano fiscal. Concretamente, la Administración Trump presentó a finales de abril los grandes rasgos de una ambicio-

sa reforma tributaria en la que se plantea una simplificación y una reducción de los tipos impositivos (por ejemplo, el impuesto de sociedades pasaría del 35% al 15%). Con todo, planean dudas sobre cuál será finalmente el alcance del impulso fiscal ya que, a pesar de la eliminación de deducciones, la implementación de la reforma conllevaría un notable aumento del déficit público, por lo que las negociaciones serán intensas y es probable que la Administración Trump tenga que hacer concesiones.

La economía europea consolida su fortalecimiento en un entorno con riesgos políticos cambiantes. La mayoría de indicadores de sentimiento apuntan a la consolidación de la recuperación económica a la par que la inflación se va normalizando. Con todo, los riesgos políticos se mantienen latentes con dos focos de incertidumbre prominentes. El primero es el *brexit*, dado que las negociaciones con la UE pueden provocar repuntes puntuales de volatilidad. El segundo son las elecciones en los países *core* de la eurozona, aunque los riesgos están mutando: la probable victoria de Macron en Francia y la pérdida de fuelle de la ultraderecha en Alemania reforzarán el proceso de construcción europea, pero la incertidumbre no tardará en desplazarse hacia Italia, donde se celebrarán elecciones parlamentarias en el 1T 2018.

La economía española certifica en el 1T su momento dulce. El PIB se aceleró hasta el 0,8% intertrimestral en los tres primeros meses del año, 1 décima más que en los dos trimestres anteriores. A tenor de los indicadores disponibles, el motor de la expansión volvió a ser la demanda interna, que mantiene un vigor considerable, aunque las exportaciones también han evolucionado de forma muy favorable en los primeros meses del año. Los factores de apoyo temporales (bajos tipos de interés y bajo precio del petróleo) junto con las reformas estructurales están siendo los verdaderos artífices de la buena marcha de una economía que ya encadena tres años de crecimiento sostenido. Esta dinámica positiva permitirá un crecimiento económico notable, que CaixaBank Research sitúa en el 2,8% para 2017, y dejará su impronta en el mercado laboral, con la creación de 430.000 nuevos puestos de trabajo este año. Con todo, la tasa de paro, que por motivos estacionales aumentó 0,2 p. p. en el 1T y se situó en el 18,8%, continúa siendo la gran asignatura pendiente de nuestra economía. El actual estado de gracia de la economía española también tiene importantes repercusiones en el ámbito de las finanzas públicas. Así, la coyuntura económica favorable apoyará la reducción del déficit público, de manera que el objetivo para 2017, fijado en el 3,1%, es factible.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2015	2016	2017	2018	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,5	3,6	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5
Países desarrollados	2,1	1,6	2,0	2,0	1,7	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,4	1,7	2,0	1,9	2,3	2,2	2,3
Eurozona	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7
Alemania	1,5	1,8	1,6	1,6	1,7	1,8	1,5	1,5	1,8	1,8
Francia	1,2	1,1	1,3	1,4	0,9	1,2	0,8	1,4	1,5	1,3
Italia	0,7	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7
Portugal	1,6	1,4	1,5	1,4	1,7	2,0	2,0	2,0	1,3	0,9
España	3,2	3,2	2,8	2,4	3,2	3,0	3,0	2,8	2,8	2,7
Japón	1,2	1,0	1,1	0,8	1,1	1,6	1,4	1,2	1,1	0,9
Reino Unido	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0
Países emergentes	4,1	4,2	4,5	4,8	4,1	4,3	4,5	4,5	4,6	4,6
China	6,9	6,7	6,6	6,1	6,7	6,8	6,9	6,6	6,5	6,4
India	7,5	7,5	7,3	7,7	7,4	7,0	7,1	7,1	7,4	7,7
Indonesia	4,9	5,0	5,1	5,6	5,0	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2
Brasil	-3,8	-3,6	0,7	2,1	-2,9	-2,5	-1,0	0,3	1,5	2,1
México	2,6	2,3	1,8	2,1	2,1	2,4	2,7	1,9	1,3	1,1
Chile	2,3	1,6	1,9	2,6	1,8	0,5	1,5	1,9	2,1	2,2
Rusia	-2,8	-0,2	1,5	1,7	-0,4	0,3	1,0	1,2	1,6	1,9
Turquía	6,0	3,0	2,7	3,0	-1,3	3,5	2,5	2,7	2,8	2,9
Polonia	3,9	2,7	3,3	3,1	2,2	2,9	3,4	3,4	3,4	3,1
Sudáfrica	1,3	0,4	1,1	1,6	0,7	0,5	1,2	0,7	1,0	1,4
INFLACIÓN										
Mundial	2,8	2,8	3,4	3,4	2,7	2,9	3,2	3,4	3,4	3,6
Países desarrollados	0,3	0,7	1,9	1,9	0,6	1,2	1,9	2,0	2,1	2,0
Estados Unidos	0,1	1,3	2,3	2,3	1,1	1,8	2,5	2,2	2,3	2,2
Eurozona	0,0	0,2	1,8	1,6	0,3	0,7	1,8	1,7	1,9	1,8
Alemania	0,1	0,4	1,9	1,7	0,4	1,0	1,9	2,0	2,0	1,9
Francia	0,1	0,3	1,7	1,6	0,4	0,7	1,5	1,6	1,9	1,8
Italia	0,1	0,0	1,4	1,4	-0,1	0,2	1,4	1,6	1,5	1,4
Portugal	0,5	0,6	1,5	1,5	0,7	0,8	1,4	1,5	1,6	1,6
España	-0,5	-0,2	2,2	1,5	-0,2	1,0	2,7	2,4	2,2	1,7
Japón	0,8	-0,1	0,5	1,0	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,8	0,5
Reino Unido	0,0	0,7	2,6	2,6	0,7	1,2	2,1	2,5	2,9	3,0
Países emergentes	4,7	4,4	4,5	4,5	4,3	4,1	4,2	4,5	4,4	4,9
China	1,4	2,0	2,1	2,3	1,7	2,2	1,4	2,3	1,9	2,7
India	4,9	4,9	4,8	5,2	5,2	3,7	3,5	3,7	4,9	6,8
Indonesia	6,4	3,5	4,0	5,0	3,0	3,3	3,6	4,4	3,8	4,0
Brasil	9,0	8,8	4,2	4,3	8,7	7,1	4,9	3,9	3,6	4,5
México	2,7	2,8	5,2	3,6	2,8	3,2	5,0	5,5	5,4	5,0
Chile	4,3	4,0	3,2	3,3	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2	3,3
Rusia	15,5	7,1	4,7	4,9	6,8	5,7	4,6	4,3	5,0	5,0
Turquía	7,7	7,8	9,8	7,5	8,0	7,6	10,2	10,6	9,4	9,0
Polonia	-0,9	-0,7	1,7	2,0	-0,8	0,2	2,1	1,5	1,5	1,8
Sudáfrica	4,6	6,3	6,2	5,6	6,0	6,6	6,3	5,9	6,1	6,5

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,26	0,51	1,15	1,94	0,50	0,55	0,83	1,08	1,17	1,50
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,37	2,18	0,79	0,92	1,07	1,26	1,47	1,68
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,98	2,63	1,46	1,62	1,75	1,89	2,07	2,23
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,56	2,63	0,72	1,00	1,23	1,41	1,68	1,91
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,65	3,41	1,56	2,13	2,44	2,51	2,74	2,90
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	-0,32	-0,21	-0,30	-0,31	-0,33	-0,33	-0,31	-0,30
Euríbor 12 meses	0,17	-0,03	-0,08	0,05	-0,05	-0,07	-0,10	-0,10	-0,07	-0,06
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,70	-0,29	-0,64	-0,71	-0,78	-0,79	-0,66	-0,58
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,47	0,85	-0,12	0,11	0,34	0,37	0,53	0,62
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,06	1,08	1,12	1,08	1,07	1,06	1,05	1,06
¥/€	134,33	120,30	119,98	124,26	114,26	117,96	121,05	118,01	119,07	121,80
£/€	0,73	0,82	0,86	0,85	0,85	0,87	0,86	0,85	0,86	0,87
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	53,64	45,04	56,00	61,71	46,98	51,13	54,68	54,83	56,50	58,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	52,85	57,33	42,09	47,46	51,35	51,50	53,65	54,89

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

Previsiones

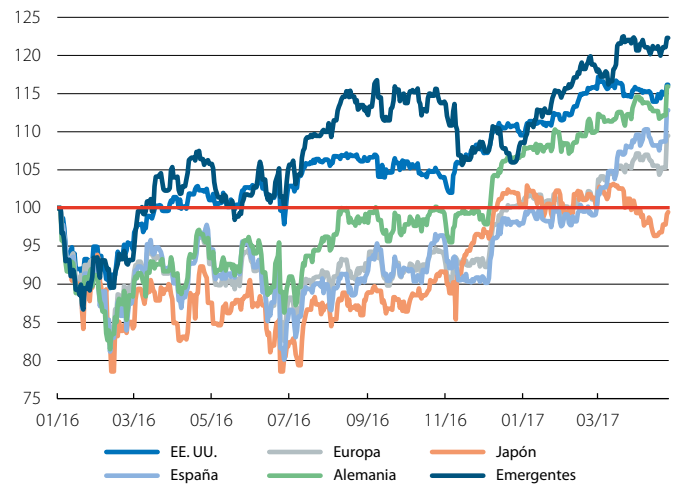
COYUNTURA · Balón de oxígeno con un panorama político más despejado

La incertidumbre política marcó un periodo de *risk-off* que terminó tras la primera vuelta de las elecciones presidenciales en Francia. Como viene siendo la tónica en este 2017, el riesgo político siguió marcando la evolución de los mercados financieros en el mes de abril. En EE. UU., la nueva Administración Trump tuvo que retirar su primera propuesta de reforma del sistema sanitario ante la falta de apoyos a finales de marzo, lo que abrió la puerta a las dudas sobre la capacidad de la nueva Administración para sacar adelante las reformas prometidas. Entre ellas destaca una reforma fiscal que, como anticipaban los inversores, persigue impulsar el crecimiento y los márgenes empresariales. En Europa, la convocatoria de elecciones generales anticipadas en el Reino Unido para el 8 de junio y, sobre todo, la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas mantuvieron en vilo a los inversores. A nivel mundial, las tensiones geopolíticas en Siria y Corea del Norte agitaron los mercados financieros. Además, una cierta debilidad en el precio de las materias primas supuso un freno también para los activos de riesgo emergentes. En conjunto, todos estos elementos propiciaron un periodo de *risk-off* en la primera mitad del mes de abril, con un reposicionamiento en las expectativas de inflación y la búsqueda de activos refugio. Así, tanto el precio del oro como el de los bonos alemanes y estadounidenses repuntaron con intensidad, lo que se tradujo en una bajada de las rentabilidades de su deuda pública a largo plazo. En la otra cara de la moneda, la renta variable global registró retrocesos moderados en la primera parte de abril.

En la segunda mitad de mes las bolsas recuperaron el tono constructivo. Finalmente, el pase a segunda vuelta de Macron y Le Pen en las elecciones francesas, con un mejor posicionamiento del primero para la segunda ronda, consiguió revertir el modo *risk-off* generado por las tensiones políticas. Las bolsas europeas rebotaron con fuerza y se revirtió gran parte de los movimientos previos en activos refugio. La rentabilidad del bono a 10 años estadounidense deshizo buena parte del descenso registrado en abril, y la TIR de su homólogo alemán recuperó toda la bajada del mes. El desenlace electoral resultó muy favorable para el euro, que se apreció un 1,85% frente al dólar en los días después de las elecciones. No obstante, la reversión del tono negativo en los mercados ya había comenzado con los datos macroeconómicos que se habían ido conociendo en EE. UU., y con la lectura de los mismos por parte de la Reserva Federal (Fed) en su *Beige Book*. Dichos indicadores siguen apoyando una dinámica de mercado basada en el impulso de crecimiento económico global y en una reanudación de la tendencia alcista en las expectativas de inflación. A la espera de mayor detalle, los inversores mantuvieron la cautela ante la reforma fiscal anunciada por Trump a finales de abril.

Principales bolsas internacionales

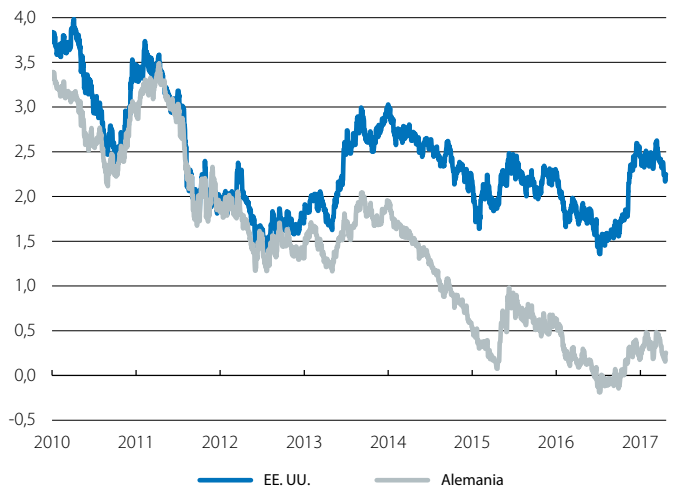
Índice (100 = enero 2016)



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

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

(%)

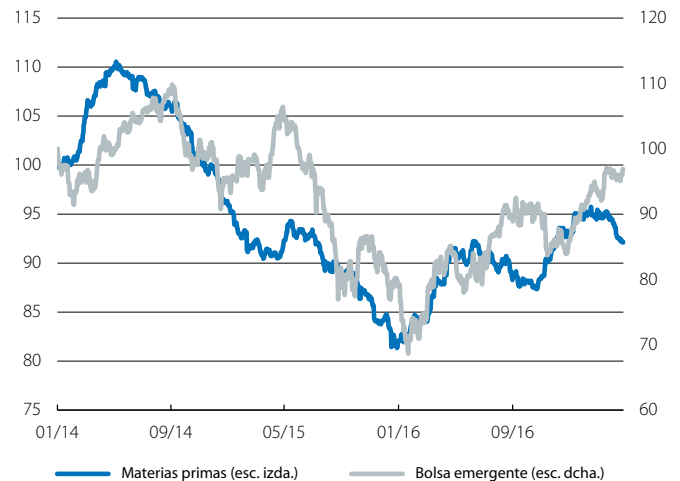


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsa emergente y materias primas

Índice (100 = enero 2014)

Índice (100 = enero 2014)



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

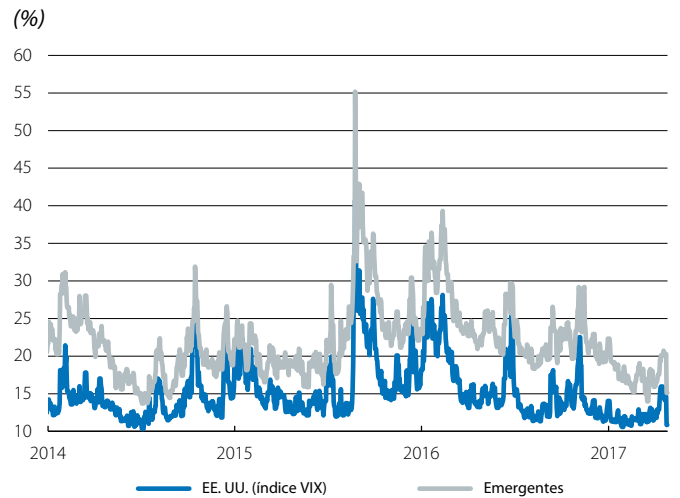
Los rebrotes de volatilidad se fueron calmando a medida que se disipaban los frentes de riesgo político. Durante la mayor parte de abril los índices de volatilidad, tanto en la bolsa estadounidense como en la europea, mantuvieron una trayectoria ascendente en reflejo de la incertidumbre en cuanto a política económica en EE. UU., la tensa situación geopolítica global y el nerviosismo previo a las elecciones en Francia. En Europa, el referente de volatilidad sobre el Eurostoxx 50 (índice VSTOXX), que había superado el nivel previo a la elección de Trump, se desplomó hasta los niveles de principios de año con el resultado de las elecciones francesas. En EE. UU., el índice VIX también se desinfló hasta niveles mínimos de 2017 y permanece en niveles históricamente bajos.

La Reserva Federal (Fed) mantiene su plan de normalización monetaria pero las yields de largo plazo se ajustan a la baja. Detrás del repliegue de la TIR norteamericana a 10 años se encuentran factores como los flujos de entrada en bonos estadounidenses por sus características de activo refugio, unos datos de inflación algo más débiles (en parte por el descenso de los precios energéticos), o las dudas acerca de la implementación de reformas y la magnitud de su impacto. El mercado de futuros sobre los tipos de interés pasó a descontar un ritmo de entre dos y tres subidas del tipo de interés de referencia antes del final de 2018, frente a entre tres y cuatro anteriormente. No obstante, la Fed constató en su *Beige Book* cierta aceleración del crecimiento económico y de los salarios en varios distritos, lo que favoreció la interpretación de que los datos macroeconómicos siguen siendo positivos. Este escenario avala que la Fed mantenga su plan de subidas de tipos, con dos anuncios más este año y otros tres en 2018, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research. En este contexto, seguirá siendo clave su comunicación, también en lo referente a su estrategia de balance y la reinversión de vencimientos de bonos.

Como se esperaba, el BCE mantuvo sin cambios los parámetros de su política monetaria. En la reunión del pasado 27 de abril, el Consejo de Gobierno indicó que los indicadores de actividad de la eurozona siguen apuntando a una mayor firmeza de la recuperación, y que el mapa de riesgos sigue sesgado a la baja, aunque en menor medida. Por otro lado, la lenta mejora del mercado laboral mantiene subyugadas, por el momento, las presiones inflacionistas. A ello hay que sumar la incertidumbre política, que aconseja prudencia antes de realizar cualquier leve cambio de política monetaria. Con ello, algunos miembros del Consejo de Gobierno han reforzado el apoyo a una estrategia secuencial de normalización monetaria, en la que el BCE no subiría tipos antes de finalizar las compras netas de activos. Según contemplan las previsiones de CaixaBank Research, la primera subida del tipo refi en la eurozona se producirá a mediados de 2019.

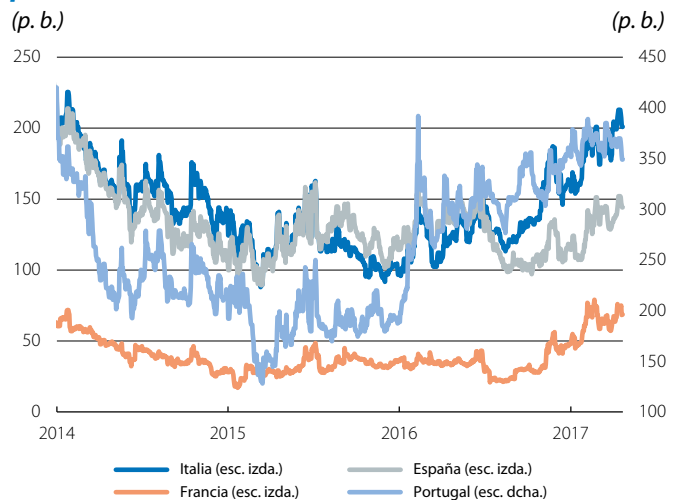
Con la disminución del riesgo político, los mercados de renta variable se vuelven a centrar en los fundamentos económicos. Con la temporada de resultados empresariales aún en sus inicios, las primeras presentaciones parecen confirmar las previsiones de incremento en beneficios esperado para este año.

EE. UU. y emergentes: volatilidad implícita de la bolsa



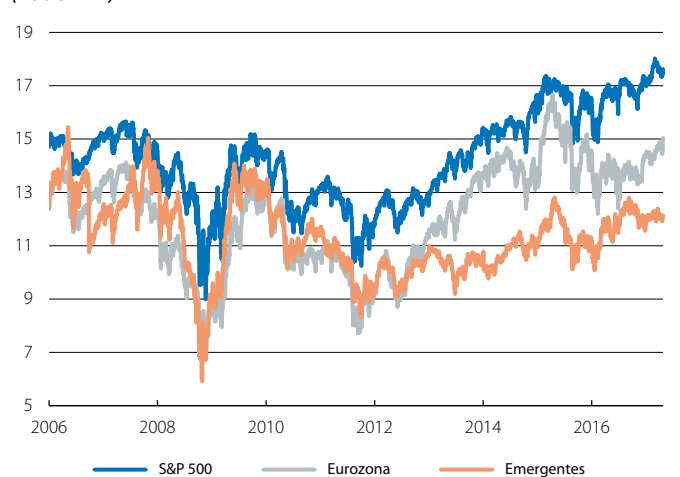
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

Bolsas regionales: ratio precio/beneficios * (Ratio PER)



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

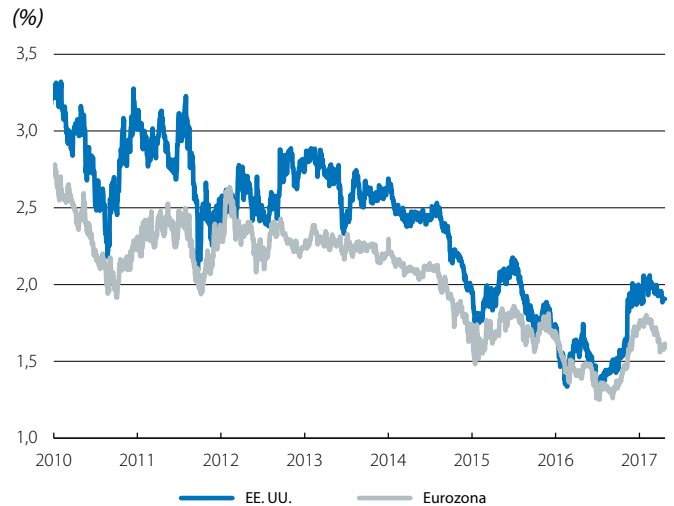
El tono constructivo de las últimas semanas ha reanudado la tendencia a revisar al alza dichas previsiones, que continúan decantándose por asignar mayor potencial en la eurozona y en los mercados emergentes que en EE. UU., que además presenta unas ratios de valoración notablemente más elevadas. Así, el Eurostoxx volvió a mostrar un desempeño mensual superior al del S&P 500, con el sector bancario como protagonista de los avances a consecuencia de su mayor sensibilidad al actual entorno, tanto político como financiero. Los flujos de cartera también reflejaron fielmente las expectativas de los inversores, dando continuidad a las salidas de fondos estadounidenses hacia renta variable europea.

En un entorno de aversión al riesgo, el apetito por la renta fija revalorizó las carteras de deuda soberana y corporativa.

