

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 413 | JUNIO 2017



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Precio del crudo: el rompecabezas del impacto del recorte de la OPEP

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Reforma impositiva a la Trump

UNIÓN EUROPEA

Rastreado la inflación subyacente: la cadena de formación de precios

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El rating de la deuda soberana: sin prisa, pero sin pausa

DOSSIER: TURISMO: VIAJANDO AL FUTURO

El turismo: un sector de peso en la cresta de la ola

El turismo, un nuevo El Dorado para la economía española

La calidad de la oferta turística: el reto de mantener el liderazgo

Turismo 2.0: oportunidades y retos

INFORME MENSUAL

Junio 2017

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Fecha de cierre de esta edición:

31 de mayo 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 *Precio del crudo: el rompecabezas del impacto del recorte de la OPEP*10 *China: la transición en la bolsa y el desempeño de los sectores de la nueva economía***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Malasia: ¿el eslabón débil del Sudeste Asiático?*16 *Reforma impositiva a la Trump***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Rastreado la inflación subyacente: la cadena de formación de precios*22 *La creciente brecha de la productividad entre empresas***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La dependencia de la financiación externa de la economía española*28 *Actividad inmobiliaria: una recuperación a dos velocidades*29 *El rating de la deuda soberana: sin prisa pero sin pausa***32 DOSSIER: TURISMO: VIAJANDO AL FUTURO**32 *El turismo: un sector de peso en la cresta de la ola*
Jordi Singla34 *El turismo, un nuevo El Dorado para la economía española*
Josep Mestres Domènech36 *La calidad de la oferta turística: el reto de mantener el liderazgo*
Judit Montoriol Garriga38 *Turismo 2.0: oportunidades y retos*
Roser Ferrer

Turismo: motor de crecimiento

Este mes dedicamos el Dossier de nuestro *Informe Mensual* a uno de los sectores más importantes de la economía española: el sector turístico. Un sector que aporta más del 11% del producto interior bruto y el 13% del empleo del país, que ha sido uno de los pilares de la recuperación económica de los últimos años y que se mantendrá como uno de los motores de crecimiento de la economía a medio y largo plazo... si lo cuidamos.

Las últimas cifras que arroja el sector muestran su dinamismo. España ha recibido 20 millones de turistas internacionales en los cuatro primeros meses de 2017, una cifra récord que se sitúa un 10,3% por encima del dato del mismo periodo del año anterior. A este ritmo, durante este año, llegarán más de 83 millones de turistas, lo que nos situará a un paso de superar a Francia como el primer país receptor de turismo de todo el mundo. Desde 2007, el número de turistas internacionales habrá aumentado más de un 40%. Por su parte, el turismo interno también está comenzando a dar muestras de recuperación.

No cabe duda de que, en los últimos años, el sector ha visto aumentar su demanda como consecuencia de los problemas de seguridad en el norte de África y Oriente Medio. Pero las razones del éxito van mucho más allá, tal y como atestigua el *ranking* que elabora el Foro Económico Mundial y que sitúa el sector turístico español como el más competitivo del mundo, por delante de Francia y Alemania. Las principales razones: una combinación única de entorno natural y cultural, y unas buenas infraestructuras de transporte y de servicios turísticos. España repite primera posición en el *ranking*, aunque hace pocos años no aparecía en las primeras cinco posiciones. Alguien ha estado haciendo muy bien las cosas.

En particular, el sector ha hecho un esfuerzo considerable por aumentar la calidad de la oferta, consciente de las ventajas que aporta la diferenciación. Actualmente, más del 50% de las plazas hoteleras tienen una categoría de cuatro o cinco estrellas, las empresas del sector son más productivas que sus homólogas europeas y España cuenta con más restaurantes que nunca en las listas más reputadas de lugares de peregrinaje gastronómico. Aun así, todavía existe margen para una mayor consolidación del sector, tanto en hostelería como en restauración y otros servicios turísticos. Las empresas de mayor tamaño del sector turístico –y, en general, de cualquier otro sector– pueden aprovechar más las economías de escala, están más profesionalizadas, cuentan con mejores condiciones de financiación, pueden invertir más para desestacionar la actividad y ofrecen un empleo de mejor calidad.