A pesar de cierto repliegue a final de mes, los índices de renta fija global se revalorizaron en torno a un 1%. Los ascensos fueron más pronunciados en las carteras compuestas con vencimientos de más largo plazo, y en las de bonos soberanos frente a las de deuda corporativa. El efecto del descenso en rentabilidades soberanas de largo plazo en EE. UU. se notó en un ligero aumento de diferenciales corporativos, especialmente en el segmento *high yield*. A su vez, el reajuste en las expectativas de inflación se tradujo en una menor demanda de bonos protegidos de inflación. En Europa, la caída de la rentabilidad del bono alemán a 10 años contribuyó al incremento en las primas de riesgo soberanas durante buena parte de abril. Las primas de riesgo corporativas también experimentaron un leve repunte pero, al igual que las estadounidenses, aun permanecen en niveles bajos. Habrá que esperar para ver cómo afectan a los diferenciales corporativos europeos la incertidumbre política y la reducción del ritmo de compras de bonos por parte del BCE.

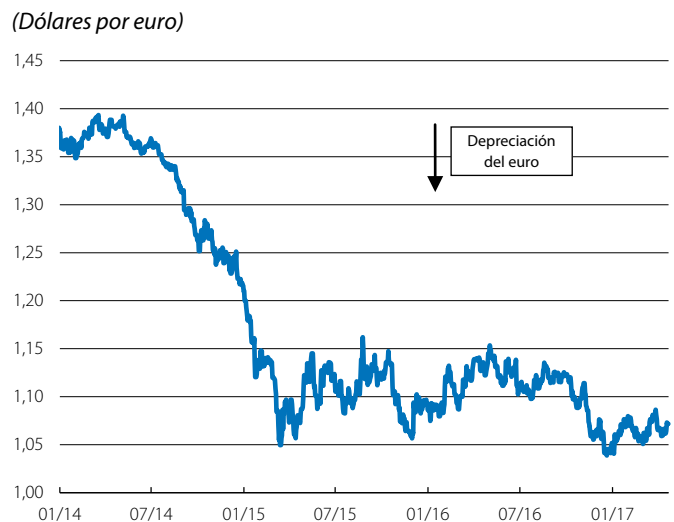
Los mercados emergentes también hicieron un alto en el camino, pero continuaron mostrando un ritmo sólido de entradas de flujos de cartera, tanto en renta variable como en renta fija. El leve debilitamiento del dólar parece haber dado cierto atractivo al riesgo de divisa emergente, con mayor demanda de bonos en moneda local. Eso sí, las preferencias se revelan por bonos soberanos en lugar de corporativos, signo de preocupación por los niveles de endeudamiento en el sector privado. De mantenerse la tendencia positiva en las cifras macroeconómicas y de disiparse los focos de tensión geopolítica, los activos de riesgo emergentes pueden seguir capitalizando sus valoraciones, que actualmente son notablemente inferiores a las de mercados maduros. Las divisas emergentes también se mantuvieron relativamente estables, a excepción del rand sudafricano y de la lira turca, recuperando esta última cierto tono tras el referéndum que ratificó la reforma constitucional el pasado 16 de abril. Destaca el buen comportamiento del peso mexicano, que prácticamente ha deshecho toda la caída tras la elección de Trump. Por último, la debilidad en las principales materias primas también ayuda a explicar el receso en las bolsas emergentes. El continuado incremento en la producción no convencional de petróleo condicionó la evolución de su precio, pero las caídas se extendieron también a otras materias, como los metales industriales.

Expectativas de inflación*: EE. UU. y eurozona



Nota: *Swaps de inflación, expectativas a 5 años dentro de 5 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Cotización del euro frente al dólar



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

Precio del petróleo y pozos activos



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

FOCUS · ¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?

Con dos subidas en tan solo tres meses, el proceso de normalización del tipo oficial de la Reserva Federal estadounidense (Fed) parece bien encarrilado. Con esta perspectiva, el debate sobre la tendencia de los bancos centrales emergentes a replicar las decisiones del banco central estadounidense vuelve a un primer plano por las implicaciones que podría tener para los activos financieros emergentes y, en general, para la actividad económica de los países en cuestión. Pero no todos los países emergentes están condenados a seguir a la Fed en su proceso de normalización.

Después de los diversos episodios de crisis sucedidos en los años ochenta y noventa, varios países emergentes decidieron implementar reformas estructurales para reducir su vulnerabilidad frente a choques externos. En particular, la adopción de un tipo de cambio flexible fue una de las medidas claves que se implementó a partir de finales de los años noventa en muchos países.

El mantenimiento de un tipo de cambio fijo puede ser útil en países emergentes que quieren impulsar el comercio exterior, ya que, al reducirse la incertidumbre sobre el tipo de cambio, pueden ser más atractivos para los inversores internacionales. Sin embargo, para mantener el tipo de cambio fijo, en general con el dólar, los bancos centrales se veían forzados a seguir la estela de la Fed, lo que en algunos casos les llevó a implementar unas condiciones monetarias que no eran las más apropiadas para su economía.

Así, tras la liberalización de los tipos de cambio en muchos países emergentes, ahora la presión para que sigan a la Fed debería ser menor. Sin embargo, en varios países se sigue observando cierto seguidismo de la política monetaria estadounidense. Concretamente, este patrón se observa en muchos de los países que presentan un déficit por cuenta corriente. Estos países son más dependientes de los flujos de financiación internacional y, por tanto, aunque dispongan de un tipo de cambio flexible, en los últimos años sus respectivos bancos centrales han ido aumentando los tipos de interés oficiales para evitar depreciaciones pronunciadas de su moneda y seguir siendo atractivos para los inversores internacionales.

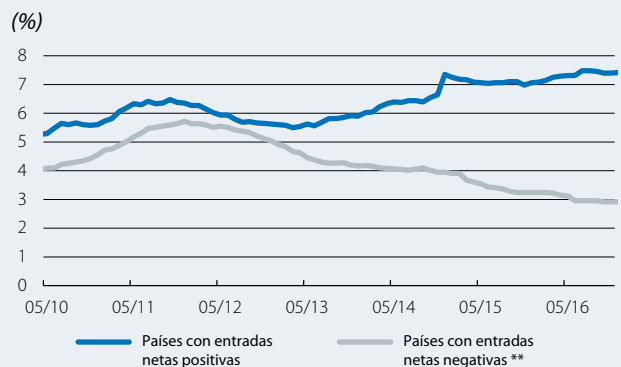
Según un estudio de la Reserva Federal de Dallas,¹ este tipo de acciones se ha concentrado en los países emergentes que en los últimos años han presentado una entrada neta de capitales en deuda. En cambio, los países en los que las entradas de capitales se han centrado en otro tipo de inversiones, como la inversión extranjera directa, no se observa este patrón. La razón: la inversión en deuda, ya sea soberana o corporativa, es mucho más líquida y, por tanto, más susceptible a cambios en el sentimiento inver-

sor. En cambio, la inversión extranjera directa suele hacerse con una visión de más largo plazo.

Así, según el estudio de la Reserva Federal de Dallas, los bancos centrales de los países emergentes que presentaron entradas netas de capitales en deuda en 2014 tienen una mayor sensibilidad ante una subida del *fed funds* (véase el segundo gráfico). Por ejemplo, se estima que una subida de 100 p. b. del *fed funds* se traduce, *ceteris paribus*, en una subida del tipo de referencia de 27 p. b. en Turquía, un país muy dependiente de las entradas de capitales en deuda. Al otro lado del espectro, en Hungría un aumento del *fed funds* de la misma magnitud se traduce en una subida del tipo de referencia de 16 p. b.

En los próximos trimestres, por tanto, cabría esperar una mayor propensión a subir los tipos de interés en los bancos centrales de países como Turquía, Rusia o Sudáfrica, que han mostrado en los últimos años importantes entradas de inversión en deuda.

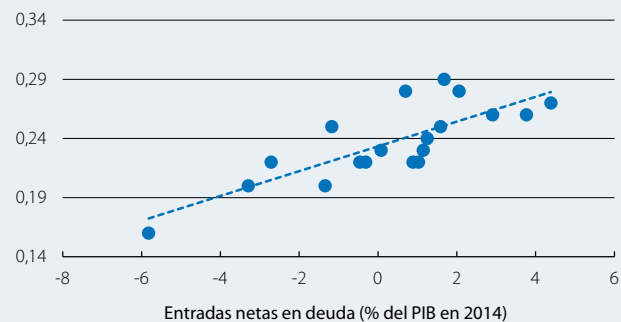
Tipos oficiales de los bancos centrales emergentes según las entradas netas en deuda *



Notas: * Promedio simple del tipo oficial agrupado según las entradas netas de capitales en deuda (2014). ** Entradas netas negativas indican desinversiones.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal de Dallas.

Impacto de una subida del *fed funds* en los tipos de referencia emergentes *

Coefficiente de sensibilidad del tipo oficial del banco emergente



Nota: * El eje vertical indica el impacto en p. b. de una subida de 100 p. b. del *fed funds* sobre el tipo de referencia del banco central emergente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal de Dallas.

1. Scott Davis, J. (2016), «Emerging-Market Debtor Nations Likely to Follow Fed Rate Boosts», Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter.

FOCUS · La salud del sector corporativo en EE. UU., clave para la estabilidad financiera

El pasado mes de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó un nuevo volumen del informe sobre la estabilidad financiera global. En él repasa la evolución de los mercados financieros y los principales riesgos para su correcto funcionamiento. Por un lado, el FMI destaca que la estabilidad financiera ha mejorado gracias, en gran medida, a los menores riesgos macroeconómicos, de la mano de unos datos de actividad y confianza que en los últimos meses han sido globalmente positivos. Pero, por el otro, el FMI señala que los riesgos permanecen elevados. Para las economías avanzadas, el FMI destaca la elevada incertidumbre política. Para las economías emergentes, el informe resalta el impacto que podría tener un endurecimiento súbito de las condiciones financieras internacionales como uno de los principales focos de riesgo.

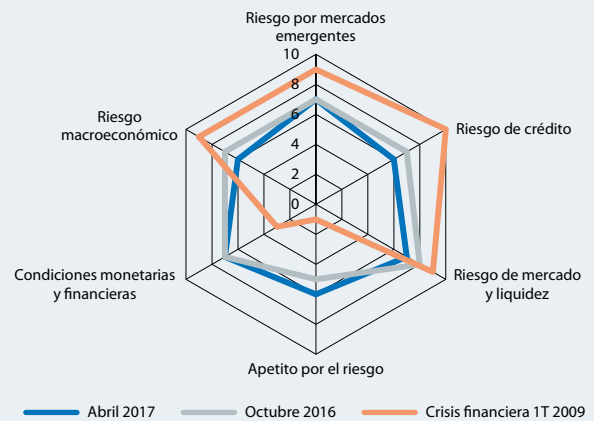
Además, el FMI hace especial hincapié en el aumento de la vulnerabilidad del sector corporativo estadounidense y el impacto que podrían tener algunas de las medidas planteadas por la Administración Trump. Concretamente, una de las medidas a las que hace referencia el informe es la ambiciosa reforma tributaria que el presidente Trump planteó durante la campaña electoral y de la que presentó un primer borrador a finales de abril en el que destaca, por ejemplo, la voluntad de recortar el tipo impositivo del impuesto de sociedades del 35% actual al 15%. Según las estimaciones del FMI, el conjunto de medidas fiscales que ha ido esbozando la Administración Trump podrían suponer un importante aumento de los beneficios empresariales, lo que debería favorecer un relanzamiento de la inversión empresarial.

Sin embargo, el FMI también señala que la posición financiera del sector corporativo estadounidense se ha deteriorado notablemente en los últimos años. Ejemplos de dicho deterioro son un empeoramiento de la calidad de los activos, el aumento de las rebajas de *ratings* en diversos sectores y un elevado grado de apalancamiento de las empresas del S&P 500, que ya ronda máximos históricos. Todo ello apunta, según el Fondo, a un cambio del ciclo de beneficios empresariales en EE. UU., que podría estar dirigiéndose a una fase de desaceleración. De producirse dicha desaceleración, esta ocurriría en un contexto de aumento del apalancamiento y de la proporción de ingresos que se destinan a pagar el coste de la deuda, la cual, pese a los bajos tipos de interés, está en máximos desde 2010.

En este entorno delicado, las políticas fiscales expansivas de Trump podrían tener efectos poco deseables para el sector corporativo. Dado que la economía se encuentra muy cerca del pleno empleo, un impulso fiscal como el planteado es probable que estimule el crecimiento menos

de lo previsto y, en cambio, podría generar mayores presiones inflacionistas. Ello, a su vez, forzaría a la Fed a subir el tipo de interés más rápidamente, lo que provocaría un repunte del coste de la deuda, y podría poner en aprietos a una parte significativa del sector corporativo. Así, el FMI estima que alrededor del 20% de las empresas estadounidenses tienen actualmente un margen de maniobra muy bajo¹ para hacer frente al pago de sus intereses, por lo que serían sensibles a un endurecimiento más pronunciado de lo previsto de las condiciones financieras. Ello podría llevar a un aumento sustancial de las primas de riesgo corporativas. Con todo, hay que matizar que buena parte de las empresas sumidas en esta tesitura delicada se circunscriben a unos sectores muy concretos, que son el sector energético, el inmobiliario y el de servicios básicos.

Estabilidad financiera global: riesgos y condiciones



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

1. La capacidad para hacer frente a los intereses contraídos se mide como el ratio entre los beneficios y los intereses. Aquellas empresas con un ratio menor que dos son las que están en una situación vulnerable.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	28-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,33	0	-1,0	-7,8
Euríbor 12 meses	-0,12	-0,11	-1	-3,8	-10,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,73	-0,72	-1	7,1	-23,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,73	-0,74	1	3,6	-24,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,32	0,33	-1	11,2	4,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,65	1,67	-2	26,6	5,7
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	133	134	-1	15,4	0,9
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,00	1,00	0	25,0	50,0
Líbor 3 meses	1,17	1,15	2	17,2	53,3
Líbor 12 meses	1,77	1,80	-3	8,4	54,1
Deuda pública a 1 año	1,06	1,02	4	24,9	51,0
Deuda pública a 2 años	1,26	1,25	1	7,2	47,8
Deuda pública a 10 años	2,28	2,39	-11	-16,4	44,7

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	28-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	67	74	-8	-5,8	-6,2
Itraxx Financiero Sénior	74	89	-14	-19,1	-15,3
Itraxx Financiero Subordinado	167	193	-25	-54,1	-34,3

Tipos de cambio

	28-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,090	1,065	2,3	3,6	-4,9
¥/€	121,530	118,670	2,4	-1,2	-0,3
£/€	0,841	0,849	-0,8	-1,4	7,4
¥/\$	111,490	111,390	0,1	-4,7	4,7

Materias primas

	28-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	424,5	431,0	-1,5	0,3	1,6
Brent (\$/barril)	51,7	52,8	-2,1	-9,0	7,5
Oro (\$/onza)	1.268,3	1.249,4	1,5	10,1	-1,9

Renta variable

	28-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.384,2	2.362,7	0,9	6,5	15,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.559,6	3.500,9	1,7	8,2	17,5
Ibex 35 (España)	10.715,8	10.462,9	2,4	14,6	18,7
Nikkei 225 (Japón)	19.196,7	18.909,3	1,5	0,9	15,2
MSCI emergentes	978,0	958,4	2,0	13,4	16,4
Nasdaq (EE. UU.)	6.047,6	5.911,7	2,3	12,3	26,6

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

COYUNTURA · Un arranque de año esperanzador

El tramo inicial de 2017 empieza con fuerza. Los indicadores de actividad relativos al 1T 2017 sugieren que la aceleración del crecimiento mundial, que se viene produciendo desde la segunda mitad de 2016, tiene visos de continuidad. Aunque por el momento la mayor parte de los datos disponibles son los que se denominan cualitativos, es decir, basados en encuestas a consumidores y empresas, de cumplirse con la relación históricamente observada, cabría esperar un incremento mundial del 3,4% en el 1T 2017, 2 décimas por encima del 4T 2016. Asimismo, es reseñable que el repunte del crecimiento está siendo bastante sincronizado y que afecta tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. Este buen inicio de año ha llegado acompañado de una no desdeñable alza de la inflación a nivel mundial, que ha saltado 4 décimas porcentuales entre el 4T 2016 y el 1T 2017. Se trata, en gran medida, del resultado del efecto de base de los precios energéticos (el petróleo está en niveles un 16% más altos que los de un año atrás).

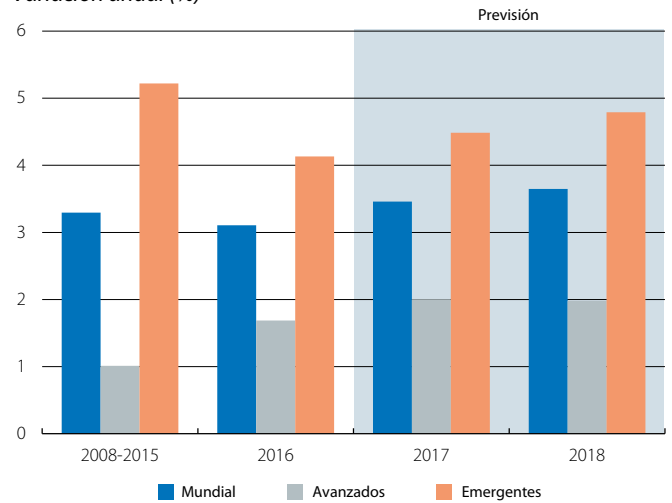
Y, sin embargo, el balance de riesgos sigue sesgado hacia un eventual menor crecimiento. A pesar del buen inicio de año, el horizonte no está libre de riesgos bajistas. Entre los de naturaleza estrictamente económica cabe destacar, quizás, dos: el creciente nivel de deuda global y el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en los emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores. Asimismo, se mantienen abiertos los focos de incertidumbre de naturaleza política (el proteccionismo, el populismo y los riesgos geopolíticos). Este doble diagnóstico que combina un inicio del año positivo en términos de crecimiento y la presencia de riesgos potencialmente elevados es ampliamente compartido por los analistas. Como muestra, en sus recientes previsiones de primavera, el FMI reconoce el firme arranque que se traduce en una revisión al alza del crecimiento mundial previsto para 2017 (hasta el 3,5%). Esta dinámica se debe, según el Fondo, a que los avanzados están evolucionando más positivamente de lo previsto. A pesar de todo, cabe señalar que la expansión de emergentes como China y Rusia también ha sido revisada al alza. Los riesgos a la baja que el FMI destaca son los de naturaleza política, el proteccionismo, el impacto de la normalización de la Fed en ciertos emergentes y la deuda de China.

ESTADOS UNIDOS

Un bache de crecimiento en el 1T 2017. En dicho trimestre, el aumento del PIB fue del 0,2% intertrimestral, frente al 0,5% del 4T 2016. En tasas interanuales, el avance fue del 1,9%, similar al 2,0% anterior. La pérdida de ritmo económico se ha debido, fundamentalmente, al debilitamiento del consumo privado y, en menor medida, a la variación de existencias. En cambio, la inversión creció apreciablemente. Para el observador avezado, la frenada del crecimiento es un dato sorprendente, habida cuenta de que los indicadores mensuales disponibles sugerían un ritmo de crecimiento más elevado. La paradoja se debe, de hecho, a dos circunstancias atípicas, una propia de EE. UU. y otra de alcance más general. La primera es idiosincrática de los primeros trimestres de cada año en EE. UU. Según reconoce el

PIB mundial

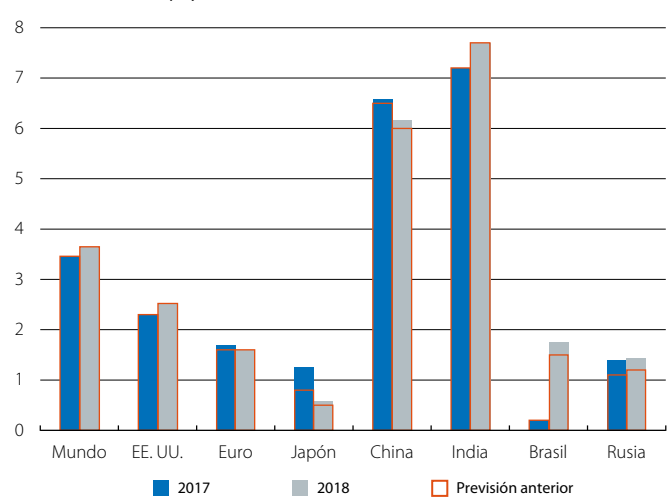
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

FMI: previsiones del PIB para 2017 y 2018

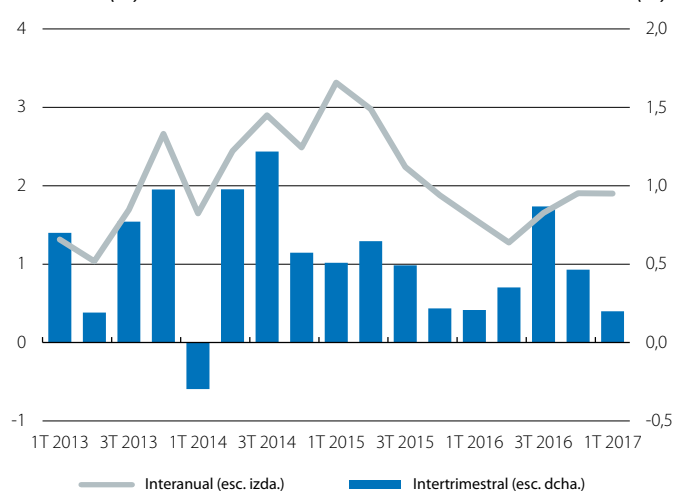
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

Variación (%)



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

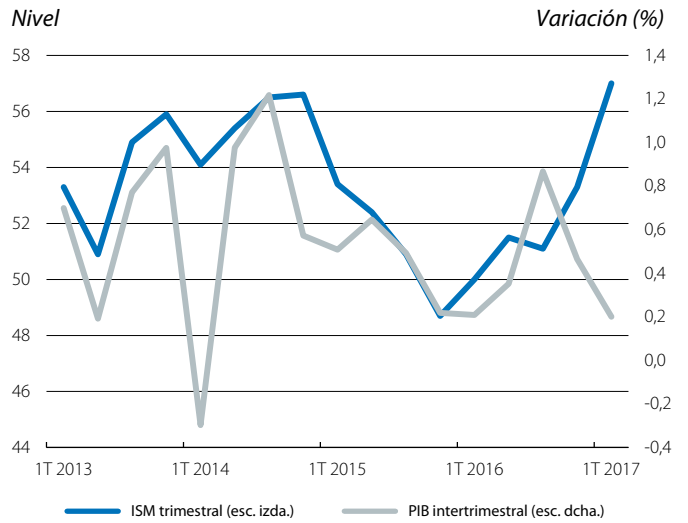
instituto estadístico del país (BEA, por sus siglas en inglés), existe un problema de desestacionalización de la serie del PIB que provoca que su nivel sea, de forma reiterada, más bajo en el 1T y mayor en los dos siguientes trimestres. El problema de desestacionalización se ha visto acompañado por una circunstancia que, a veces, se produce (y no solo en EE. UU.) y que es la discrepancia que existe entre los datos de confianza y las cifras de crecimiento efectivamente producidas en ocasiones (lo que, siguiendo su denominación en inglés, es la divergencia entre datos *soft* y *hard*). Concretamente, los indicadores *soft* han mostrado una tendencia al alza que no se ha correspondido plenamente con el crecimiento del PIB.