El sector cuenta con claras oportunidades de crecimiento a largo plazo que puede aprovechar. Se trata, por su naturaleza, de un sector de futuro, ya que la proporción del gasto que los hogares dedican a turismo suele crecer con su nivel de renta. Los países emergentes, por tanto, muy probablemente constituirán una fuente creciente de flujos de turistas, tal y como comenzamos a ver con China. Por otra parte, el envejecimiento de la población europea y de otras economías avanzadas impulsa una demanda muy atractiva, ya que suelen ser personas de rentas relativamente elevadas y que viajan fuera de los periodos de máxima afluencia turística. Finalmente, las nuevas tecnologías también ofrecen un mundo de oportunidades, por ejemplo, para mejorar la experiencia del cliente facilitando ofertas de experiencias locales personalizadas.

Las nuevas tecnologías, precisamente, y los nuevos modelos de negocio asociados a ellas representan a corto plazo uno de los grandes retos para el sector. La denominada economía colaborativa puede ayudar a mejorar la competitividad y complementar la oferta tradicional. La asignatura urgente es desarrollar un marco normativo que ofrezca seguridad jurídica y unas reglas de juego equilibradas para todos los competidores a la vez que promueve un crecimiento sostenible del sector y una convivencia armónica entre residentes y turistas.

Enric Fernández
Economista jefe
31 de mayo de 2017

CRONOLOGÍA

MAYO 2017

- 7 Emmanuel Macron es elegido presidente de Francia.
- 24 La agencia de calificación Moody's rebaja el *rating* de China un escalón, desde Aa3 hasta A1.
- 25 La OPEP acuerda prolongar el recorte de producción de petróleo hasta marzo de 2018.

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.

AGENDA

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 (1T y abril).
- 20 Comercio exterior (abril).
- 22 Consejo Europeo.
- 27 Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
- 29 Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).
Avance del IPC (junio).
- 30 Tasa de ahorro de los hogares (1T).
Balanza de pagos (1T y abril).
Posición de inversión internacional neta (1T).

JULIO 2017

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

Prosigue el ímpetu de la actividad global

Continúa la pujanza del crecimiento global. La actividad económica sigue avanzando a buen ritmo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, tal como muestran los indicadores de actividad y sentimiento más recientes. Todo ello avala el escenario de CaixaBank Research, que prevé una aceleración del crecimiento mundial del 3,1% de 2016 al 3,5% en 2017. Cabe destacar que la bonanza macroeconómica se ha visto acompañada por la prolongación del clima de placidez en los mercados financieros: las bolsas han mostrado una evolución positiva, particularmente en una Europa aliviada tras la disipación del riesgo político en Francia, y las volatilidades de los activos financieros se mantienen muy bajas. La única nota disonante ha venido de la mano de la volatilidad que ha mostrado el petróleo recientemente. Con todo, esperamos que el tono inestable se vaya disipando tras el acuerdo alcanzado por los países de la OPEP y otros grandes productores, como Rusia, para prolongar el recorte de la producción hasta marzo de 2018. Ello debería apoyar una recuperación, aunque muy gradual, del precio del crudo.

Sin embargo, los riesgos globales continúan presentes. En las economías avanzadas habrá que continuar especialmente atentos (y ello ya empieza a ser un clásico) a la incertidumbre política reinante en EE. UU. Y es que todo el ruido que rodea a la Administración Trump, día sí y día también, es un foco de inestabilidad constante que amenaza con erosionar el apoyo del propio Partido Republicano a Trump. Asimismo, las crecientes dudas sobre la capacidad de la nueva Administración de llevar a cabo las reformas prometidas podrían acarrear un ajuste a la baja de las expectativas reflacionistas de los inversores. En los emergentes, destacan los riesgos relacionados con los desequilibrios macroeconómicos y políticos en países como Brasil, Turquía o Sudáfrica, y la elevada deuda corporativa china, que ha vuelto al primer plano de la actualidad tras la primera rebaja del *rating* de China por parte de Moody's desde 1989.