¿Cuál es la dirección que cabe esperar para los próximos trimestres? A pesar de la desaceleración del crecimiento registrada en el 1T, cabe esperar que los efectos atípicos antes mencionados dejen de operar en los siguientes trimestres. En particular, CaixaBank Research prevé que el acrecentamiento mejore, fundamentalmente, gracias a la superación del bache del consumo privado, que seguirá apoyado por unas condiciones de crédito todavía acomodaticias y, especialmente, por un mercado de trabajo favorable. En ese sentido, cabe recordar que en marzo se crearon 98.000 puestos de trabajo. Aunque se trata de un registro menor que en meses anteriores, es un dato significativo, dada la madurez del ciclo en la que se encuentra la economía estadounidense y que se sitúa muy cerca del nivel de creación de empleo mensual que la presidenta de la Fed, Janet Yellen, considera de equilibrio bajo pleno empleo. Asimismo, la tasa de paro descendió ligeramente hasta el 4,5% y los salarios avanzaron un considerable 2,7% interanual.

La inversión empresarial y residencial también contribuirá a la expansión económica. Junto a estos factores de apoyo al consumo, cabe mencionar que la buena marcha del sector inmobiliario y la mejora de la inversión empresarial serán factores de impulso del crecimiento adicionales. En definitiva, de concretarse el escenario estadounidense tal y como prevemos, EE. UU. crecerá un 2,2% en 2017, frente al 1,6% de 2016. El próximo año, 2018, operará en coordenadas algo distintas, ya que debería ser un ejercicio en el cual la política fiscal expansiva de la nueva Administración, que debería empezar a tomar forma en los próximos meses, impulsase la progresión. Por el momento, la Casa Blanca ha presentado una propuesta para la reducción de los tipos impositivos a las empresas (del 35% al 15%), así como a los individuos, especialmente a los de rentas más altas. Estas previsiones favorables se deben tomar con un punto de cautela, ya que los riesgos en el cuadro macro siguen siendo importantes debido a que la incertidumbre sobre las políticas de la Administración estadounidense (impulso fiscal, proteccionismo y tensiones diplomáticas), y su capacidad para implementarlas, no se despeja.

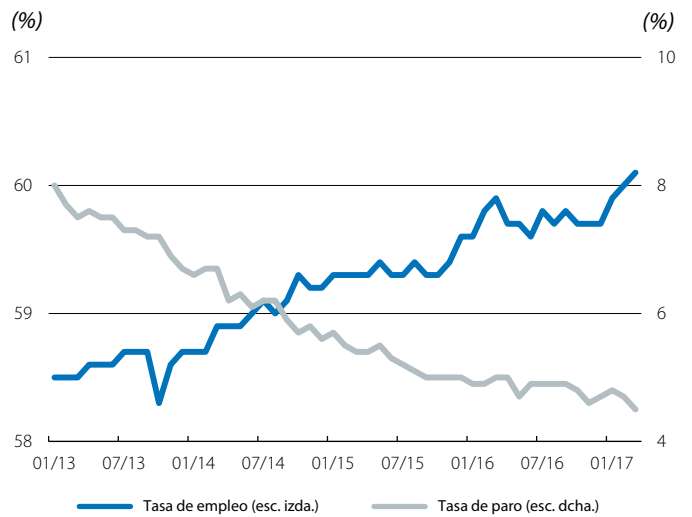
En este contexto, complejo, se prevé que la Fed mantenga el rumbo apuntado en sus últimas reuniones. Específicamente, CaixaBank Research prevé un escenario de política monetaria con dos subidas adicionales en 2017 (junio y septiembre), anuncio del cese gradual de reinversión de vencimientos en el 4T 2017 y tres subidas más en 2018. La relativa sorpresa de la inflación de marzo, más baja de lo esperado, cabe interpretarla como un fenómeno puntual que no altera la evolución de fondo de los precios.

EE. UU.: PIB e indicador de actividad ISM



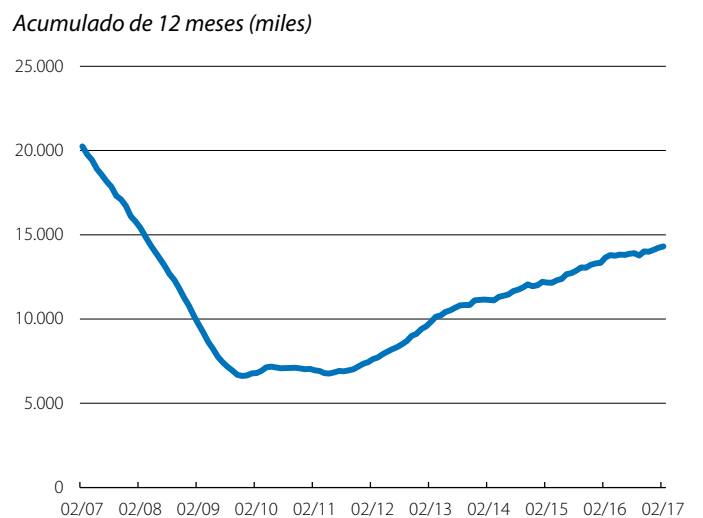
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM y del BEA.

EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: viviendas iniciadas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Census Bureau.

EMERGENTES

Actividad económica al alza en las economías emergentes. A pesar de que las dudas sobre una posible discrepancia entre los indicadores *hard* y *soft* también afectan a los emergentes, y, por tanto, hay que interpretarlos con prudencia, los indicadores de sentimiento económico apuntan a una aceleración del ritmo de actividad prácticamente generalizada durante el 1T 2017. En consonancia con esta mejora de la tracción económica, las entradas de capitales hacia los emergentes se han seguido recuperando e incluyen una notoria mejora en los flujos de capitales hacia China.

China sorprende positivamente, pero los riesgos siguen siendo altos. El crecimiento del 1T 2017 fue mayor de lo previsto, alcanzando el 6,9% interanual, 1 décima por encima del registro del 4T 2016. Esta cifra justifica que CaixaBank Research revise al alza el crecimiento de 2017, del 6,4% al 6,6% (en línea con el objetivo que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo pasado), y de 2018, del 5,9% al 6,1%. Esta leve mejora de escenario no atempera las dudas que existen sobre todo un conjunto de riesgos (deuda empresarial excesiva, *shadow banking*, burbuja inmobiliaria, etc.). La inflación, por su parte, continúa en cotas bajas y se situó en el 0,9% en marzo (0,8% en febrero) a causa de la caída de los precios de los alimentos.

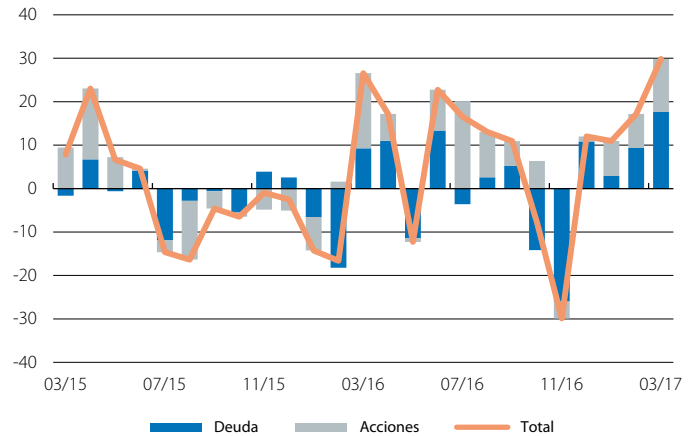
Brasil y Rusia, dos formas distintas de transitar una recesión. Así, en Brasil, los datos sugieren que la salida de la profunda recesión de 2014-2016 sigue siendo lenta. Con todo, esta evolución mediocre se ve acompañada de una caída de la inflación más fuerte de lo esperado (debido al efecto combinado del descenso de los precios fijados administrativamente y de los alimentos) y de buenas perspectivas para la reforma de la Seguridad Social (mejora de la sostenibilidad del sistema de pensiones). En Rusia, en cambio, el crecimiento del PIB se situó en el 0,3% interanual en el 4T 2016, significativamente por encima de lo esperado (la caída anual del PIB fue del 0,2%, claramente menor que el -2,8% de 2015). Aun así, y a pesar de la mejora de perspectivas a corto plazo que el final de 2016 comporta, sus perspectivas a medio plazo no son buenas (debido a la combinación de sanciones, incertidumbre geopolítica y dependencia del petróleo y del gas).

México crece más de lo previsto en el 1T 2017. Aunque se mantiene la incertidumbre sobre el impacto que finalmente tendrá la nueva política estadounidense en México (inmigración y revisión del NAFTA), el crecimiento en el 1T fue un dinámico 0,6% intertrimestral (2,5% interanual), por encima de lo previsto. En esa misma tónica positiva, Moody's, a pesar de que situó el *rating* del país en revisión, optó finalmente por mantener la calidad crediticia.

Turquía entra en *terra incognita* (institucional). En el 4T 2016 el PIB avanzó un 3,5% interanual, muy por encima de lo previsto, con lo que en 2016 el crecimiento alcanzó un 2,9%. También sorprendió al alza la evolución de la inflación, en este caso durante el 1T 2017, debido al aumento combinado de los precios de la energía y los alimentos. Sin embargo, el aspecto que ha suscitado mayor atención ha sido el referéndum constitucional, cuyo resultado favorable a la nueva Carta Magna reduce la incertidumbre política a corto plazo, pero abre un periodo de cambio institucional con pocos precedentes.

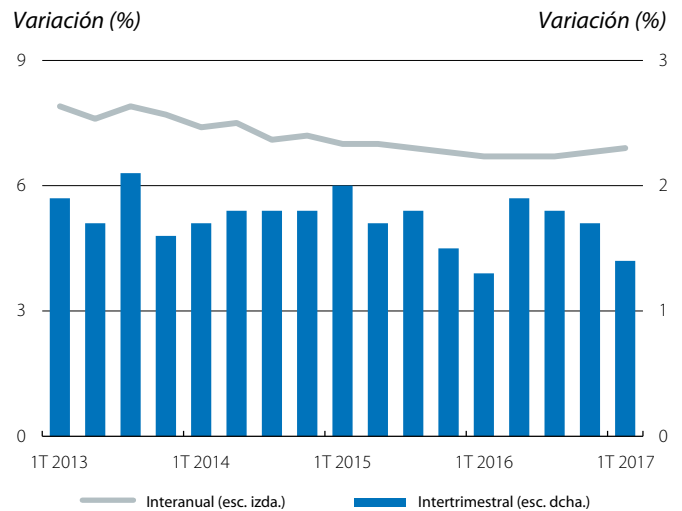
Entradas de capital hacia los emergentes *

(Miles de millones de dólares)



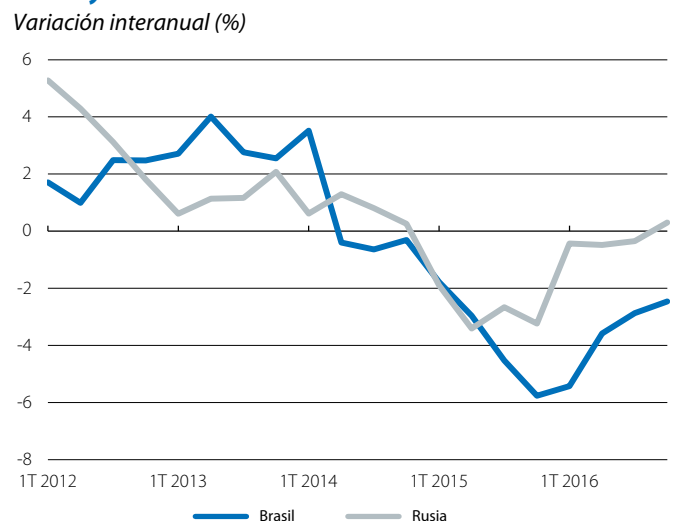
Nota: * Flujos de cartera (deuda y acciones). Países incluidos: Brasil, Chile, China, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB



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

Brasil y Rusia: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística.

FOCUS · Deuda emergente y desfase cambiario: una combinación a vigilar

A finales de 2007, la deuda privada (de empresas no financieras y hogares) del conjunto de emergentes de referencia se situaba en el 85% del PIB. A finales de 2016, la cifra se había multiplicado por 1,5 y alcanzaba el 134,8%. Un rasgo distintivo en este aumento es el recurso al endeudamiento en divisa extranjera, ya que las empresas han aprovechado las holgadas condiciones financieras internacionales para financiarse en «monedas fuertes». Así, en promedio, a finales de 2016 un 44% de la deuda empresarial emergente estaba denominada en divisa extranjera.¹

¿Es ello un problema? No, mientras que no se produzca en grado elevado lo que se denomina desfase cambiario (*currency mismatch*, en inglés). Dicho desfase se da cuando un actor económico tiene sus activos y pasivos, o cobra y paga, en divisas diferentes. Habitualmente, el problema se genera en los emergentes ante depreciaciones sustantivas de la moneda local, una situación que encarece atender sus obligaciones con los prestamistas o proveedores en moneda extranjera. A nivel agregado, una buena forma de aproximar cuantitativamente el fenómeno del desfase cambiario es sumar los pasivos exteriores netos en moneda extranjera de bancos, empresas y hogares y dividirlo por las exportaciones. Se trata, en definitiva, de identificar si la deuda internacional está «cubierta» por activos exteriores en moneda extranjera suficientes o por un flujo de entrada de divisas adecuado.

Pues bien, utilizando una variante de la medida anterior, se constata que, a finales de 2016, algunos emergentes se encontraban en situación de desfase cambiario pronunciado (véase el gráfico adjunto). Concretamente, existía un desequilibrio abultado en Turquía (los pasivos exteriores netos superaban a los cobros por exportaciones) y algo menor, pero todavía elevado, en Brasil, Chile y Colombia.² En estos cuatro países el elevado nivel actual deriva de un fuerte aumento del desfase cambiario desde 2008. Estas cifras sirven para poner bajo sospecha una idea recurrente, la de que los exportadores de materias primas se benefician de una cobertura «natural», ya que los países sud-

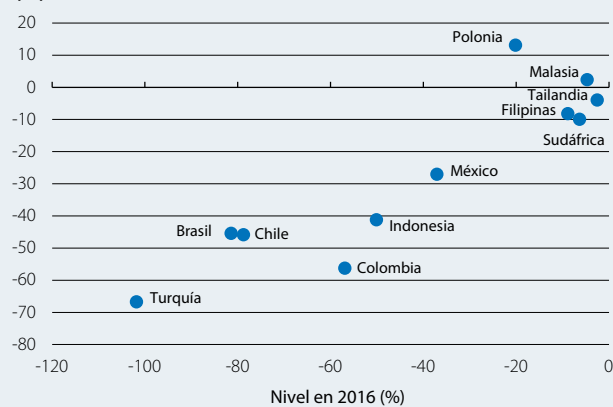
americanos mencionados son productores internacionales de dichas materias y, sin embargo, sufren de desfase cambiario.

En este punto de la discusión, se acostumbra a rebajar la alerta recordando que las empresas disponen de la capacidad de cobertura de riesgo cambiario con el uso de instrumentos financieros. Lo cierto es que, incluso en empresas afectadas potencialmente por el desfase cambiario, la utilización de coberturas financieras podría ser menor de lo que cabría esperar. Por ejemplo, un estudio reciente del Banco Central de Brasil constataba que, del total de deuda empresarial en divisas, un 35,5% la acumulaban exportadores; un 17,5%, no exportadores con coberturas financieras, y el restante 47% no disfrutaba de ninguna cobertura, ni «natural» ni financiera.

En definitiva, el riesgo existe y si no se le presta mayor atención es, probablemente, porque la mayoría de divisas emergentes han experimentado apreciaciones notables en lo que llevamos de año (o incluso antes, en casos como el real brasileño). Sin embargo, si esta tendencia se revierte, se verá –parafaseando al financiero Warren Buffett– quién lleva bañador y quién no, una incómoda tesitura que solo se vislumbrará cuando la marea baje.

Economías emergentes: desfase cambiario *

Diferencia entre 2008 y 2016 **
(p. p.)



Notas: * Calculado como la suma de activos exteriores netos de bancos, empresas y hogares más la deuda internacional de empresas dividido entre las exportaciones de bienes y servicios. Clave de interpretación: cuanto más negativo, mayor desfase cambiario.
** Para Polonia, variación de 2011 a 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics.

1. El recurso a la financiación en divisas por parte de las familias es mucho menos habitual. Con todo, cabe mencionar la excepción de Polonia, donde un 43% de la deuda de los hogares es en divisa extranjera.

2. El desfase anterior se calcula con la suma de tres grupos: i) los activos exteriores netos de los bancos nacionales; ii) la diferencia entre préstamos de bancos internacionales a hogares y empresas no financieras menos sus depósitos en dichas entidades, y iii) las emisiones de deuda internacionales de las empresas no financieras. Esta suma se divide por las exportaciones de bienes y servicios. Cuando se da el desfase, el cociente tiene signo negativo y, cuanto mayor sea este desequilibrio, más negativa será la cifra. Se trata de una medida similar a la que calcula el Banco Internacional de Pagos (véase Chui, M. et al., 2016, «A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies», BIS Working Papers, 550).

FOCUS · El crecimiento se acelera en los emergentes, la inflación no

En los últimos años, el motor del crecimiento a nivel global se ha situado en los países emergentes. Mientras las economías avanzadas entraron en recesión en el año 2009, y posteriormente han mostrado una recuperación relativamente modesta, las economías emergentes mantuvieron un ritmo de crecimiento más que notable, aunque este ha ido descendiendo desde el 7,4% de 2010 al 4,1% en 2016. En paralelo a esta gradual desaceleración del crecimiento emergente, su tasa de inflación también ha presentado una moderada tendencia bajista, pasando del 5,6% en 2010 al 4,4% el pasado año. Ahora que todo apunta a que el ritmo de crecimiento de los países emergentes se acelerará en los próximos años, ¿lo hará también la inflación?

Según las previsiones del FMI, no. Aunque la aceleración prevista del crecimiento para los próximos años se espera que sea notable, ya que este podría acercarse al 5,0% en 2019, la institución pronostica que la inflación en los países emergentes seguirá descendiendo. Para entender los factores que subyacen a las perspectivas de inflación, resulta muy útil repasar brevemente tanto los factores cíclicos como también los de fondo que condicionan la evolución de la inflación en los países emergentes.

Una de las herramientas más utilizadas por los economistas para analizar la inflación a lo largo del ciclo económico es la curva de Phillips, que relaciona la inflación de una economía con su brecha de producción (diferencia entre el PIB observado y el potencial). A modo intuitivo, la tasa de inflación suele ser estable cuando el PIB observado es igual al potencial, mientras que desviaciones del PIB observado por encima del potencial suelen generar presiones inflacionistas (desinflacionistas en caso contrario). Sin embargo, desde principios del nuevo milenio, parece que dicha relación ha perdido fuerza en los países emergentes (véase el segundo gráfico). Así, aunque la brecha de producción del conjunto de países emergentes se ha ido reduciendo en los últimos años, la inflación no ha repuntado.

Uno de los factores que se encuentra detrás de esta menor sensibilidad de la inflación al ciclo económico es la globalización. El aumento del comercio internacional está facilitando el acceso a un mercado de bienes cada vez más amplio, lo que provoca una cierta convergencia de precios a nivel global y, sobre todo, una mayor importancia de la brecha de producción a nivel mundial en detrimento de la doméstica en la evolución de los precios.¹

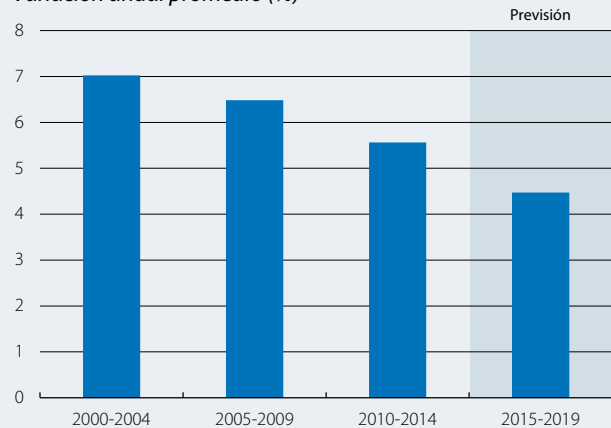
Otro factor fundamental que explica tanto la menor sensibilidad cíclica de la inflación en los países emergentes como su tendencia bajista desde hace décadas es la mayor independencia de sus bancos centrales y la fijación de objetivos de inflación. Además, la mejora de la credibilidad de los bancos centrales ha permitido que las expecta-

tivas de inflación de los agentes se hayan ajustado a la baja y sean más estables, lo que también explica que a lo largo del ciclo económico la inflación fluctúe menos, ya que los llamados efectos de segunda ronda son menores.²

Finalmente, para entender las moderadas perspectivas de inflación de los países emergentes, también deben mencionarse dos factores de fondo globales, que afectan tanto a los países emergentes como a los avanzados. Primero, las previsiones actuales apuntan a que el precio de las materias primas, y el del petróleo en particular, mantendrá una tendencia alcista moderada en los próximos años. Y, segundo, el desarrollo de las nuevas tecnologías, la llamada Cuarta Revolución Industrial, que puede permitir una mejora de la productividad que reduzca las presiones inflacionistas.

Inflación en los países emergentes

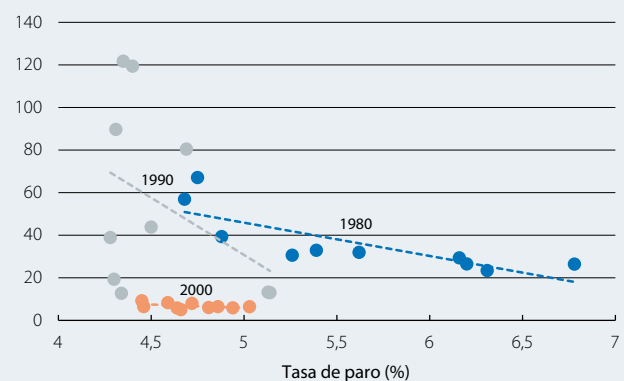
Variación anual promedio (%)



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

Curva de Phillips de los países emergentes

Inflación (%)



Nota: Inflación y tasa de paro promedio para el conjunto de países emergentes en cada momento del tiempo. Datos anuales.

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

2. Los efectos de segunda ronda se producen cuando los agentes modifican sus expectativas de inflación y este ajuste afecta, a su vez, a la evolución de precios en la actualidad. Por ejemplo, puede influir en la negociación de los salarios entre empresarios y trabajadores.

1. Véase el artículo «Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?» del Dossier del IM02/2015.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Actividad									
PIB real	2,6	1,6	1,6	1,3	1,7	2,0	–	1,9	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	3,9	4,3	3,4	3,4	4,5	3,4	3,6
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	96,0	94,8	100,7	107,8	111,6	116,1	124,9
Producción industrial	–0,7	–1,2	–2,2	–1,3	–1,2	–0,1	0,0	0,3	1,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,5	50,0	51,5	51,1	53,3	56,0	57,7	57,2
Viviendas iniciadas (miles)	1.108	1.176	1.151	1.159	1.145	1.248	1.241	1.303	1.215
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	186	188	188	192	195	197	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,9	4,9	4,9	4,7	4,8	4,7	4,5
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	59,8	59,7	59,8	59,7	59,9	60,0	60,1
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,7	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...
Precios									
Precios de consumo	0,1	1,3	1,1	1,0	1,1	1,8	2,5	2,7	2,4
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Actividad									
PIB real	1,2	1,0	0,4	0,9	1,1	1,6	–	...	–
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	41,3	41,2	42,1	42,2	43,1	43,2	43,9
Producción industrial	–1,2	–0,2	–3,1	–1,5	1,0	2,8	1,5	6,7	3,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	6,0	6,0	6,0	10,0	–	12,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1	3,0	2,8	2,8
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–0,5	0,7	–0,2	0,1	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0
Precios									
Precios de consumo	0,8	–0,1	0,0	–0,3	–0,5	0,3	0,5	0,2	0,2
Precios de consumo subyacente	1,0	0,4	0,6	0,6	0,2	0,1	0,1	–0,1	–0,1

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Actividad									
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,8	–	6,9	–
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,3	10,2	10,5	10,6	9,5	9,5	11,0
Producción industrial	6,1	6,0	5,9	6,1	6,1	6,1	6,3	6,3	0,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	49,5	50,1	50,2	51,4	51,3	51,6	51,8
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	608	513	588	576	554	513	508	470	469
Exportaciones	–2,3	–8,3	–14,3	–7,5	–7,0	–5,2	8,0	–1,5	16,1
Importaciones	–14,2	–5,7	–14,1	–7,1	–4,7	2,1	16,7	38,0	20,2
Precios									
Precios de consumo	1,4	2,0	2,1	2,1	1,7	2,2	2,5	0,8	0,9
Tipo de interés de referencia ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,6	6,5	6,5	6,7	6,8	6,9	6,9	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 · Fortalecimiento de la economía de la eurozona en un entorno con riesgos políticos

El crecimiento económico de la eurozona se consolida a pesar de la incertidumbre. Tras varios años de avance moderado y desigual en la eurozona, la recuperación cíclica se ha fortalecido en la mayoría de sus economías. Las previsiones de CaixaBank Research apuntan a un crecimiento de la eurozona del 1,7% tanto para 2017 como para 2018. En la misma línea, el FMI prevé un crecimiento de la eurozona del 1,7% en 2017 y del 1,6% en 2018, y refleja así una leve revisión al alza en la mayoría de economías de la eurozona respecto a su previsión de enero. La demanda interna en la eurozona continúa ganando solidez respaldada por el consumo privado tras la recuperación gradual del mercado laboral y por la mejora de la inversión empresarial. Asimismo, el sector exterior está aumentando su dinamismo, apoyado en una mayor demanda global y un euro más débil. Por el momento, algunos de los riesgos políticos que al iniciar 2017 nublaban el horizonte empiezan a despejarse (resultados de las elecciones en los Países Bajos y de la primera vuelta en Francia, y menor apoyo de la ultraderecha en Alemania). Cabe señalar, además, que el Eurogrupo llegó a un preacuerdo con Grecia para los siguientes desembolsos del tercer programa de rescate y que las negociaciones del *brexit* parece que se iniciarán ordenadamente. Sin embargo, aún quedan varias citas electorales en los países del núcleo de la eurozona, la negociación con Grecia aún no incluye medidas de alivio de la deuda a largo plazo y el proceso de negociación del *brexit* se espera que sea largo y complejo. En este sentido, los países de la UE-27 fijaron unánimemente, el 29 de abril, no solo su posición negociadora frente al Reino Unido sino también la forma en que las negociaciones tendrán lugar. Hasta que no se clarifiquen los impactos para los ciudadanos y las empresas de la salida del Reino Unido y todos los derechos y obligaciones que tiene el país por haber sido miembro de la UE, no se pasará a una segunda fase de discusión sobre el posible futuro marco de relación entre el mismo y la UE-27.

Los indicadores de actividad auguran un mayor ritmo de crecimiento en la primera mitad de 2017. A la espera de los datos de crecimiento del PIB del 1T para la eurozona, la mayoría de indicadores de sentimiento económico apuntan a una aceleración del ritmo de avance de la actividad. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para la eurozona avanzó en los cuatro primeros meses del año, hasta los 56,7 puntos en abril, en una zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos) y su nivel máximo desde abril de 2011. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) alcanzó 109,6 puntos en abril, el nivel más elevado desde agosto de 2007. Además, el avance de los indicadores de actividad fue generalizado en las mayores economías de la eurozona. Por lo que se refiere a otros datos *hard* de actividad, la producción industrial en la eurozona aumentó un 1,2% interanual en febrero, destacando el avance del 2,5% en España, del 2,2% en Italia y del 1,5% en Alemania. En Francia, país del que ya disponemos de datos de PIB del 1T,

Eurozona: previsiones del FMI

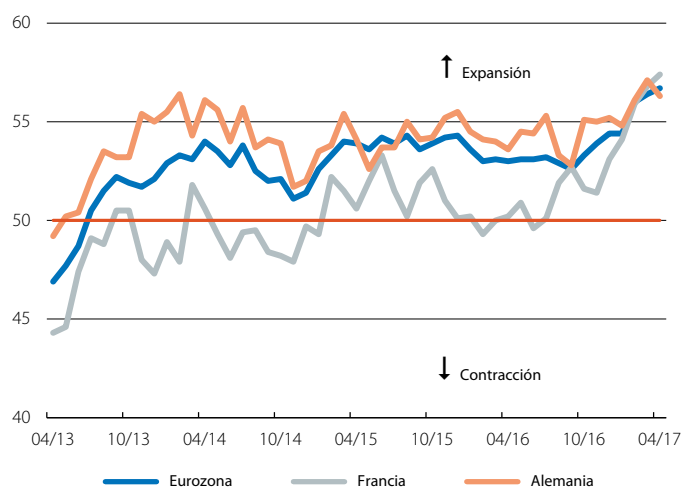
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión enero 2016	
	2016	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,7	1,7	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Alemania	1,8	1,6	1,5	▲ 0,1	= 0,0
Francia	1,2	1,4	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Italia	0,9	0,8	0,8	= 0,0	▲ 0,3
España	3,2	2,6	2,1	▲ 0,3	= 0,0

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

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

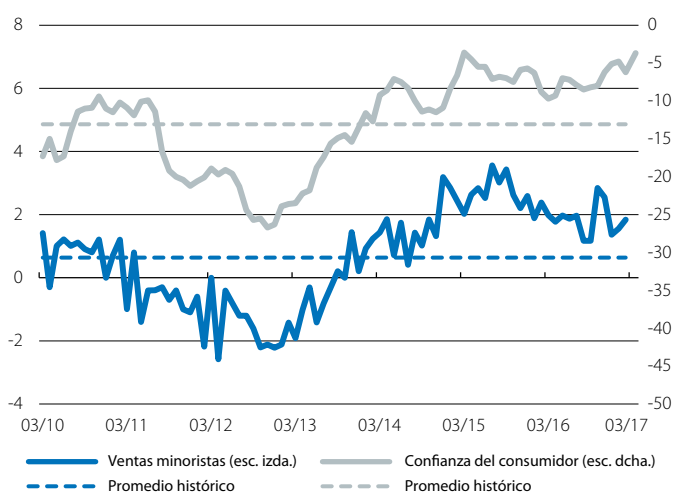


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

la actividad avanzó un 0,3% intertrimestral, algo por debajo del 0,5% del 4T 2016 (este último revisado al alza 0,1 p. p.). Este menor ritmo fue debido, en parte, a una ralentización del consumo condicionada por factores estacionales (como un menor consumo energético tras un suave invierno) y un descenso de las exportaciones (especialmente en materiales de transporte). Asimismo, los indicadores de actividad de abril apuntan a una cierta aceleración de la actividad en el 2T en el país galo.

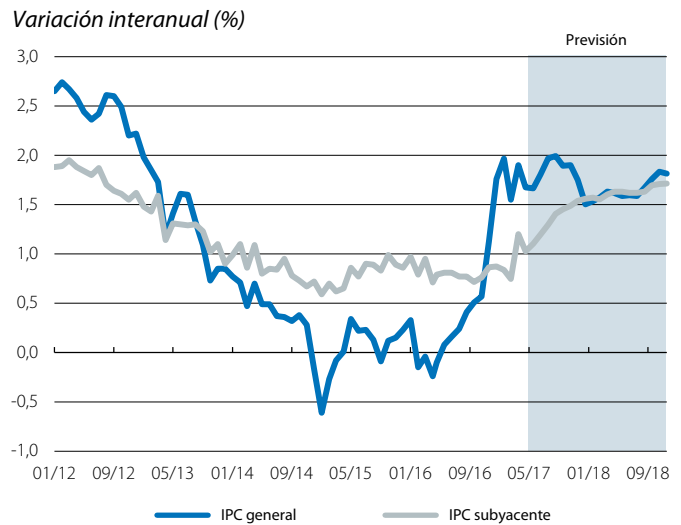
El consumo de los hogares sigue muy robusto. Concretamente, las ventas minoristas de la eurozona aumentaron un 1,8% interanual en febrero (1,6% en enero), ritmos claramente superiores al promedio de los últimos años. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona avanzó durante los cuatro primeros meses del año hasta alcanzar los -3,6 puntos en abril, el nivel más alto desde marzo de 2015. El buen tono del consumo privado es un elemento que da solidez al crecimiento de la eurozona, un patrón que se mantendrá respaldado en los próximos meses por la mejora del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias.

La inflación de la eurozona se va normalizando con el avance de la actividad. La inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), avanzó hasta el 1,9% en abril. Esta cifra se situó 4 décimas por encima del dato del mes anterior, debido al fuerte repunte en los precios de los servicios por el efecto calendario de Semana Santa, que en 2016 se celebró en marzo. Más allá de este factor puntual, esperamos una recuperación gradual de la inflación general y la subyacente en los próximos meses de la mano del avance de la actividad, apoyada por las medidas de estímulo del BCE, que continuará el ritmo previsto de compras de bonos (60.000 millones de euros al mes) hasta diciembre de 2017.

Las condiciones financieras se mantienen acomodaticias. El programa de compras del BCE, según la encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2017, mejoró en los últimos seis meses la posición de liquidez del sector bancario y sus condiciones de financiación, aunque ha afectado a su rentabilidad. En este entorno monetario laxo, la demanda de crédito en el 1T 2017 continuó aumentando en todos los segmentos, según la misma encuesta, y las entidades de crédito esperan que continúe haciéndolo en el 2T 2017. Además, los bancos relajaron los criterios de aprobación de los créditos tanto de las empresas como de los hogares, en particular en Alemania. Todo ello es indicativo de que las condiciones financieras seguirán apoyando el avance de la demanda doméstica.

El ajuste fiscal de la eurozona continuó de manera paulatina en 2016. Concretamente, en 2016 el déficit público de la eurozona se redujo hasta el 1,5% del PIB de promedio, 0,6 p. p. por debajo del nivel registrado en 2015 (2,1%). Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la eurozona se situó en el 89,2% del PIB en 2016, un nivel elevado, aunque casi 1 p. p. por debajo del registro de 2015 (90,3% del PIB). Esta reducción gradual de la deuda pública, sin embargo, esconde situaciones dispares entre países. En particular, en los países con elevados niveles de deuda como Italia, Portugal, Bélgica, España o Francia, el endeudamiento público se ha mantenido prácticamente estable o inclu-

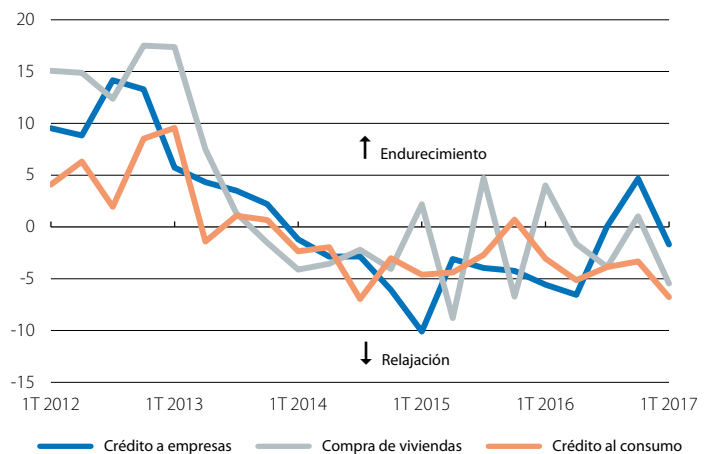
Eurozona: IPC armonizado



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

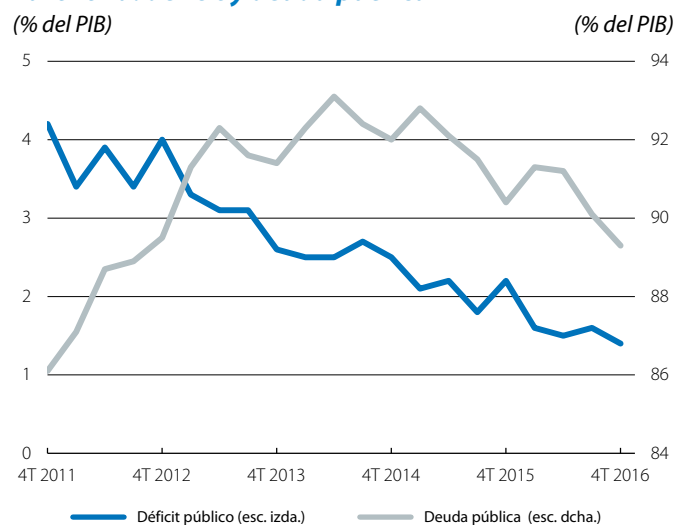
Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

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



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

so ha aumentado. Es importante, sin embargo, que estos países reduzcan de manera más firme su deuda hasta niveles más sostenibles antes del próximo ciclo de crisis económica.

PORTUGAL

La economía portuguesa gana dinamismo en los primeros meses del año. Tras el crecimiento del 1,4% anual en 2016, los indicadores de sentimiento apuntan a una aceleración del ritmo de actividad en 2017. En este sentido, destacan en abril los buenos datos de confianza del consumidor, en máximos históricos, y del índice de sentimiento económico, con el registro más alto desde 2001. Esta mejora se reflejó en la revisión al alza de las previsiones del PIB elaboradas por el Banco de Portugal, hasta el 1,8% en 2017 y el 1,7% en 2018 (respectivamente, +0,4 y +0,2 p. p. superiores a las previsiones de diciembre de 2016). Además, la economía lusa está creciendo de un modo más equilibrado desde 2014. Por un lado, el consumo privado seguirá avanzando a un ritmo similar en 2017, apoyado por la mejora gradual del mercado laboral, mientras que el consumo público lo hará de manera contenida debido al ajuste fiscal. Asimismo, la inversión debería ganar protagonismo en 2017 a medida que disminuye la incertidumbre en un entorno con condiciones de financiación favorables y aumentan los fondos europeos disponibles para la inversión. Por su parte, la demanda externa seguirá mostrando un fuerte dinamismo, con un notable aumento de las exportaciones, que contribuirá a mantener el superávit comercial.

Las ganancias de competitividad han conllevado una mejora significativa del sector exportador portugués, comparable a la de otros vecinos europeos. Concretamente, se ha recuperado la competitividad perdida antes de la crisis, en parte gracias a varios años de moderación salarial. Ello ha impulsado a las exportaciones, que han pasado de suponer el 27% del PIB en 2005 a alrededor del 44% del PIB en 2016. Además, el ímpetu exportador ha tenido lugar en un rango de sectores más variado y hacia un mayor número de destinos. Las exportaciones deberían continuar creciendo a un ritmo sólido en 2017, apoyadas por el avance de la demanda de los socios comerciales más importantes. Así lo muestran los primeros datos disponibles para el año: las exportaciones de bienes aumentaron alrededor del 14% interanual en el acumulado de los dos primeros meses del año, sobre todo por el aumento del comercio extra-UE.

La recuperación de la economía portuguesa se ha trasladado al mercado laboral. La tasa de desempleo se ha reducido de manera pronunciada desde 2013 (alrededor de 2 p. p. por año), ayudada en parte por las ambiciosas reformas laborales emprendidas desde 2011. En febrero la tasa de paro bajó del 10% hasta el 9,9% y, según la estimación provisional del INE portugués, en marzo alcanzaría el 9,8%. Por su lado, la creación de empleo siguió avanzando a buen ritmo (2,8% interanual en febrero). Esperamos que la mejora del mercado laboral continúe en 2017 y 2018, a la par de la recuperación económica. Sin embargo, esta mejora no está llegando a todos por igual: la tasa de paro juvenil es muy superior (24,4% en febrero) y más de la mitad de los parados son de larga duración (más de un año desempleados).

Portugal: previsiones macroeconómicas del Banco de Portugal

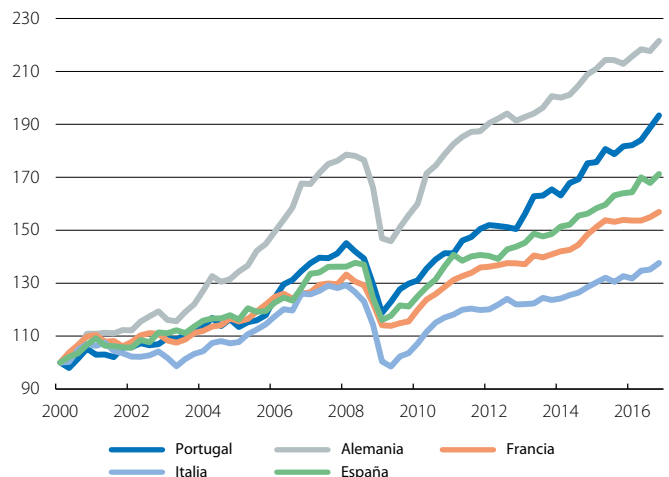
Variación interanual (%)

	2016	Previsiones		
		2017	2018	2019
PIB	1,4	1,8	1,7	1,6
Consumo privado	2,3	2,1	1,4	1,4
Consumo público	0,8	0,2	0,5	0,2
Inversión	-0,3	6,8	5,0	4,8
Exportaciones	4,4	6,0	4,8	4,5
Importaciones	4,4	7,3	4,8	4,7
Empleo	1,6	1,6	1,0	1,1
Tasa de desempleo *	11,1	9,9	9,0	7,9
Balanza por cuenta corriente **	2,2	1,4	1,3	1,4
Inflación (IPCA)	0,6	1,6	1,5	1,5

Notas: * En porcentaje de la población activa. ** En % del PIB.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Exportaciones de bienes y servicios

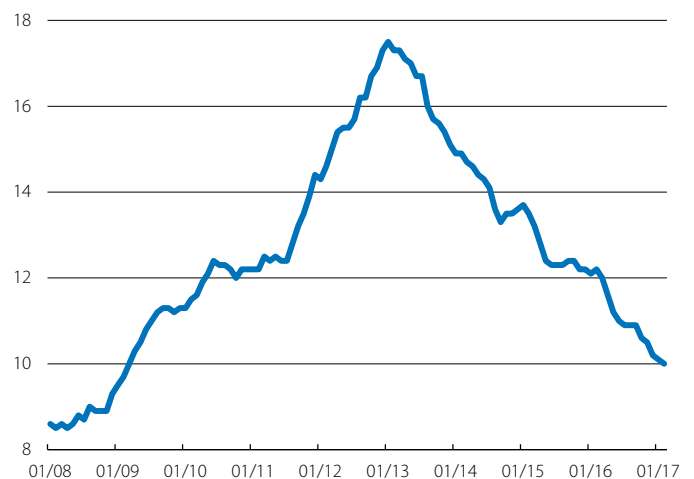
Índice (100 = 1T 2000)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DESTATIS, INE, INE Portugal, INSEE e ISTAT.

Portugal: tasa de paro

(% de la población activa)



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

FOCUS · ¿Con qué economía se encontrará el próximo presidente de Francia?

El nuevo presidente de Francia heredará una economía que, en términos de actividad económica, se ha recuperado de la crisis financiera y cuyo PIB se situó, en 2016, un 4% por encima del de 2008. No obstante, el crecimiento de estos últimos años ha sido modesto¹ y se ha situado claramente por debajo del de otras economías avanzadas (véase el primer gráfico). Para 2017-2018, las perspectivas continúan sin ser muy halagüeñas: el consenso de analistas espera un crecimiento de alrededor del 1,3%. Por otro lado, aunque el presidente saliente François Hollande hizo de la reducción de la tasa de paro una de las prioridades de su mandato, esta se mantiene aún en niveles elevados (10%), especialmente para los jóvenes (24%), y la creación de empleo sigue siendo débil (0,7% anual).

Esta falta de vigor económico es reflejo de un menor crecimiento de la productividad,² en gran medida debido a las importantes rigideces estructurales que siguen presentes en la economía francesa. En este sentido, destacan un mercado de trabajo poco flexible, una elevada carga impositiva³ y una regulación compleja que actúa como barrera a la inversión y al crecimiento de las empresas.

En los últimos años, se han hecho avances para abordar estas rigideces y dinamizar la economía. Por ejemplo, se ha implementado una reforma del mercado laboral que busca clarificar la definición legal de despido por motivos económicos, reforzar la negociación colectiva a nivel de empresa y de sector, y mejorar la formación a personas desempleadas. También se han hecho esfuerzos⁴ para relajar la presión fiscal y aumentar la competitividad mediante la reducción de las cotizaciones sociales de las empresas.⁵ Asimismo, en 2015, se aprobó la Ley Macron de liberalización de los mercados para fomentar la actividad, la cual incluía medidas como la ampliación de la apertura de comercios en domingo y la liberalización de varias profesiones reglamentadas.

No obstante, aunque estas reformas han ido en la dirección adecuada, parece que están teniendo un impacto limitado, por lo que sigue siendo importante mantener una agenda de reformas ambiciosa. Una de las prioridades es el aumento del ritmo de creación de empleo del sector privado. Para ello, los principales organismos internacionales consideran que es importante reducir la alta segmentación del mercado laboral, que dificulta la movilidad del factor trabajo, y simplificar la legislación laboral.