EE. UU. va cogiendo impulso tras el bache del 1T. El crecimiento del PIB en el 1T (0,3% intertrimestral) muestra la pérdida de ritmo de la economía americana, lastrada por una menor pujanza del consumo privado. Con todo, los recientes indicadores de actividad apuntan a una notable aceleración de la actividad en el 2T. En un contexto en el que la economía se encuentra cercana a una situación de pleno empleo, la Fed ha adoptado un enfoque de «botella medio llena» que prima estos factores positivos por encima de la desaceleración del primer trimestre. Ello incrementa las opciones de una subida del tipo de interés en junio y apoya la continuidad del proceso de normalización monetaria.

La expansión de la economía europea se afianza. El PIB de la eurozona creció un notable 1,7% interanual en el 1T 2017 y los indicadores de sentimiento se afianzan en una zona claramente expansiva. Ante este aluvión de buenos datos, CaixaBank Research ha revisado al alza las previsiones de crecimiento de la economía europea para 2017. Cabe destacar que la recuperación está siendo bastante generalizada, aunque tres países han destacado especialmente en el primer tramo del año por sus excelentes datos: Portugal, España y Alemania. Este escenario positivo tendrá continuidad en los próximos trimestres gracias a la solidez de la demanda doméstica, la recuperación gradual del mercado laboral y unas condiciones financieras que se mantendrán acomodaticias. Con todo, sería deseable que las favorables perspectivas a corto plazo no diesen lugar a una excesiva complacencia y que, por el contrario, se promuevan las reformas necesarias para que el crecimiento sea duradero y equilibrado. En este sentido, una de las tareas pendientes es profundizar en la integración europea, un proceso que podría recobrar vigor tras la elección del europeísta Emmanuel Macron como presidente francés. El *bretxit* es un factor de riesgo para dicha integración, pero se espera que las autoridades de la UE echen mano de todas sus habilidades diplomáticas y capacidad negociadora para alcanzar un acuerdo con el Reino Unido que garantice una transición suave y ordenada.

La economía española gana tracción. Se confirmó el notable crecimiento del 1T (0,8% intertrimestral y 3,0% interanual) y los indicadores de actividad más recientes no muestran signos de desaceleración, sino más bien lo contrario. El buen desempeño de los últimos tres años empieza a dar sus frutos: en el 2T, el PIB ha recuperado el nivel precrisis. España crece con robustez gracias a factores tanto externos como internos. Así, la economía se beneficia de la recuperación de la eurozona, de un precio del petróleo que se mantiene en cotas relativamente moderadas y de unas condiciones financieras favorables. Además, hay que sumar el efecto positivo de las reformas estructurales de los últimos años. Es reseñable que la composición del crecimiento es más equilibrada que en la anterior etapa expansiva. Por un lado, la demanda interna mantiene su vigor, con una contribución de 2,2 p. p. al crecimiento interanual del PIB en el 1T 2017. Mención especial merece el recobrado brío de la inversión empresarial, que ha compensado con creces la suavización del avance del consumo privado. Por el otro lado, la contribución de la demanda externa fue de 0,8 p. p. gracias al dinamismo de las exportaciones.