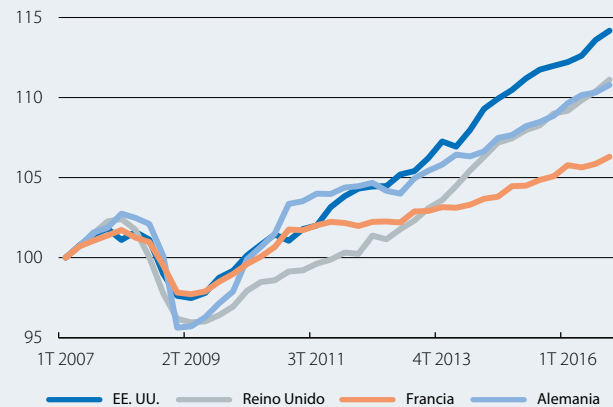
1. El crecimiento promedio entre 2012 y 2016 ha sido del 0,8%.
2. Entre 2010 y 2016, la productividad del trabajo, medida por el PIB real por hora trabajada, ha avanzado en promedio un 1,0% (frente al 2% en 2000-2006), mientras que la productividad total de los factores ha avanzado un 0,5% (frente al 1,2% en 2000-2006).
3. La presión fiscal se sitúa en el 47% del PIB, comparado con un 40% en promedio en la eurozona.
4. Bajo el *Pacte de responsabilité et de solidarité* y el CICE (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*).
5. La cuota fiscal sobre el trabajo (impuestos sobre el trabajo en porcentaje del total de costes laborales) en Francia (48%) es la quinta más elevada de los países de la OCDE.

Otra prioridad es el ajuste de las finanzas públicas. Si bien el déficit público se ha reducido del 7,2% del PIB en 2009 al 3,4% en 2016, la deuda pública se sitúa cerca del 100% del PIB, lo que hace que la economía francesa sea vulnerable a cambios en el sentimiento inversor y a alzas en los tipos de interés. En este sentido, mejoras en la eficiencia de la Administración pública podrían ser de gran ayuda, dado el elevado gasto público, el cual se mantiene muy por encima del promedio de la eurozona (57% del PIB frente al 47%).

Finalmente, también sería muy beneficioso para la economía francesa una mejora del entorno para hacer negocios y la reducción de los obstáculos a la creación de empresas. Muestra de ello es que, en la edición de 2017 del informe del Banco Mundial que analiza la facilidad para hacer negocios, Francia ocupaba la posición 29 del *ranking*, muy por debajo de la de otros países europeos como Alemania y Reino Unido, pero también de Polonia y Portugal.

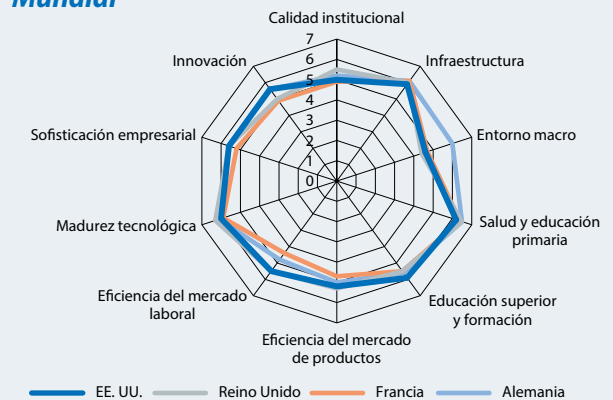
PIB en términos reales

Índice (100 = 1T 2007)



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

Índice de competitividad del Foro Económico Mundial



Nota: Índice entre 1 y 7. Una puntuación más elevada indica una mayor competitividad. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Economic Forum Global Competitiveness Index (2016-2017).

FOCUS · Diferencial de productividad entre la eurozona y EE. UU.: un análisis sectorial

Uno de los mayores retos de la eurozona es, sin lugar a dudas, aumentar la tasa de crecimiento de la productividad. Como se puede observar en el primer gráfico, durante los últimos años su evolución ha sido relativamente débil. Concretamente, el crecimiento anualizado de la productividad en la eurozona ha sido 0,7 p. p. inferior al de EE. UU. entre los años 1995 y 2014.

Si se descompone la evolución de la productividad en la eurozona entre la de los países de la periferia y la de los países core se constatan tres tendencias. Primera, la evolución es muy heterogénea entre los países del núcleo y los de la periferia. Segunda, en los países core, como cabía esperar, su evolución ha sido algo mejor que la del conjunto de la eurozona, pero se ha mantenido lejos de la observada en EE. UU. Y, tercero, en los países de la periferia europea la evolución de la productividad ha sido muy pobre. Concretamente, el crecimiento anualizado se ha quedado en un 0,5%.

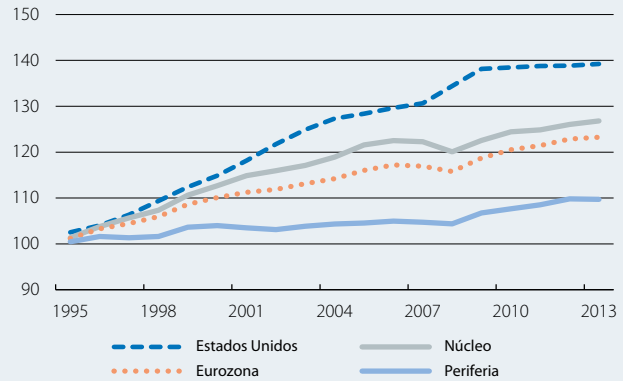
Respecto al segundo elemento, si se analiza con un poco más de detalle la evolución de la productividad entre las distintas economías antes de la crisis, y se lleva a cabo un análisis por sectores, las conclusiones tampoco invitan al optimismo para la eurozona. En la eurozona, para cada sector, si se toma la mejor evolución de la productividad observada entre los distintos países, esta solo consigue igualar la observada en el conjunto de EE. UU. (véase el segundo gráfico). Dicho de otra forma, si hacemos un símil con una clase de una escuela, en la que cada sector es una asignatura, y los distintos alumnos representan a los distintos países, el mejor alumno europeo de cada asignatura solo consigue igualar al alumno promedio de EE. UU.¹

Finalmente, respecto a la evolución de la productividad en los países de la periferia, la tabla adjunta muestra que, entre 1995 y 2014, la productividad en la periferia creció, en términos anualizados, 0,6 p. p. menos que en los países del núcleo. Este diferencial es particularmente elevado en los sectores de turismo, comercio y transporte y en el de las telecomunicaciones. Sin embargo, cabe destacar que a partir de la crisis económica se observa un remarcable cambio de tendencia. Concretamente, mientras que el diferencial de crecimiento de la productividad entre los países de la periferia y los core se situó en -1,2 p. p. durante la etapa previa a la crisis, en la etapa posterior el crecimiento de la productividad fue ligeramente superior en la periferia europea. No obstante, es demasiado pronto para cantar victoria, ya que parte de esta mejora de la productividad es resultado de la importante destrucción de empleo que se produjo en los países de la periferia durante la crisis y, por tanto, habrá que seguir de cerca si este cambio de tendencia se mantiene en los años de recuperación económica. Las reformas estructurales que se han llevado a cabo en los países periféricos invitan a un optimismo moderado.

1. EU Klems ofrece datos comparables con EE. UU. solo hasta 2007.

PIB por hora trabajada por regiones *

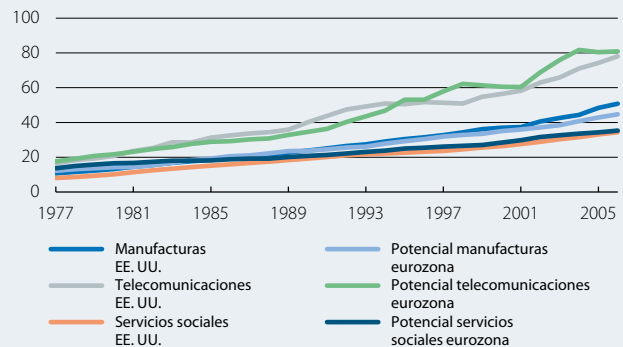
Índice (100 = 1995)



Nota: * El núcleo resulta del promedio ponderado entre Alemania, Francia y Países Bajos, mientras que la periferia está compuesta por España e Italia. PIB a precios constantes. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Valor añadido bruto por hora trabajada por sectores *

(Euros por PPC) **



Notas: * El potencial de la eurozona en cada sector corresponde al nivel máximo de productividad entre Alemania, Países Bajos, Francia, Italia y España en cada periodo de tiempo. ** Valor añadido bruto ajustado por paridad de poder de compra. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de EU KLEMS.

Diferencial del crecimiento anualizado de la productividad * de la periferia respecto al núcleo **

(p. p.)

	1995-2007	2008-2014	1995-2014
Agricultura, minería y pesca	0,4	1,5	0,7
Manufacturas	-2,1	0,8	-0,7
Construcción y suministros	-2,8	2,7	-0,4
Telecomunicaciones	-2,2	0,2	-1,0
Turismo, comercio y transporte	-2,5	0,0	-1,3
Servicios financieros	2,2	-1,4	0,6
Servicios sociales	-0,5	-0,3	-0,4
Total	-1,2	0,2	-0,6

Notas: * Productividad medida como el valor añadido bruto por hora trabajada. ** El núcleo resulta del promedio simple entre Alemania, Francia y Países Bajos, mientras que la periferia está compuesta por España e Italia. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de EU KLEMS.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	2,7	1,9	1,8	1,3	2,2	1,5	1,8	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	2,1	1,5	1,1	1,1	2,3	0,2	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-6,2	-7,7	-7,8	-8,2	-6,4	-4,8	-6,2	-5,0	-3,6
Sentimiento económico	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	108,0	108,0	109,6
PMI manufacturas	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,2	55,4	56,2	56,8
PMI servicios	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	53,7	55,5	56,0	56,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2	-	...	-	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	10,9	10,0	10,1	9,9	9,7	9,6	9,5	...	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	...	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,6	11,6	11,8	11,8	11,5	...	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	20,1	19,3	18,7	18,2	18,0	...	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,6	...
Alemania	8,6	8,4	8,9	8,6	8,4	8,3	8,3	...
Francia	-0,2	-1,1	-0,8	-1,1	-1,1	-1,4	-1,3	...
Italia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,6	2,5	...
España	1,4	2,0	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	92,3	94,7	94,8	95,1	94,8	94,3	93,8	94,4

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	1,8	1,7	2,0	2,1	2,2	1,9	2,3
Crédito a hogares ^{1,2}	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	11,1	10,0	10,1	9,5	9,3	9,3	9,2	10,1
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,8	-1,8	-1,2	-2,0	-2,2	-2,1	-2,5
Instrumentos negociables	2,6	2,8	2,3	5,4	4,5	7,0	3,7	8,5
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,8	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	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.

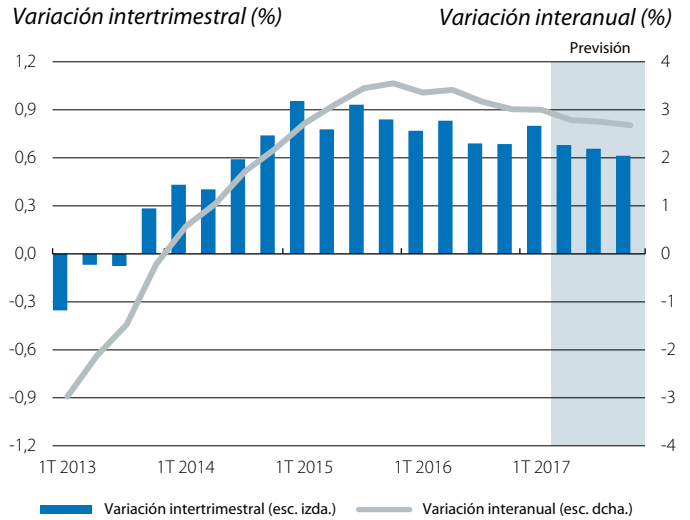
COYUNTURA · La economía española sigue avanzando a buen ritmo

El crecimiento económico se aceleró hasta el 0,8% intertrimestral en el 1T 2017, 1 décima más que en los dos trimestres precedentes. En términos interanuales, el crecimiento se mantuvo en un robusto 3,0%, sin mostrar síntomas de desaceleración. A falta del detalle por componentes, los indicadores disponibles apuntan a que el consumo privado siguió siendo el principal motor del crecimiento, aunque habría moderado ligeramente su ritmo de avance y, en cambio, la inversión en equipo habría recobrado dinamismo, apoyada en la renovada mejora del sentimiento inversor empresarial. A la vez, la demanda externa también va incrementando su protagonismo gracias al buen comportamiento de las exportaciones y a un aumento más contenido de las importaciones.

Mejoras generalizadas de las perspectivas para 2017. En vista del buen desempeño de la economía española en los tres primeros meses del año, los principales organismos nacionales e internacionales han mejorado las previsiones de crecimiento del PIB para 2017. En abril, fue el turno del Fondo Monetario Internacional, que mejoró sus previsiones hasta el 2,6% (3 décimas más que en enero), y del Gobierno, que presentó la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2017-2020 con un nuevo cuadro macroeconómico en el que aumentó la previsión de crecimiento del PIB hasta el 2,7% (2 décimas más que en marzo). La previsión de CaixaBank Research es algo superior, del 2,8%, y no se descarta que esta cifra se pueda incluso superar en ausencia de *shocks* externos que interrumpen la buena marcha de la economía. Esta excepcional trayectoria de la economía española, que acumula ya tres años de crecimiento sostenido, ha sido posible gracias a la confluencia de unos factores de apoyo temporales, como el bajo precio del petróleo y la política monetaria expansiva del BCE, y los efectos positivos de las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años. En este contexto de mejora de previsiones, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's ha revisado su perspectiva sobre la deuda soberana de España de estable a positiva, lo que abre la puerta a una subida del *rating* en los próximos meses.

Las finanzas públicas, favorecidas por las perspectivas positivas. El firme crecimiento económico apoyará, como ya lo hizo en los dos últimos años, la reducción del déficit público, gracias principalmente a la mejora de las bases imponibles (que impulsarán los ingresos del sector público) y a la disminución del paro (que reducirá el gasto por prestaciones de desempleo). Asimismo, los bajos tipos de interés, gracias a la política monetaria acomodaticia del BCE, ayudarán a contener el gasto en intereses a pesar de que el nivel de deuda pública roza el 100% del PIB. Según la estrategia fiscal incluida en la APE para el periodo 2017-2020, el déficit público seguirá reduciéndose en

PIB



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

Cuadro macroeconómico previsto en el Programa de Estabilidad 2017-2020

	2017		
	2016	APE	Previsión CaixaBank Research
PIB (variación interanual, %)	3,2	2,7	2,8
Empleo (variación interanual, %) *	2,9	2,5	2,4
Tasa de paro (%)	19,6	17,5	17,7
Déficit público (% del PIB) **	4,3	3,1	3,4
Deuda pública (% del PIB)	99,4	98,8	98,6

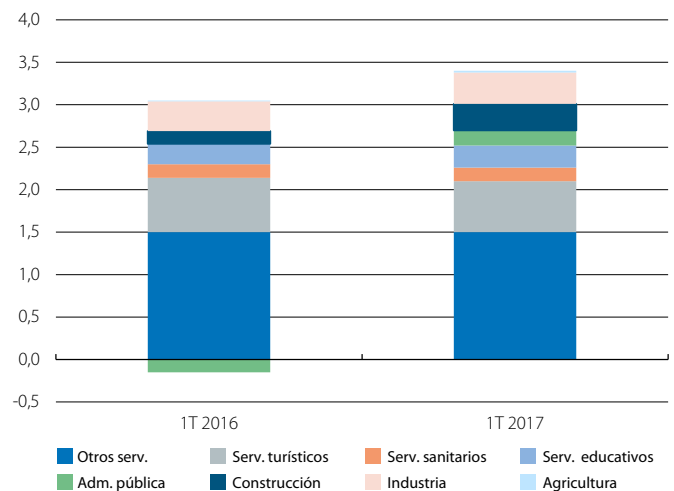
Notas: * Ocupados equivalentes a tiempo completo.

** Excluye ayudas a las instituciones financieras.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad 2017-2020.

Afiliados a la Seguridad Social

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



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

los próximos años, con el fin de situar la deuda pública en una dinámica decreciente. En concreto, el Gobierno prevé que el déficit cierre este año en el 3,1% del PIB, y que se reduzca por debajo del 3% en 2018, lo que permitirá cerrar el procedimiento de déficit excesivo (PDE) con la Comisión Europea. Por el momento, los datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta marzo muestran un ajuste de 4 décimas del PIB respecto al año anterior, gracias al impulso de los ingresos y la contención del gasto corriente. Véase el Focus «La corrección del déficit público, misión posible» en este *Informe Mensual*, para más detalle.

El mercado laboral se beneficia del avance de la actividad. Al igual que el crecimiento económico, la creación de empleo, según los datos de la EPA, se aceleró ligeramente en el 1T en términos desestacionalizados: la creación de empleo fue del 0,7% intertrimestral (0,5% en el 4T 2016), lo que indica que el mercado laboral sigue evolucionando positivamente. En términos interanuales, el crecimiento de los ocupados mantuvo el ritmo de avance en el 2,3% interanual. Dado el carácter estacional del mercado laboral español, el número de ocupados descendió en 69.800 personas en el 1T 2017, una caída muy similar al del 1T 2016, una muy buena cifra si se tiene en cuenta que este año la Semana Santa cayó íntegramente en abril (en 2016 fue en marzo). Otra muestra de la robustez del mercado laboral es que la creación de empleo se concentra en el sector privado, mientras que el empleo en el sector público sigue retrocediendo.

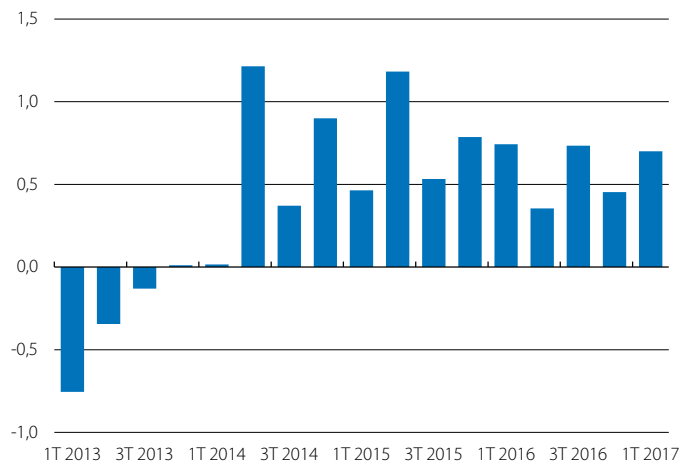
La tasa de paro, el reto pendiente. A pesar de los buenos datos de creación de empleo, la tasa de paro sigue aún en cotas muy elevadas. Como es habitual en el 1T, por motivos estacionales, la tasa de paro repuntó ligeramente, hasta el 18,8% (2 décimas superior al registro del 4T 2016), y la tasa de paro juvenil (de 20 a 24 años) se situó en el 38,3%. Estos niveles, muy por encima de los de los países de la eurozona, ponen de manifiesto que el paro sigue siendo un reto para la economía española. En este sentido, la creación de ocupación sigue siendo una pieza indispensable de la recuperación en España.

La creación de ocupación favorece a la renta de los hogares. El incremento de la ocupación ha impulsado la recuperación de la renta bruta disponible de los hogares (RBDH), que creció un 2,5% en 2016, 7 décimas más que en 2015. Esta mejora está estimulando el consumo, que creció un 3,0% en términos nominales en 2016. En consecuencia, la tasa de ahorro de los hogares disminuyó 5 décimas, hasta alcanzar el 7,7% en 2016. De cara a 2017, el crecimiento de la RBDH seguirá apoyándose en la creación de ocupación, puesto que los incrementos salariales siguen siendo modestos. A juzgar por los buenos datos de confianza del consumidor en el 1T, el consumo seguirá avanzando con fuerza, de modo que se espera que la tasa de ahorro siga en cotas relativamente bajas en relación con el promedio histórico (9,6%).

El sector privado sigue su proceso de desendeudamiento. La recuperación económica también va dejando huella en el des-

Ocupación

Variación intertrimestral (%)

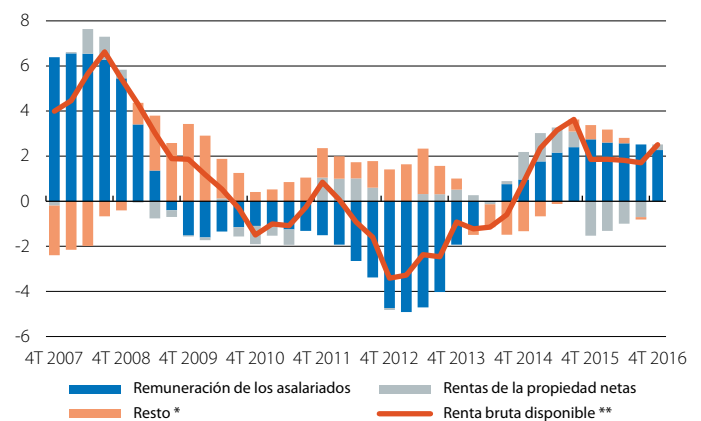


Nota: Datos desestacionalizados.

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

Renta bruta disponible

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

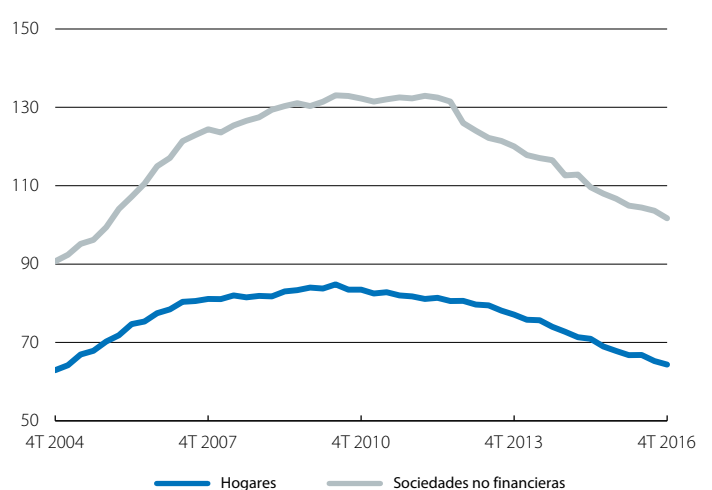


Notas: * Resto de partidas usadas para calcular la renta bruta disponible como son el excedente bruto de explotación, las cotizaciones sociales, etc. ** Variación interanual.

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

Deuda del sector privado

(% del PIB)



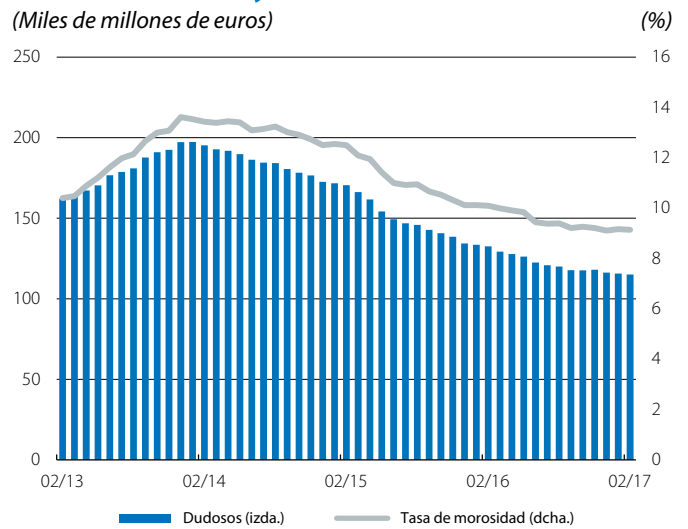
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras. Tras seis años de incesante reducción, la deuda de los hogares se situó en el 64,4% del PIB en el 4T 2016 y la de las sociedades financieras, en el 101,7% del PIB. Mientras que la deuda empresarial ya se encuentra por debajo del promedio de la eurozona, la deuda de los hogares, que desciende algo más lentamente, todavía es superior a la del promedio de los hogares de la eurozona. En los próximos trimestres, el dinamismo previsto en el crecimiento del PIB permitirá que el despalancamiento continúe y sea compatible con un incremento en los flujos de crédito nuevo hacia las familias y empresas. De hecho, la encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2017, pone de manifiesto que los bancos han relajado los criterios de aprobación de préstamos al consumo, aunque han endurecido ligeramente los criterios de concesión de crédito a empresas. En cuanto al sector bancario, la continua reducción de la tasa de morosidad, que se situó en el 9,1% en febrero, muestra que el sector se encuentra cada vez más saneado. De hecho, el saldo de crédito dudoso acumula una caída del 42% desde el nivel máximo alcanzado en enero de 2014, una tendencia que también seguirá en los próximos meses.

La inflación subió hasta el 2,6% en abril (2,3% en marzo), un repunte temporal que se explicaría por el aumento de los precios turísticos debido a la Semana Santa (recuérdese que en 2016 fue en marzo) y por la estabilidad de los precios de la electricidad en comparación con el descenso del mes pasado. Más allá de este aumento de los precios por motivos estacionales, en los próximos meses la inflación general se moderará como consecuencia de la desaceleración del precio del petróleo en términos interanuales, para terminar el año en torno al 1,3%. De este modo, la inflación será del 2,2% en el promedio del año, muy superior a los registros negativos de los dos últimos años (-0,2% en 2016 y -0,5% en 2015). La inflación subyacente, por su parte, se mantiene muy contenida (0,9% en marzo) aunque se prevé que siga una suave tendencia creciente impulsada por el dinamismo del consumo privado.

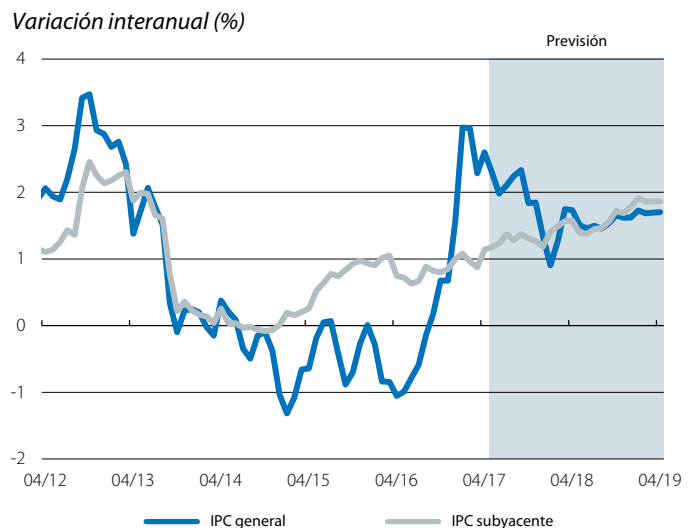
El aumento del precio del petróleo se hace notar en el saldo corriente. El precio del petróleo, que ha beneficiado de manera significativa al sector exterior en los últimos dos años, está dejando de jugar a favor. En concreto, el aumento en el precio del petróleo ha impulsado las importaciones energéticas en el acumulado de enero y febrero hasta los 7.609 millones de euros (comparado con los 4.228 millones en los dos primeros meses de 2016). Sin embargo, el dinamismo de las exportaciones, que crecieron en febrero un 4,7% interanual y que superaron el crecimiento de las importaciones, del 3,2% interanual (ambas cifras acumuladas de 12 meses), permitió que el superávit por cuenta corriente aumentara en febrero hasta el 2,1% del PIB. Véase el Focus «Disecionando la mejora de la cuenta corriente» en este *Informe Mensual* para más detalle sobre la cuenta corriente. En este sentido, la consolidación del flujo de empresas españolas que han exportado en los últimos cuatro años es un buen presagio para el sector exportador.

Tasa de morosidad y créditos dudosos



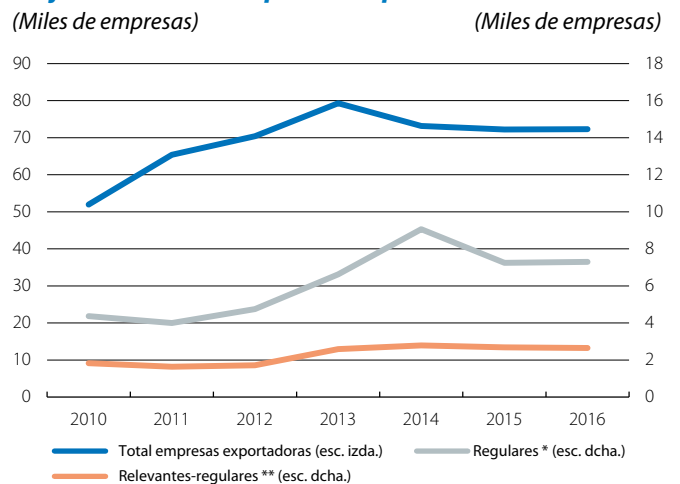
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

IPC



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

Flujos de nuevas empresas exportadoras



Notas * Regulares: empresas que han exportado en los últimos cuatro años.
 ** Relevantes-regulares: empresas que han exportado >50.000 euros en los últimos cuatro años.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ICEX.

FOCUS · La corrección del déficit público, misión posible

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 4,3% del PIB en 2016 (4,5% si se tienen en cuenta las ayudas a las instituciones financieras), lo cual supuso una reducción de 0,8 p. p. respecto al 5,1% de 2015. De este modo, se cumplió con el objetivo de estabilidad acordado con la Comisión Europea del 4,6% del PIB, aunque cabe recordar que dicho objetivo se había relajado sustancialmente respecto al 3,6% del Plan de Estabilidad actualizado en 2016 y que, además, el contexto económico fue muy favorable. La totalidad del ajuste recayó en el gasto público, que se redujo en 1,5 p. p. del PIB. Los ingresos, en cambio, retrocedieron en 0,8 p. p. a pesar de la mejora económica debido a la reforma tributaria, que tuvo un impacto negativo sobre los ingresos de unos 6.400 millones de euros, según estimaciones del Gobierno.

De cara a 2017, el Gobierno prevé un ajuste de 1,3 p. p. para llegar a un déficit del 3,0% del PIB (3,1% incluyendo ayudas a las instituciones financieras). El mejor punto de partida, por haber cerrado el año 2016 con un déficit por debajo del objetivo, reduce el esfuerzo a realizar este año respecto a lo previsto en agosto del año pasado, cuando se fijó la senda de ajuste fiscal. Además, el contexto económico favorable ayudará a la reducción del déficit. Por un lado, y a pesar de la ralentización prevista del crecimiento del PIB real, se espera que el alza de la inflación impulse el crecimiento del PIB nominal, lo que hará aumentar las bases imponibles y, en consecuencia, los ingresos. Por otro lado, existen riesgos al alza respecto a las previsiones macroeconómicas en las que se basan los Presupuestos Generales del Estado (PGE). En concreto, estos prevén un crecimiento del PIB real del 2,5% en 2017, una cifra que se sitúa en la banda baja de las previsiones de los analistas y de otras instituciones, como CaixaBank Research y el Banco de España, que prevén un crecimiento del 2,8%.¹

A pesar de que estos factores jugarán a favor, alcanzar el nuevo objetivo no puede darse por garantizado. Por el lado de los ingresos, los PGE prevén que la recaudación tributaria aumente un 7,9% y las cotizaciones sociales un 6,8%, unas cifras ligeramente superiores a las que se obtienen usando las elasticidades históricas. Por el momento, los datos publicados hasta el mes de marzo permiten ser moderadamente optimistas. Destaca especialmente la recaudación del IVA, que ha tenido un buen arranque de año: ha aumentado un 8,4% interanual en el acumulado de enero a marzo.

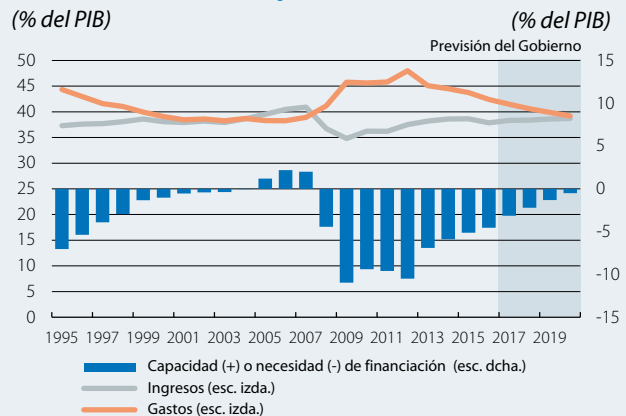
En cuanto a los gastos, la aprobación del límite de gasto del Estado en los 118.337 millones de euros, un 4,4% por debajo del límite de 2016, es una muestra de la voluntad del Gobierno de centrar los esfuerzos en la contención del gasto. Por partidas, los PGE contemplan una reducción del 1,7% del gasto en desempleo y prácticamente un estancamiento de los gastos financieros (0,5%). Ambas proyecciones de gasto son superiores a las de CaixaBank Research, lo que otorga cierto margen para compensar una potencial desviación de los ingresos.

1. El mismo Gobierno ha mejorado la previsión de crecimiento del PIB hasta el 2,7% en la Actualización del Plan de Estabilidad 2017-2020.

En conjunto, por tanto, el Gobierno prevé que la mayor parte del ajuste se realice a través de los gastos, con una reducción de su peso en el PIB de 0,9 p. p. hasta el 41,5%.² Los ingresos también contribuirán a la reducción del déficit público, aunque en menor medida, con un aumento previsto de 0,5 p. p. hasta el 38,3% del PIB. En los años venideros, el déficit público seguirá reduciéndose a través de la contención del gasto y de un aumento muy moderado de los ingresos, según contempla la estrategia fiscal incluida en la Actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2017-2020.

En definitiva, tanto el cierre de 2016 como las buenas perspectivas económicas de 2017 favorecerán la reducción del déficit público. Alcanzar el objetivo parece una misión posible.

Ingresos, gastos y déficit de las Administraciones públicas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IGAE y la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) de 2017-2020.

Previsiones de algunas partidas de ingresos y gastos

Variación anual (%)

	PGE 2017 (millones de euros)	Dato 2016	PGE 2017	Datos hasta marzo de 2017
Ingresos				
Ingresos tributarios	200.963	2,3%	7,9%	5,5%
IRPF	78.027	0,1%	7,7%	2,3%
Impuesto de sociedades	24.399	9,5%	12,6%	2,9%
IVA	67.463	4,2%	7,3%	8,4%
Cotizaciones sociales	110.560	3,0%	6,8%	6,7%
Gastos				
Prestaciones por desempleo *	18.318	-9,6%	-1,7%	-7,5%
Gastos financieros	32.230	1,0%	0,5%	-

Nota: * Dato hasta febrero de 2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Presupuesto General del Estado (PGE) de 2017, de la IGAE y de la Agencia Tributaria.

2. Estas cifras incluyen las ayudas a instituciones financieras.

FOCUS · Diseccionando la mejora de la cuenta corriente

Uno de los principales logros de la economía española en los últimos años ha sido la corrección del desequilibrio exterior. En concreto, la cuenta corriente (CC) pasó de registrar un déficit del 3,9% del PIB en 2010¹ a un superávit del 2,0% en 2016, acumulando una mejora de 1 p. p. anual en promedio. En términos de composición, esta mejora se produjo, principalmente, por una corrección del déficit de la balanza de bienes (contribuyó 0,5 p. p. cada año en promedio a la mejora de la CC), pero también ayudó el aumento sostenido del superávit de la balanza de servicios (0,2 p. p. cada año en promedio) y el menor déficit de rentas (0,3 p. p. cada año en promedio). Es decir, las tres balanzas que componen la CC han mostrado una evolución positiva en los últimos seis años.

Entrando más en el detalle de la balanza comercial, conviene diferenciar entre los bienes energéticos y los no energéticos. Por un lado, la evolución del saldo de bienes energéticos estuvo muy influenciada por la del precio del petróleo debido a que la economía española es altamente dependiente de las importaciones de crudo. Así, mientras que en 2011 y en 2012 el incremento del precio del petróleo aumentó la factura energética, esta se redujo a partir de 2013 gracias a la caída del precio del petróleo. Por otro lado, el saldo de bienes no energéticos fue el principal responsable de la mejora de la CC en el periodo 2010-2013, cuando se aunaron el fuerte dinamismo de las exportaciones, favorecidas por las ganancias competitivas y la debilidad importadora como consecuencia de la caída de la demanda interna. A partir de 2014, a pesar de que las exportaciones de bienes no energéticos se mantuvieron muy dinámicas, el despertar de la demanda interna impulsó las importaciones, de modo que el saldo de bienes no energéticos se mantuvo estable.

La balanza de servicios, de forma similar a la de los bienes no energéticos, muestra dos periodos diferenciados: en los años de crisis económica, entre 2010 y 2013, contribuyó positivamente a la mejora de la CC, mientras que durante la recuperación, entre 2014 y 2016, tuvo una contribución ligeramente negativa ante el resurgir de la demanda interna. Cabe destacar, sin embargo, que el crecimiento de las exportaciones de servicios, tanto los turísticos como los no turísticos, fue muy destacable durante ambos periodos. Por un lado, la evolución del sector turístico español ha sido excepcional, superando el número de entradas de turistas internacionales año tras año, ayudado por las turbulencias geopolíticas en Oriente Medio y del Norte de África pero, sobre todo, por las ganancias de competitividad del sector. No en vano, el Foro Económico Mundial ha situado a España de nuevo en el número uno del *ranking* mundial del índice de competitividad turística. También mostraron una evolución muy positiva los servicios no turísticos, tal y como se explica en el Focus «El

1. Aunque el mayor déficit se registró en 2007 (9,6% del PIB), el análisis se inicia en 2010 para excluir el año 2009, que se caracterizó por el colapso del comercio mundial.

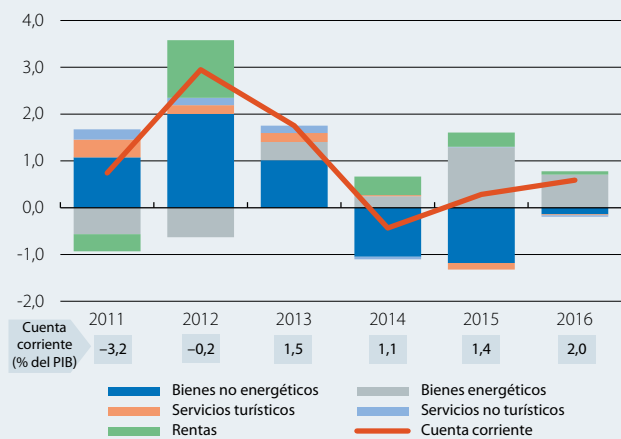
auge de las exportaciones de servicios no turísticos» publicado en el IM04/2016.

Finalmente, el tercer componente de la CC, la balanza de rentas, redujo significativamente su déficit desde 2012, apoyado en la reducción de los tipos de interés y los menores pagos por intereses al exterior que ello conlleva.

Así pues, la mejora de la CC se ha producido gracias a las ganancias de competitividad de la economía española, pero también se ha beneficiado del menor precio del petróleo, los bajos tipos de interés y el desempeño excepcional del sector turístico. Para ilustrar cómo habría evolucionado la CC sin estos factores, calculamos el saldo por CC que resultaría si se excluyen los bienes energéticos, el turismo y las rentas. El segundo gráfico muestra que, en 2016, este saldo se estabilizó alrededor del 1,5% del PIB y que, desde que empezó la crisis, también ha mejorado notablemente.

Contribución a la variación del saldo por cuenta corriente *

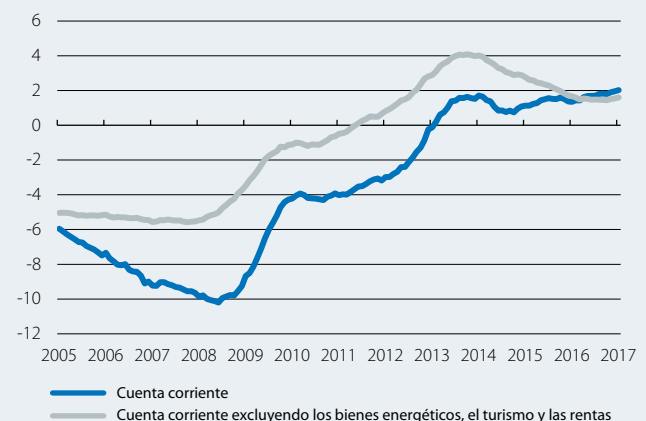
(p. p. del PIB)



Nota: * Contribución de cada componente a la variación anual del saldo por cuenta corriente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del Ministerio de Economía.

Saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



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

FOCUS · La bolsa española frente a la europea: ¿la hora de recuperar el terreno perdido?

¿Se ha revalorizado la bolsa española desde el mínimo alcanzado en el año 2012? Sí, un imponente 70%. Adicionalmente, ¿lo ha hecho mejor que la europea desde entonces? No, en absoluto. Ello puede resultar llamativo a tenor, por ejemplo, del fuerte descenso de la prima de riesgo soberana y de las dinámicas de crecimiento de ambas economías. No en vano, España ha registrado de forma ininterrumpida un diferencial de crecimiento positivo frente a la eurozona desde el 4T 2013.

Un breve repaso de la evolución del PIB en España y la eurozona durante los últimos 10 años ayuda a contextualizar la evolución relativa de los principales índices bursátiles. Concretamente, el descenso del índice bursátil de referencia de la eurozona, el Eurostoxx, fue del 58% entre 2007 y 2013, y el PIB en términos reales retrocedió un 5,5% en el mismo periodo. En España, el desplome bursátil alcanzó el 64% y la factura en términos de PIB fue mucho más onerosa, ya que el retroceso alcanzó el 9,5% (véase el primer gráfico).

Las cifras relativas a la recuperación desde el punto mínimo de la crisis también son ilustrativas. En el ámbito bursátil, a marzo de 2017, la bolsa de la eurozona se situaba un 15% por debajo del máximo precrisis, frente al 40% de la española. En términos de PIB, el de la eurozona era un 3% superior al valor máximo precrisis, mientras que en España las heridas no han cicatrizado por completo y este todavía permanecía un 0,4% por debajo de su respectivo máximo. Por tanto, el rezago relativo de la bolsa española es menos sorprendente cuando se tiene en cuenta la diferente posición en la fase de recuperación de ambas economías.

El elemento clave para explicar la evolución diferencial entre la bolsa española y la europea es la distinta evolución de los beneficios empresariales. En efecto, los beneficios de las compañías cotizadas españolas han evolucionado menos favorablemente que los de las empresas que se encuentran en el Eurostoxx.¹ En este contexto, no sorprende que los inversores hayan adoptado un posicionamiento más cauto sobre la renta variable española.

Hay dos factores que son fundamentales para entender la mejor evolución de los beneficios de las empresas del Eurostoxx frente a los de las empresas cotizadas españolas. El primero, el elevado peso del sector bancario en el mercado bursátil español (37% frente al 12% en la eurozona). En general, los beneficios del sector bancario han evolucionado menos favorablemente que los del conjunto de empresas ya que es un sector que se ha visto muy penalizado por el entorno de bajos tipos de interés. El segundo

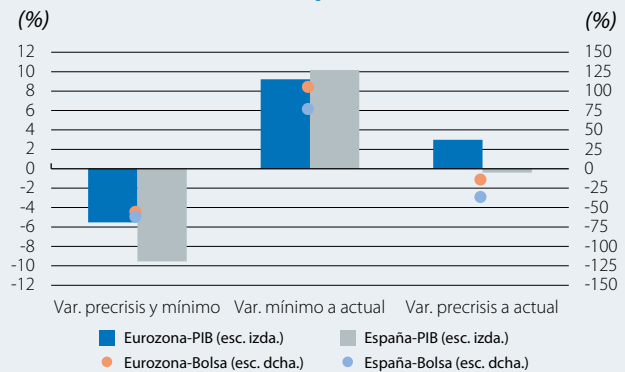
1. El diferencial del crecimiento promedio anual de los beneficios entre las compañías cotizadas de la eurozona y de España desde el año 2012 es de 8 p. p.

factor es la remarcable exposición de las compañías españolas a Latinoamérica. Concretamente, estas obtienen entre el 20% y el 25% de sus ingresos de dicha región, por lo que la fuerte desaceleración económica que ha vivido no ha contribuido positivamente.

En conjunto, si se excluye la mayor exposición de la bolsa española a ambos factores, el rezago entre esta y la europea desde sus respectivos mínimos hasta marzo de 2017 descendería desde el 32% observado hasta el 4%.

En suma, la radiografía de los elementos que explican la evolución relativa de la bolsa española frente a la europea permite dibujar un escenario relativamente optimista, ya que en los próximos trimestres se espera que las condiciones monetarias se empiecen a normalizar y que el crecimiento de los principales países de América Latina adquiera impulso. Además, las perspectivas macroeconómicas siguen siendo muy favorables para la economía española.

Eurozona y España: variación del PIB y de las bolsas durante el periodo 2007-2017 *

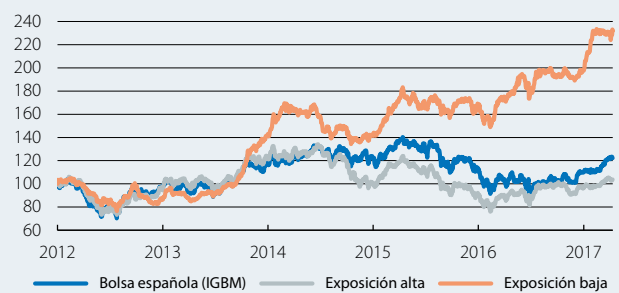


Nota: * Variaciones calculadas sobre las series de PIB anual real. En el caso de las bolsas, para la eurozona se emplea el índice Eurostoxx y para España, el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid).

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

España: índices bursátiles según la exposición a Latinoamérica *

Índice (100 = enero 2012)



Nota: * El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) comprende 120 compañías. El índice «exposición alta» está formado por 15 compañías (no bancarias) del IGBM que obtienen, en promedio, un 40% de sus ingresos de Latinoamérica. El índice «exposición baja» lo forman 15 compañías (no bancarias) del IGBM que obtienen, en promedio, un 1% de sus ingresos de Latinoamérica.