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	1,7	2,0	2,0	1,7	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,4	1,7	2,0	2,0	2,3	2,1	2,2
Eurozona	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9
Alemania	1,5	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,9	1,9
Francia	1,0	1,1	1,4	1,6	0,9	1,2	1,0	1,5	1,7	1,6
Italia	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9
Portugal	1,6	1,4	2,5	1,8	1,7	2,0	2,8	2,8	2,3	2,0
España	3,2	3,2	3,1	2,5	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Japón	1,1	1,0	1,4	0,9	1,1	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
Reino Unido	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,0	1,7	1,5	1,1
Países emergentes	4,2	4,1	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	7,9	7,0	7,6	7,5	7,0	6,1	7,1	7,3	7,6
Indonesia	4,9	5,0	5,3	5,5	5,0	4,9	5,0	5,2	5,4	5,5
Brasil	-3,8	-3,6	0,7	2,1	-2,9	-2,5	-1,1	0,3	1,1	2,3
México	2,7	2,3	1,8	2,1	2,0	2,3	2,3	2,0	1,5	1,3
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	1,3	1,6	-0,4	0,3	0,5	0,9	1,6	1,9
Turquía	6,0	2,9	2,5	3,0	-1,3	3,5	1,3	2,0	3,2	3,3
Polonia	3,9	2,7	3,5	3,1	2,2	2,9	4,1	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	3,2	3,4	3,8
Países desarrollados	0,3	0,8	1,9	1,9	0,7	1,2	1,9	1,8	2,0	1,9
Estados Unidos	0,1	1,3	2,3	2,3	1,1	1,8	2,5	2,2	2,3	2,1
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	1,8
Francia	0,1	0,3	1,7	1,6	0,4	0,7	1,5	1,3	2,0	1,8
Italia	0,1	0,0	1,5	1,4	-0,1	0,2	1,4	1,7	1,6	1,5
Portugal	0,5	0,6	1,7	1,6	0,7	0,8	1,4	1,8	1,7	1,7
España	-0,5	-0,2	2,0	1,4	-0,2	1,0	2,7	2,1	1,9	1,3
Japón	0,8	-0,1	0,6	1,0	-0,5	0,3	0,3	0,5	1,0	0,7
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	4,6	4,5	4,3	4,1	4,2	4,3	4,4	5,3
China	1,4	2,0	2,1	2,3	1,7	2,2	1,4	2,0	2,1	3,0
India	4,9	4,9	4,9	5,4	5,2	3,7	3,6	3,7	6,2	6,0
Indonesia	6,4	3,5	4,0	4,5	3,0	3,3	3,6	4,2	3,9	4,1
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	3,8	2,9	3,1	3,5	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Rusia	15,5	7,1	4,3	4,6	6,8	5,7	4,6	4,2	4,2	4,1
Turquía	7,7	7,8	10,0	7,9	8,0	7,6	10,2	11,0	10,0	8,8
Polonia	-0,7	-0,2	2,0	2,3	-0,4	0,4	1,7	2,0	2,1	2,1
Sudáfrica	4,6	6,3	5,9	5,5	6,0	6,6	6,3	5,7	5,6	5,9

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	2,3	2,1	3,0	3,0	2,5	2,3	2,4	2,1
Consumo de las AA. PP.	2,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,1	1,0	0,7	1,1
Formación bruta de capital fijo	6,0	3,1	4,5	3,7	2,6	2,2	3,8	3,7	5,0	5,4
Bienes de equipo	8,9	5,1	5,7	3,8	4,3	2,7	5,0	4,6	5,9	7,1
Construcción	4,9	1,9	3,5	3,6	1,6	1,9	3,0	3,0	3,9	4,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,4	2,1	2,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,4	7,9	4,6	2,9	4,4	8,4	6,3	9,0	8,0
Importación de bienes y servicios	5,6	3,3	6,4	3,6	1,0	2,3	6,4	4,7	7,8	6,9
Producto interior bruto	3,2	3,2	3,1	2,5	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Otras variables										
Empleo	3,0	2,9	2,5	2,2	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4	2,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,5	16,1	18,9	18,6	18,8	17,7	16,8	16,8
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,2	2,0	1,4	-0,2	1,0	2,7	2,1	1,9	1,3
Costes laborales unitarios	0,2	-0,4	0,5	1,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,6	1,1
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	2,2	2,4	2,2	2,2	2,1	2,3	2,7	2,6	2,6
Saldo público (acum., % PIB) ²	-5,1	-4,3	-3,1	-2,4						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,26	0,51	1,18	1,94	0,50	0,55	0,79	1,08	1,33	1,50
Líbor 3 meses	0,32	0,74	1,34	2,16	0,79	0,92	1,07	1,23	1,44	1,64
Líbor 12 meses	0,79	1,37	1,94	2,59	1,46	1,62	1,75	1,83	2,00	2,17
Deuda pública a 2 años	0,67	0,84	1,52	2,63	0,72	1,00	1,23	1,32	1,61	1,89
Deuda pública a 10 años	2,13	1,84	2,58	3,41	1,56	2,13	2,44	2,37	2,62	2,87
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	-0,10	0,05	-0,05	-0,07	-0,10	-0,12	-0,10	-0,07
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,24	-0,58	-0,69	-0,29	-0,64	-0,71	-0,78	-0,73	-0,65	-0,58
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,53	0,10	0,46	0,85	-0,12	0,11	0,34	0,37	0,53	0,62
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,11	1,11	1,08	1,10	1,12	1,08	1,07	1,08	1,08	1,09
¥/€	134,33	120,30	122,76	127,10	114,26	117,96	121,05	121,41	123,10	125,47
£/€	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	55,70	61,71	46,98	51,13	54,68	53,60	56,50	58,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	51,65	56,05	42,09	47,46	51,35	49,63	52,25	53,37