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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Industria									
Consumo de electricidad	1,7	0,1	0,8	0,3	-0,1	4,9	1,3	-2,6	-1,1
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,8	2,7	2,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	-2,8	-3,8	-0,6	0,1	1,7	-0,9	-1,3
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	55,6	54,8	53,9	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	27,5	25,6	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	12,9	14,1	13,3	13,6	15,7	14,1	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	2,0	1,6	1,5	-	...	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	7,5	9,3	10,1	10,3	10,2	9,3	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	54,2	57,7	57,4	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,8	3,8	3,0	-0,9	0,6	1,7	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	10,6	0,1	12,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-3,2	-6,1	-3,2	-2,5	-3,8	-2,2	1,3

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	2,9	3,2
Construcción	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	4,7	5,0	6,2
Servicios	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4	3,4
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	3,9	3,9	4,1
No asalariados	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
TOTAL	3,2	3,0	2,7	3,0	3,3	3,3	3,4	3,5
Población ocupada²	3,0	2,7	2,4	2,7	2,3	-	2,3	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	12,3	14,2	17,4	17,9	13,3	19,5	8,4	18,4
Temporales	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	16,7	5,1	14,4
TOTAL	11,3	7,8	9,8	7,9	7,1	16,9	5,4	14,8
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-12,0	-14,4	-13,2	-12,3	-14,0	-13,7
Resto de edades	-7,2	-8,2	-7,5	-8,6	-9,0	-9,2	-9,3	-9,2
TOTAL	-7,5	-8,6	-7,9	-9,1	-9,4	-9,4	-9,7	-9,6

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
General	-0,5	-0,2	-0,9	-0,2	1,0	3,0	3,0	2,3	2,7
Subyacente	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,1	1,0	0,9	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	2,7	5,4	4,3	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	-13,6	-8,6	1,6	17,5	16,8	11,7	...

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	4,3	1,7	0,2	4,3	-1,1	3,2	17,4	8,3
Importaciones (variación interanual)	3,7	-0,4	-0,7	-0,3	-3,7	3,0	19,0	11,4
Saldo corriente	14,7	21,8	15,5	18,5	20,0	21,8	22,6	23,5
Bienes y servicios	26,2	32,9	26,1	29,3	31,2	32,9	32,8	32,4
Rentas primarias y secundarias	-11,5	-11,1	-10,6	-10,8	-11,2	-11,1	-10,2	-8,9
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	21,7	23,6	21,8	24,0	24,3	23,6	25,1	25,7

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	-5,1	-4,5	-0,7	-3,0	-2,8	-4,5	-	-
Administración central	-2,6	-2,7	-0,8	-1,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,0
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,1	-0,6	-0,1	-0,8	-0,1	-0,1
Corporaciones locales	0,5	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	-	-
Seguridad Social	-1,2	-1,6	0,2	-0,6	-0,6	-1,6	0,1	0,1
Deuda pública (% PIB)	99,8	99,4	101,2	101,1	100,4	99,4	-	-

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	Saldo 02/17 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-3,9	-2,6	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-1,5	-1,3	1.634,9
Empresas no financieras	-4,0	-2,8	-3,4	-3,2	-2,2	-2,2	-1,4	-1,0	914,2
Hogares ³	-3,6	-2,3	-3,0	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7	-1,7	720,7
Administraciones públicas ⁴	4,0	3,9	3,5	4,2	4,6	3,1	3,9	3,2	1.100,3
TOTAL	-1,0	-0,1	-0,6	-0,2	0,5	-0,1	0,6	0,5	2.735,2
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-1,0	-1,4	1.152,3
A la vista	18,5	16,6	16,2	16,0	16,4	17,8	17,3	18,6	444,6
De ahorro	12,9	12,4	13,4	12,1	11,5	12,5	13,9	14,9	279,6
A plazo	-15,3	-17,2	-15,4	-16,4	-17,4	-19,7	-23,0	-25,1	406,8
En moneda extranjera	5,6	-1,1	-4,0	1,6	-1,9	0,1	-1,5	-7,4	21,3
Resto del pasivo ⁵	-13,0	-15,7	-16,7	-16,3	-11,3	-18,6	-18,9	-13,4	84,0
TOTAL	-2,2	-1,6	-1,9	-1,7	-1,2	-1,6	-2,4	-2,2	1.236,3
Tasa de morosidad (%)⁶	10,1	9,1	10,0	9,4	9,2	9,1	9,2	9,1	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,9	58,9	59,0	58,7	59,3	58,9	58,9	58,9	-

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.

EDUCACIÓN: MÁS IMPRESCINDIBLE QUE NUNCA

Educación y crecimiento económico

En 1900, España y Finlandia eran dos países muy parecidos: subdesarrollados, agrarios, con un nivel de alfabetización muy bajo (apenas el 40% de la población) y una renta per cápita similar. 50 años después, la renta per cápita en Finlandia duplicaba a la española, se había erradicado el analfabetismo y la educación secundaria empezaba a extenderse a todos los estratos sociales del país. Mientras, en España, el analfabetismo todavía era generalizado, y la educación secundaria era una rareza entre los ciudadanos. Casi 70 años después, y a pesar del enorme desarrollo económico de España y de las mejoras en el ámbito educativo, la renta per cápita en Finlandia es todavía superior a la española. También lo es su nivel educativo. ¿Fueron las mejoras educativas en Finlandia la clave de su éxito? En parte, seguro que sí.

La educación afecta al crecimiento económico de manera directa, en la medida en que es un elemento clave en la mejora del capital humano. Vayamos por partes. Distintos factores determinan la capacidad productiva de una economía. Entre ellos, el capital físico, la tecnología y el número de trabajadores, así como su calidad. Y dicha calidad está determinada, en gran medida, por lo que se conoce como capital humano (el *stock* de conocimientos, habilidades y hábitos). De este modo, un incremento en el nivel educativo de los trabajadores mejora su capital humano, lo que aumenta la productividad de dichos trabajadores y se traduce en un incremento del *output* de la economía.

Numerosos estudios en el campo de la economía laboral han tratado de medir la relación entre la educación y la productividad del trabajador arriba descrita, lo que se conoce como el retorno privado a la educación. Y los resultados han sido ampliamente positivos. La ecuación desarrollada por Jacob Mincer en 1974, conocida como Ecuación de Mincer, es la precursora de todos estos estudios. Esta relaciona el salario de los trabajadores (entendido como una manera de medir su productividad) con los años de escolarización y su experiencia en el mercado laboral.¹ Sin embargo, no se le escapará al lector que aproximar la educación de un trabajador con los años de escolarización es muy imperfecto, pues considera que un año extra de educación primaria tiene el mismo efecto sobre la productividad del trabajador que un año extra de educación universitaria, por ejemplo. Asimismo, no considera la distinta calidad que puede existir en la educación recibida, lo cual es especialmente relevante en los análisis que se realizan con datos de distintos países. En este sentido, algunos estudios distinguen entre educación primaria, secundaria y terciaria, y añaden controles de calidad, como los resultados en algunos de los test que se llevan a cabo a nivel internacional.

Otro problema más sustantivo, y por ello más difícil de resolver, es si estos estudios están realmente midiendo el efecto de la educación sobre la productividad o el producto del talento. A modo ilustrativo, si aquellos individuos con mayor talento son los que más se educan, el efecto estimado de la educación sobre la productividad estaría capturando, en buena parte, este mayor talento y no el mayor nivel educativo. Con la finalidad de evitar este problema (por omisión de variables, en palabras técnicas), algunos artículos han intentado identificar experimentos naturales. Uno de los más curiosos es el que se realiza con gemelos idénticos que poseen distintos años de escolarización. Este tipo de gemelos tiene la misma carga genética y suelen tener el mismo entorno familiar, por lo que habilidades y hábitos deberían ser muy parecidos. Pues bien, estos estudios encuentran que un año más de escolarización se traduce en un aumento del salario, y por tanto de la productividad, de entre un 6% y un 10%.²

Además del efecto directo de la educación sobre la productividad del propio trabajador, numerosos economistas también apuntan a la existencia de importantes externalidades de la educación sobre el crecimiento, muy por encima de los retornos privados. Paul Romer, por ejemplo, sugiere que las sociedades con un elevado número de trabajadores altamente cualificados generan más ideas y, en consecuencia, crecen más. En un trabajo más reciente, Aghion *et al.* presentan un modelo teórico y cierta evidencia empírica que muestra que las economías más avanzadas se benefician de los trabajadores que poseen educación universitaria, pues esta promueve la innovación tecnológica, lo cual hace más productivos tanto al capital físico como al conjunto de la fuerza laboral. Por otro lado, las economías en desarrollo se benefician de la población que tiene educación primaria y secundaria, porque les permite imitar las tecnologías desarrolladas en los países más ricos, aumentando con ello también la productividad de su capital físico y de su fuerza laboral.³

1. Véase Mincer, Jacob (1974), «Schooling, Experience, and Earnings», NBER Book. Por otro lado, aunque el salario refleja en buena medida la productividad del trabajador, existen otros elementos que pueden afectarlo, como las leyes, el papel de los sindicatos, etc.

2. Véase Card, D. (1999), «The causal effect of education on earnings», Handbook of Labor Economics 3: 1801-1863, para un resumen de la literatura empírica. En este resumen, además, David Card comenta el uso de la variable de proximidad geográfica de los individuos a la universidad como una buena *proxy* del nivel educativo libre del talento de los individuos.

3. Véase Romer, P. M. (1990), «Human Capital and Growth: Theory and Evidence», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 32. Y Aghion, P. *et al.* (2009), «The Causal Impact of Education on Economic Growth: Evidence from U.S.», Brookings Paper.

Sin duda, la existencia de estas externalidades, o retornos sociales, y su cuantificación son importantes para el diseño de las políticas educativas pues, de ser muy relevantes, podría darse una situación de subinversión en educación. El motivo es que, en gran medida, los individuos suelen decidir el nivel de formación educativa que quieren alcanzar en función de los retornos privados que esperan percibir y no tienen en cuenta el retorno social. Así, un retorno social significativo justificaría una política de incentivos a una mayor inversión en educación.

No obstante, los estudios que se centran en cuantificar los efectos de la educación sobre el crecimiento económico y que, por tanto, intentan capturar tanto el retorno privado como las externalidades, también se enfrentan a varias complicaciones. Como los estudios centrados en los retornos privados, deben medir con precisión la variable educación, distinguiendo entre distintos niveles educativos y controlando a través de la calidad. Asimismo, deben hacer frente a un problema de causalidad inversa, puesto que: ¿son los países que más invierten en educación los que más crecen y alcanzan niveles de renta mayores? o, por el contrario, ¿tienden los países con mayores niveles de renta a invertir más en educación? Seguramente ambas relaciones son ciertas, pero en este caso nos interesa conocer la magnitud de la primera de estas relaciones, ya que será la que determinará las políticas educativas óptimas.

Con la finalidad de identificar la relación de interés, algunos estudios hacen uso de lo que se denominan variables instrumentales. Esto es, buscan acontecimientos que estén relacionados con el cambio en el nivel educativo en un determinado país o región, pero que sea independiente de las tasas de crecimiento en las que dicha región está inmersa. Una misión en muchos casos casi imposible. Cambios en las leyes de obligatoriedad educativa o nombramientos de políticos en comités legislativos que determinan inversiones educativas en los estados de EE. UU. son algunos de los acontecimientos que se han considerado. Sin embargo, en estos casos, los resultados de los distintos estudios empíricos no dan una respuesta concluyente: algunos encuentran unos retornos sociales claramente superiores a los privados, mientras que otros encuentran retornos de la misma magnitud.⁴

Por último, existen otro tipo de externalidades derivadas de la educación. Entre ellas destaca el fomento de la democracia. Una ciudadanía con un mayor nivel educativo tiende a contar con un mayor asociacionismo y una participación más importante de la sociedad civil en la toma de las decisiones colectivas, movimientos, todos ellos, con un carácter marcadamente democrático. Así, un mayor nivel educativo suele promover la defensa y el fortalecimiento de los sistemas democráticos.⁵

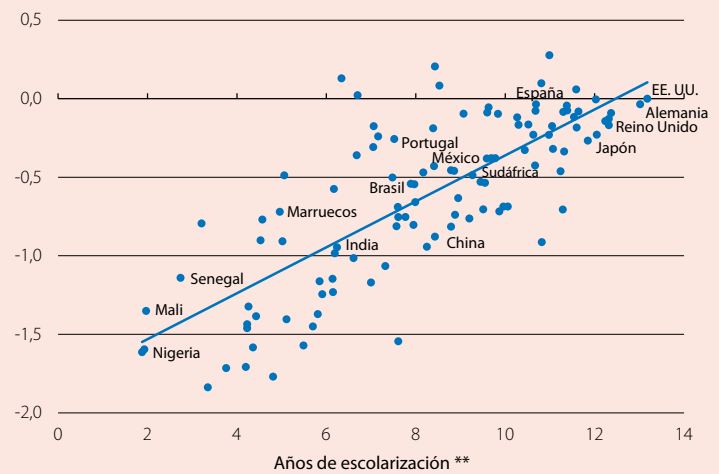
Pero más allá de la relevancia de la educación en el crecimiento económico y en el fomento de la democracia, en palabras de las Naciones Unidas: «la educación es un derecho fundamental, esencial para poder ejercitar todos los demás derechos».

Clàudia Canals

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

Crecimiento y educación: relación entre productividad y formación

PIB por trabajador (diferencia respecto a EE. UU.) *



Notas: * Logaritmo del PIB por trabajador en un determinado país menos el logaritmo por trabajador en EE. UU. (año 2010). ** Promedio de los años de escolarización en el total de la población (año 2010). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial y de Barro-Lee (2016).

4. Acemoglu, D. y Joshua, A. (2000), «How Large Are Human-Capital Externalities? Evidence from Compulsory-Schooling Laws», NBER macroeconomics annual 15: 9-59, muestran un retorno social pequeño. Y Moretti, E. (2004), «Estimating the social return to higher education: evidence from longitudinal and repeated cross-sectional data», Journal of Econometrics 121, 1: 175-212, un retorno social claramente superior.

5. Véase Glaeser, E. L., Ponzetto, G. y Shleifer, A. (2007), «Why Does Democracy Need Education?», Journal of Economic Growth 12.2: 77-99.

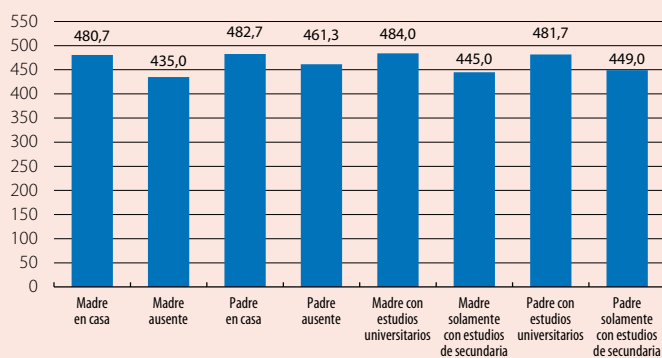
Los pilares de la educación: una visión moderna

En estos precisos momentos, muchas personas nacidas en la segunda mitad del siglo XX se enfrentan al enorme reto que supone educar a sus hijos. La responsabilidad es mayúscula ya que la educación marcará, en buena medida, las vidas de sus vástagos. Y es que según los prestigiosos economistas James Heckman y Flavio Cunha, al menos el 50% de los salarios de las personas viene explicado por cualidades y características que se determinan antes de los 18 años.¹ Una manera ilustrativa de visualizar la importancia de la educación es imaginar el proceso educativo como un libro en blanco que poco a poco se va llenando con los conocimientos, habilidades y enseñanzas que los individuos aprenden a lo largo de la vida. Siguiendo con la comparación, en este artículo se estudiarán cuáles son los elementos clave para que el libro tenga una buena prosa y sea de buen leer en los primeros capítulos, o lo que es lo mismo, que la educación sea de calidad entre el nacimiento y el inicio de la vida adulta.

La educación recibida está claramente muy condicionada por las personas que rodean al individuo, lo que se puede denominar «el entorno»: tal y como dice un sabio proverbio africano, «para educar a un niño hace falta la tribu entera». Las tres patas que conforman dicho entorno son la familia, los profesores y los compañeros.

Educación y la situación familiar: la importancia de los progenitores

(Puntuación media agregada en las pruebas PISA)



Nota: Los resultados del test PISA corresponden a 2012, ya que es cuando se preguntó a los alumnos por su situación familiar. La puntuación va de 0 a 600 puntos y corresponde al promedio de las notas en las pruebas de ciencia, comprensión lectora y matemáticas para el conjunto de países que participaban en el test.

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

que actualmente existe una extensa literatura que pone en solfa los límites de las pruebas PISA. Y es que los resultados académicos de los adolescentes solamente explican, a lo sumo, un 17% de la variabilidad de los ingresos futuros.³ En cualquier caso, el buen hacer de los padres es determinante para ambos tipos de habilidades, tal y como acreditan Heckman y Cunha en una serie de artículos donde constatan la importancia de los padres para que los hijos no caigan en conductas de riesgo.⁴ Para el desarrollo de las habilidades cognitivas, es clave que los padres dediquen tiempo a sus hijos y potencien actividades con un alto valor educativo como contarles cuentos, conversar con ellos constantemente o implicarles en las tareas domésticas. Un factor alentador para aquellos padres con baja formación educativa es que dedicar más tiempo a los hijos tiene un impacto positivo de una magnitud comparable a que los padres tengan más estudios. En cambio, para estimular las habilidades no cognitivas lo que realmente influye es la forma de criar a los hijos, en particular, inculcarles disciplina de forma efectiva (aunque no severa) y el afecto materno. Relacionado con esta última observación, es incuestionable que las decisiones de las madres tienen importantes repercusiones a largo plazo. Así, por ejemplo, en un influyente artículo, los economistas Carneiro, Loken y Salvanes estudian una reforma laboral en Noruega en los años setenta que ampliaba el permiso de maternidad y muestran que los hijos de las madres beneficiadas por la reforma disfrutaban de un salario medio un 8% mayor a los 30 años.⁵

Una posible razón que subyace en la importancia de los padres es el particular peso que tiene la educación en los primeros años de vida, etapa en la que los hijos pasan mucho tiempo con sus progenitores. En efecto, está demostrado que la brecha en el

Si nos centramos en la primera pata, existe un amplio consenso en la comunidad educativa y académica en torno a la trascendencia de la familia en la educación de los hijos. Y para muestra, un botón: según un artículo de los economistas Björklund y Salvanes, entre un 40% y un 60% de los resultados académicos de los alumnos viene explicado por las características de la familia.² Otro ejemplo proviene de las pruebas PISA, unos exámenes estandarizados a nivel global que realizan los alumnos de 15 años: los alumnos que viven con sus madres o cuyas madres tienen estudios universitarios obtienen una nota mucho más alta (ello también se observa para los padres aunque la diferencia no es tan grande).

Llegados a este punto, hay que clarificar que los progenitores inciden no solamente sobre el desarrollo de las llamadas habilidades cognitivas sino también sobre todo lo que concierne a las habilidades no cognitivas, léase, la perseverancia, la sociabilidad, la paciencia o la empatía. La distinción es relevante ya

1. Véase Cunha, F. y Heckman, J. (2008), «A New Framework for the Analysis of Inequality», *Macroeconomics Dynamics*.

2. Véase Björklund, A. y Salvanes, K. (2011), «Education and Family Background: Mechanisms and Policies», *Handbook of the Economics of Education*.

3. Véase Heckman, J. y Kautz, T. (2012), «Hard evidence on soft skills», *Labour Economics*.

4. Véase, por ejemplo, Cunha, F. y Heckman, J. (2007), «The technology of skill formation», *American Economic Review*.

5. Véase Carneiro, P., Loken, K. y Salvanes, K. (2015), «A Flying Start? Maternity Leave Benefits and Long Run Outcomes of Children», *Journal of Political Economy*.

desarrollo de las habilidades cognitivas y no cognitivas se produce en los primeros años y que, *a posteriori*, dicha brecha resulta muy difícil de reducir.

Si analizamos la situación en España, salta a la vista que esta es manifiestamente mejorable. Así, según un estudio sociológico realizado en 2015,⁶ el 63% de los niños de entre 6 y 9 años querían pasar más tiempo con sus padres. Por otro lado, apenas el 35% de las familias leen con sus hijos. Una mejora de las políticas de conciliación laboral facilitaría, sin duda, que muchos progenitores pudieran pasar más tiempo con sus hijos.

Una vez analizado el peso de la familia, es momento de centrarse en la segunda pata del entorno, o sea, los profesores. Estos son también un pilar básico. En EE. UU., por ejemplo, cada niño ganará 36.000 euros adicionales en ingresos futuros si su docente es de alta calidad.⁷ En los primeros años de vida, los profesores pueden tener un papel decisivo especialmente para hijos de familias desestructuradas. Un ejemplo es el indudable éxito que tuvo en EE. UU. durante los años setenta el programa educativo Perry Preschool,⁸ que se dirigía a niños afroamericanos de entre 3 y 4 años en riesgo de exclusión social: estos chicos tuvieron una vida adulta mucho más exitosa que chicos en situación similar que no participaron en dicho programa. Dicho esto, los profesores son unos *influencers* poderosos pero el reto al que se enfrentan las escuelas es cómo seleccionar a los mejores profesionales, problema complejo, habida cuenta de que no es sencillo obtener una buena métrica que mida el rendimiento de los profesores. Una posible vía, adoptada por países con sistemas educativos loados en todo el mundo como Singapur, Corea del Sur o Finlandia, es reclutar el 100% del profesorado entre el tercio superior de los estudiantes y conferir a esta profesión un gran prestigio social. Asimismo, otro debate clave es si un buen profesor nace o se hace. La literatura académica puede arrojar algo de luz al respecto ya que existen estudios que relacionan los buenos profesores con la experiencia adquirida. Ello sugiere que los profesores bisoños pueden mejorar sus prestaciones si colaboran con profesores más curtidos.⁹ Por último, si un país quiere tener buenos profesores, es fundamental que estos prosigan formándose a lo largo de su vida profesional para adaptarse a los cambios socioeconómicos y tecnológicos de la sociedad. La formación continua de los profesores es, precisamente, otra tarea pendiente en España: según la OCDE solamente el 50% de los maestros participan en cursos de formación y el 97% consideran que ya están suficientemente formados.

Finalmente, la incidencia que tienen los compañeros y amigos es un campo de estudio donde no existe una evidencia tan concluyente como en el caso de la familia y los profesores. Esta es un área que merecería ser estudiada en más profundidad ya que, entre otras cosas, ello ayudaría a dilucidar si es mejor separar a los alumnos por habilidades o si resulta más deseable que la composición de las clases sea heterogénea. Con todo, sí que está demostrado que, en el ámbito de la educación superior, aquellos alumnos estadounidenses a los que en el sorteo de las residencias universitarias les toca convivir con estudiantes que poseen videoconsolas dedican menos tiempo al estudio y obtienen peores notas.¹⁰

En definitiva, en este artículo hemos identificado a la familia y a los docentes como los pilares fundamentales de la educación. Una enseñanza que se puede extraer es la importancia del entorno ya que la educación es una responsabilidad de todos y no solo de los docentes; al fin y al cabo, tal y como diría Einstein, «la educación es lo que queda después de olvidar lo que se ha aprendido en la escuela».

Javier Garcia-Arenas

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

6. El estudio en cuestión es el Estudio TriNa de la Diversión en familia realizado en 2015.

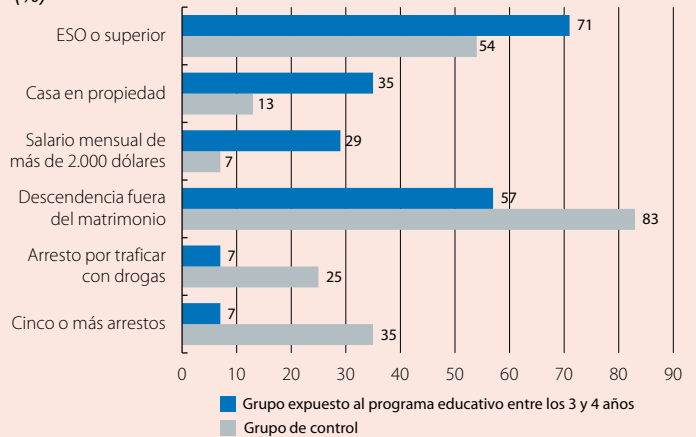
7. Véase Chetty, R., Friedman, J. y Rockoff, J. (2014), «Measuring the Impacts of Teachers: Teacher Value-Added and Student Outcomes in Adulthood», *American Economic Review*.

8. Este programa educativo se basaba en el concepto de aprendizaje participativo activo, lo que significa que los estudiantes elegían con la ayuda de los educadores qué aprender y tenían la oportunidad de escoger con qué materiales, ideas y personas interactuar.

9. Véase Jackson, K., Rockoff, J. y Staiger, D. (2014), «Teacher Effects and Teacher-Related Policies», *Annual Review of Economics*.

10. Véase Stinebrickner, R. y Stinebrickner, T. (2008), «The Causal Effect of Studying on Academic Performance», *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*.

Impacto a los 27 años del proyecto Perry Preschool* (%)



Nota: * El proyecto Perry Preschool es un programa educativo dirigido a niños afroamericanos en riesgo de exclusión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la HighScope Educational Research Foundation.

Más allá del título: el reto de seguir formándose a lo largo de la vida laboral

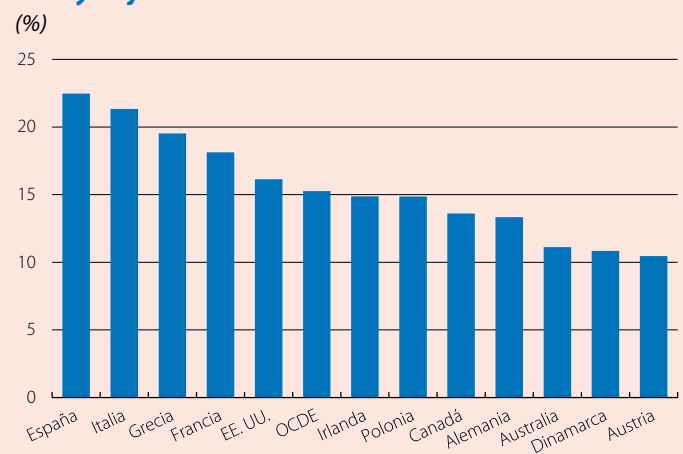
En pleno ajetreo diario, encontrar tiempo para la formación no resulta una tarea fácil. Sin embargo, la formación continuada de los trabajadores ocupa un papel muy relevante, tanto para potenciar el desarrollo de nuevas habilidades ante un entorno de constante evolución tecnológica como para evitar la depreciación de los conocimientos en un contexto de alargamiento de la vida laboral. En este artículo invitamos al lector a conocer los principales factores que determinan la formación en la edad adulta.

La formación a lo largo de la vida laboral, tanto para las personas empleadas como para las personas desempleadas, genera una serie de beneficios. La vasta literatura existente¹ concluye que la formación en el entorno empresarial aumenta la productividad de los trabajadores a través de mejoras en el rendimiento, la motivación y la calidad del trabajo. Estas mejoras en productividad se trasladan a su vez en mayores beneficios para la empresa y mayores salarios para los trabajadores.² En cuanto a la formación a personas desempleadas, la evidencia empírica sugiere que los programas de formación bien diseñados mejoran la probabilidad de encontrar trabajo, sobre todo a medio plazo. Sin embargo, son varios los estudios que subrayan que las políticas activas destinadas a proveer ayuda en la búsqueda de trabajo tienden a ser más efectivas que las destinadas a la formación a personas desempleadas.³

Naturalmente, no todo lo relacionado con la formación son beneficios, sino que existen costes asociados, tanto en términos de tiempo como de dinero. Su magnitud, comparada con la de los beneficios, determina la viabilidad de la inversión en formación en cada caso. En este sentido, resulta relevante señalar que el gasto en formación de los trabajadores no se considera inversión en la normativa contable de las empresas, por lo que las empresas deben tratarlo como un gasto en sus cuentas, sin posibilidad de amortización. En consecuencia, las empresas tienen mayores incentivos a invertir en formación que tenga un efecto inmediato en la empresa, de manera que el impacto en los beneficios empresariales sea el mínimo. Este suele ser el caso de la formación específica de los trabajadores. En cambio, la formación más versátil (en nuevas tecnologías, por ejemplo), si bien puede no tener beneficios tan tangibles para la empresa a corto plazo, suele tener efectos muy positivos para la empleabilidad del trabajador y la sociedad en su conjunto, además de para la propia empresa, véase el artículo «Enseñar a aprender: la educación ante el cambio tecnológico» en este mismo *Informe Mensual* para más detalle.

A pesar de la extensa evidencia sobre los beneficios asociados a la formación continua a lo largo de la vida laboral, el porcentaje de trabajadores en España que recibe formación por parte de la empresa es inferior al promedio de la UE-28 (32% frente al 37%).⁴ Las menores tasas de participación en actividades de formación en España también coinciden, lamentablemente, con un peor nivel de competencias en la población adulta. De hecho, el 17% de los adultos en España no tiene experiencia con un ordenador, mientras que ese porcentaje queda reducido al 10% para el promedio de países de la OCDE. De igual modo, el lector quizá se sorprenda al descubrir que uno de cada tres adultos tiene un nivel de competencias en matemáticas y comprensión lectora bajo, o muy bajo, en España (frente a uno de cada cuatro en el promedio de la OCDE), según el Programa Internacional para la Evalua-

Población adulta con un nivel de competencias en matemáticas y comprensión lectora bajo o muy bajo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (PIACC 2015).

1. Véase, por ejemplo, Tharenou, P., Saks, Alan M. y Moore, C. (2007), «A review and critique of research on training and organizational-level outcomes», *Human Resource Management Review* 17, 251-273.

2. En un metaanálisis publicado en 2011 se concluye que la participación en programas de formación continua incrementa el salario una media de un 2,6%. Véase Haelermans, C. y Borghans, L. (2011), «Wage Effects of On-the-Job Training: A Meta-Analysis». Sin embargo, cabe reconocer que los resultados empíricos muestran una gran variabilidad, por lo que una buena selección de los cursos de formación resulta clave para obtener buenos resultados.

3. Véase Card, D., Kluve, J. y Weber, A. (2010), «Active Labor Market Policy Evaluations: A Meta-Analysis», NBER Working Paper. Y Kluve, J. (2006), «The Effectiveness of European Active Labor Market Policy», IZA Working Paper. Para más detalle, véase el Dossier «Políticas para activar el mercado laboral» del IM09/2015.

4. Datos de 2015 basados en el porcentaje de trabajadores que recibieron formación por parte de la empresa durante los últimos 12 meses. Véase Eurofound (2016), «Sixth European Working Conditions Survey», Overview Report.

ción de las Competencias de la Población Adulta (PIACC 2015).⁵ Uno podría pensar que estos peores datos reflejan un efecto composición (si España tiene una población con más personas de bajo nivel educativo, sería normal pensar que registre peor nivel de competencias que los países con un promedio de población con mayor nivel educativo). Sin embargo, el nivel de competencias en España es más bajo que el de nuestros homólogos europeos en todos los niveles educativos, incluso para los superiores, lo que sugiere que las carencias en formación en España no se limitan solo a la formación en la edad adulta (véase el artículo «Los pilares de la educación: una visión moderna» de este mismo Dossier para más detalle sobre la educación en la edad escolar). Con el fin de arrojar un poco de luz sobre la diferencia entre el nivel de formación recibido por los trabajadores en España y en el promedio de los países desarrollados, resulta útil entender cuáles son los principales factores que incentivan la formación de los trabajadores.

La literatura existente subraya diferentes aspectos que afectan positivamente a la formación provista por la empresa: el tamaño empresarial, la actividad innovadora, el grado de estabilidad de la relación laboral entre empresa y trabajador, la exposición internacional y el nivel educativo de la fuerza de trabajo.⁶ De entre todos estos aspectos, conviene señalar dos que podrían estar jugando un papel destacado en España: el tamaño de la empresa y el grado de estabilidad de la relación laboral entre empresa y trabajador.

En primer lugar, la evidencia disponible apunta a que las empresas de mayor tamaño tienden a proveer más formación por el hecho de beneficiarse de costes fijos menores y tener menos dificultad en reemplazar a los trabajadores que se ausentan de manera temporal para asistir a la formación. En este sentido, el reducido tamaño empresarial observado en España, en comparación con los países de la UE, podría explicar, al menos parcialmente, el menor nivel de formación que reciben los trabajadores.⁷

Por otro lado, la relación laboral entre empresa y trabajador también puede afectar a la cantidad de formación que se realiza. En este sentido, cuanto mayor sea el tiempo que se espera que el trabajador permanezca en la empresa, mayores incentivos tendrán tanto la empresa como el trabajador para invertir en formación, dado que se podrá rentabilizar la inversión durante un periodo de tiempo más prolongado. Ante este hecho, el alto nivel de temporalidad existente en España (25%), muy por encima del promedio de la OCDE (11,4%), representa un claro freno a la formación.

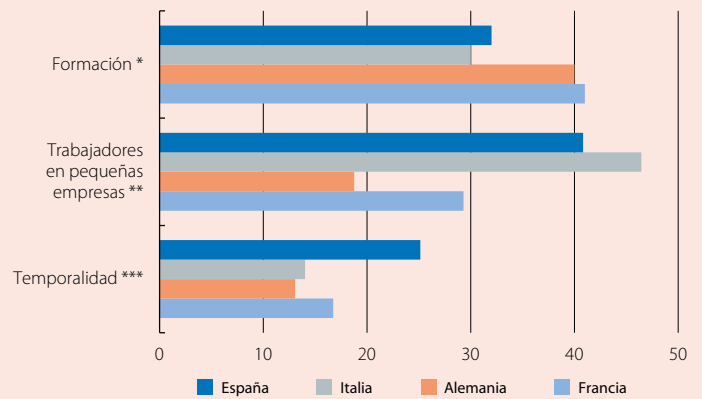
En consecuencia, los beneficios de la formación continua sobre la productividad de los trabajadores añaden razones adicionales a los argumentos convencionales en favor del aumento del tamaño empresarial y de la reducción de la temporalidad laboral existente en España. Dos retos que no deberían perderse de vista.

Anna Campos

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

Formación, tamaño empresarial y temporalidad

(% sobre el total de trabajadores)



Notas: * Porcentaje de trabajadores que recibieron formación pagada por su empleador en los últimos 12 meses.

** Porcentaje de trabajadores en pequeñas empresas (entre 1 y 9 empleados).

*** Porcentaje de trabajadores con contrato temporal. Datos de 2015.

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

5. Véase OCDE (2015), Survey of Adult Skills (PIAAC).

6. Véase Bassanini, A. et al. (2005), «Workplace Training in Europe», IZA Discussion Papers.

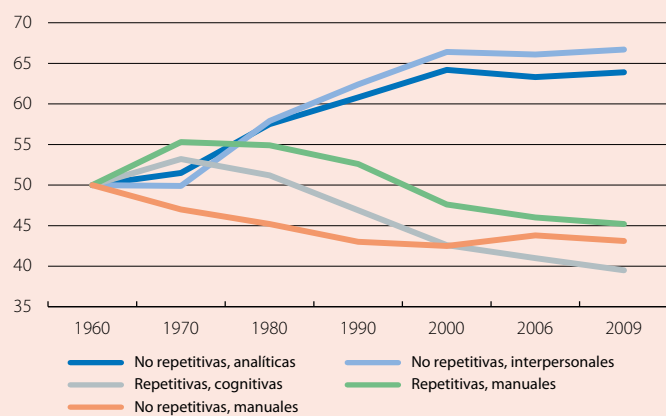
7. En España, el 73% de las personas que trabajan en empresas lo hacen en pequeñas y medianas empresas, mientras que en la UE-28 este porcentaje se reduce al 67% (datos de 2015, OCDE). En particular, España es el cuarto país de la UE con más porcentaje de empleados en empresas de menos de 10 trabajadores (40,8%, 10 p. p. superior al promedio de la UE-28, según datos de Eurostat de 2012).

Enseñar a aprender: la educación ante el cambio tecnológico

Puede que el término «revolución industrial» nos traiga a la memoria la máquina de vapor y los telares del siglo XVIII o, si hablamos de «revolución tecnológica», un mundo futurista de coches voladores, pero no hace falta mirar tan lejos. En los últimos 50 años, nuestras economías se han transformado profundamente, pasando de estar preeminentemente basadas en la producción de manufacturas a convertirse en economías terciarias, donde priman el sector servicios y la producción y el consumo de conocimiento. Este proceso, llamado Tercera Revolución Industrial por el papel que ha jugado la tecnología digital, ha ido precedido y acompañado de un fuerte desarrollo del sector educativo: por ejemplo, en EE. UU., el porcentaje de adultos con educación secundaria y/o terciaria ha pasado de alrededor del 25% a principios de 1940 a superar el 80% en la actualidad. Y es que la educación está íntimamente ligada al cambio tecnológico: no solo forma a los inventores del presente y el futuro, sino que dota al conjunto de la población de las herramientas necesarias para adaptarse a las nuevas tecnologías y sacarles el máximo potencial. Así, subidos a las espaldas de la tecnología digital, puede que ya nos encontremos al borde de la Cuarta Revolución Industrial, basada en la inteligencia artificial. Al igual que en las anteriores, estas nuevas oleadas tecnológicas repercutirán sobre las funciones de la educación. Veamos cómo.

Tipos de tareas desarrolladas por los trabajadores en EE. UU.

Índice (50 = 1960)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Autor y Price (2013), «The Changing Task Composition of the US Labor Market: An Update of Autor, Levy, and Murnane (2003)».

de los EE. UU. y cómo han evolucionado a lo largo del tiempo.¹ Como muestra el primer gráfico, el mercado laboral ha ido abandonando las actividades manuales y repetitivas y ha abrazado aquellas actividades que requieren habilidades analíticas e interpersonales. Estos patrones están exacerbados por las mejoras en automatización, que pueden dar lugar a la ya mencionada Cuarta Revolución Industrial. Como analizamos en el artículo «¿Llegará la Cuarta Revolución Industrial a España?» del Dossier del IM02/2016, los avances tecnológicos en inteligencia artificial y en las capacidades sensoriales tienen el potencial de automatizar más tareas y redibujar el mapa de ocupaciones, dando un mayor peso a las profesiones que sean exigentes en términos de inteligencia emocional y creativa: las habilidades que ya hemos apuntado como prioridades para el sistema educativo.

Un segundo elemento fundamental de la revolución digital es que, gracias a la expansión de internet y las redes sociales, nos permite comunicarnos e interactuar con un número de personas muy extenso. El hecho de que podamos hacerlo a bajo coste es uno de los factores detrás del crecimiento de la llamada *gig economy*,² que consiste en un aumento de las relaciones laborales con trabajadores por cuenta propia, como los periodistas *freelance*, y de las relaciones laborales vehiculadas por internet (por ejemplo, a través de Uber o Airbnb). De este modo, la formación digital es clave para todo trabajador porque internet se convierte en la puerta de entrada a un nuevo mercado laboral. Además, también hay que tener en cuenta que la emergencia de la *gig economy* puede provocar relaciones laborales menos estables y más diversificadas,³ con lo que es necesaria una formación continuada a

Un primer cambio fundamental que conlleva la tecnología digital es que ahora tenemos la capacidad de almacenar y acceder a un volumen de información prácticamente infinito, con lo que es imposible concebir la educación como un simple proceso de transmisión de información. Frente al énfasis tradicional en la memorización, en una era digital y de rápida evolución tecnológica la educación debe enseñar a aprender. Aunque el conocimiento está al alcance de un clic con el ratón del ordenador, llegar hasta él es menos fácil de lo que parece: requiere habilidades como la capacidad de identificar la información relevante, interpretarla, procesarla y, lo que es cada vez más importante, comunicarla. Así, son fundamentales el pensamiento crítico, la capacidad de resolución de problemas, la creatividad y la innovación, la cooperación, la capacidad de hacerse preguntas y las habilidades comunicativas. De hecho, la importancia de estas habilidades ya hace tiempo que se viene reflejando en la demanda de trabajo. Autor y Price analizan qué tipo de tareas componen el mercado laboral

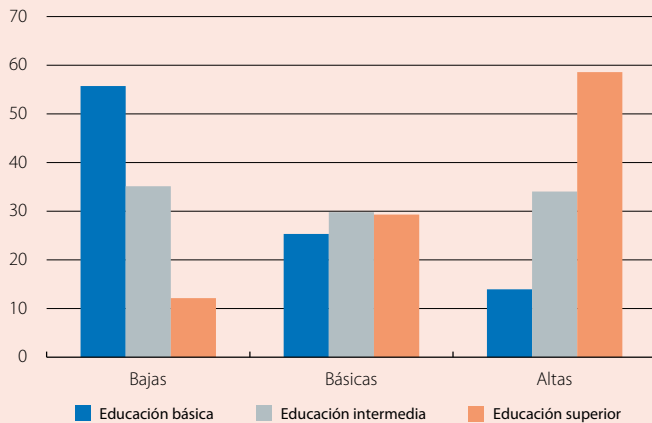
1. Autor, D. y Price, B. (2013), «The Changing Task Composition of the US Labor Market: An Update of Autor, Levy, and Murnane (2003)», MIT Worker Paper.

2. Véase Katz, F. y Krueger, A. B. (2016), «The Rise and Nature of Alternative Work Arrangements in the United States», NBER Working Paper. En el lenguaje de los economistas, la organización de trabajadores en empresas se explica por la existencia de costes de transacción. Internet y las redes sociales reducen estos costes y, así, inducen a la aparición de relaciones laborales alternativas.

3. Es decir, que un mismo empleado trabajará para más empleadores.

Habilidades digitales de las personas entre los 25 y 54 años en España (2016)

(% del total de individuos entre 25 y 54 años)



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

consecuencias de no alcanzar un buen nivel educativo en los años de juventud. Por ejemplo, el segundo gráfico, con datos para España, muestra que existe una brecha importante entre las habilidades digitales de los trabajadores adultos con educación superior y las de los trabajadores con educación básica.

Un factor obvio es que las tecnologías digitales han pasado a formar parte de nuestro día a día, por lo que requieren que todos tengamos al menos un dominio básico de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) y que formemos a especialistas que nutran al sector. Claramente, este es uno de los beneficios directos de incorporar las tecnologías digitales como parte de las herramientas de la educación. Pero más allá de este beneficio directo, existe una discusión sobre si el uso de las TIC en las aulas puede representar una mejora general en el proceso de aprendizaje. Por ejemplo, la distribución de los contenidos educativos en vídeos y aplicaciones informáticas permite un aprendizaje más a medida de cada estudiante y que el maestro, con un menor rol en la transmisión de información, dedique más tiempo a la atención individualizada de cada alumno. Además, el aprendizaje es un proceso social (la evidencia empírica muestra que la adquisición de conocimientos es más efectiva cuando se deriva de interacciones sociales), por lo que la naturaleza interactiva de las TIC puede ser especialmente útil al aumentar el número de relaciones sociales posibles (por ejemplo, a través de las redes sociales). Por último, el uso de herramientas digitales en las aulas permite registrar los datos del aprendizaje para que, posteriormente, la comunidad científica pueda analizar qué métodos funcionan mejor. ¿Qué dice, pues, la evidencia sobre el uso de las TIC en las aulas? Los numerosos estudios empíricos dan resultados decepcionantes: las TIC no parecen mejorar el rendimiento escolar de los estudiantes.⁴ Aunque existen distintas razones por las que estos resultados pueden no ser concluyentes,⁵ una reflexión interesante que se desprende de este no-resultado es si realmente medimos bien el desempeño educativo: en un entorno tecnológico cambiante, las habilidades que debe transmitir la educación (pensamiento crítico, creatividad, trabajo en equipo, etc.) son especialmente difíciles de capturar en los test estandarizados con los que evaluamos la educación y cómo hacerlo correctamente sigue siendo una cuestión abierta.

En definitiva, si Isaac Newton dijo que «si he visto más lejos es porque estoy sentado sobre las espaldas de gigantes», hoy nos encontramos encima de gigantes más altos que nunca: una educación inteligente nos ayudará a ver todavía más lejos.

Adrià Morron Salmeron

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

4. Véase el repaso a la literatura de Bulman, G. y Fairlie, R. W. (2016), «Technology and Education: Computers, Software, and the Internet», Handbook of the Economics of Education, Vol. 5. En lo que respecta al impacto de la enseñanza por internet, la evidencia también apunta a que los resultados de los estudiantes presenciales son ligeramente mejores que los de los estudiantes a distancia. Sin embargo, en la medida en que los cursos por internet tienen un menor coste por estudiante, eso no significa que no puedan ser costes efectivos.

5. Por ejemplo, para que los estudiantes se beneficien del uso de las TIC, necesitan que la inversión escolar en TIC supere unos niveles mínimos y que los maestros estén suficientemente formados. Además, la verdadera diferencia en exposición de los estudiantes a las tecnologías digitales puede proceder de fuera de la escuela (uso doméstico de ordenadores, móviles, consolas, etc.).

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?

Enric Fernández, Gerard Arqué y Cristina Plata, 02/2017

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

Sergio Mayordomo y María Rodríguez-Moreno, 11/2016

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

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

La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Jorge Meliveo y Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España

María Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Alex 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 2016

MILLONES €

Recursos de clientes	303.895
Crédito a la clientela, bruto	204.857
Resultado atribuido al Grupo	1.047
Capitalización bursátil	18.768
Cientes (millones)	13,8
Empleados del Grupo CaixaBank	32.403
Oficinas en España	5.027
Terminales de autoservicio	9.479

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":
PRESUPUESTO 2017**

MILLONES €

Social	304,2
Investigación y formación de excelencia	79,6
Divulgación, cultura y conocimiento	126,2
TOTAL PRESUPUESTO	510

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