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

Previsiones

COYUNTURA · Placidez en los mercados tras la victoria de Macron

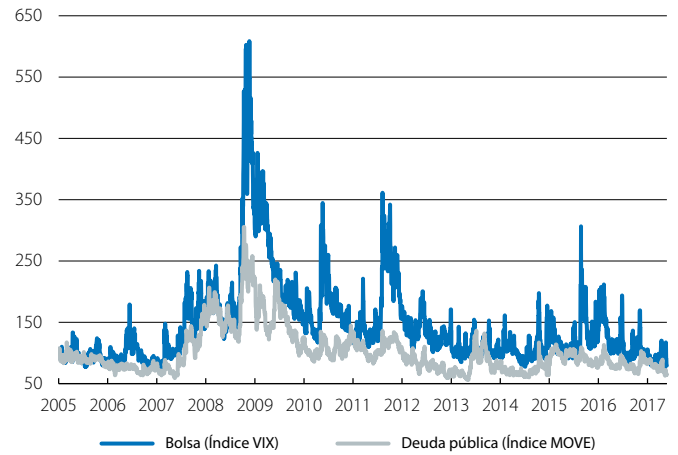
El clima de placidez del entorno financiero global se prolonga. En general, los activos con riesgo (bolsas y bonos corporativos) han presentado una evolución positiva en el cómputo mensual, especialmente en Europa. Las volatilidades de los activos financieros han continuado descendiendo hasta situarse en niveles no vistos en mucho tiempo. El principal catalizador de esta dinámica ha sido el desenlace favorable de las elecciones francesas, que ha supuesto el cierre de un importante riesgo de cola para el devenir de la eurozona. Otros factores que también han contribuido favorablemente han sido la intensificación del *momentum* del crecimiento en la zona euro y el balance positivo de la campaña de beneficios del 1T 2017. Las notas disonantes las han encarnado las materias primas, que han mostrado un tono inestable, y Brasil. Los activos brasileños se vieron sacudidos en el último tramo de mayo por el rebrote de la inestabilidad política. Con todo, el impacto de este episodio está siendo local, y afecta principalmente a la bolsa brasileña y al real.

Los factores de fondo sobre los que se asienta este escenario de bonanza se mantendrán activos, aunque con matices. La combinación de tasas de inflación (realizadas y esperadas) bajo control y el apoyo de los bancos centrales han resultado prolíficos para sostener la buena marcha de los mercados de activos. Previsiblemente, estos factores continuarán presentes a corto plazo, pero su contribución está llamada a difuminarse a medio plazo, especialmente en el apartado de los bancos centrales. Por otro lado, las fuentes de riesgo conocidas parecen controladas; a saber, el creciente auge de los populismos o los temores de un aterrizaje forzoso de la economía china. Sin embargo, conviene prestar atención a aquellas que resultan menos conocidas, o emergentes. La lista es larga, pero destacan las señales de debilitamiento del ciclo financiero en EE. UU. y las elevadas valoraciones de las bolsas en ese país.

En el apartado de los bancos centrales, la Reserva Federal (Fed) no altera sus directrices, a pesar del débil dato del PIB en el 1T 2017. El comunicado oficial de la última reunión de la Fed adoptó un enfoque de «botella medio llena». Si bien la institución constató el mal dato de crecimiento en el 1T 2017 y la reciente desaceleración de la inflación, catalogó el primer desarrollo como «transitorio». La entidad también enfatizó que la inflación, a pesar de la debilidad reciente, se mantuvo alrededor de su nivel objetivo (2%). La visión positiva del banco central sobre los fundamentos y los riesgos del escenario macroeconómico estadounidense sugieren que la próxima subida de tipos podría tener lugar en junio, tal y como contemplan las previsiones de CaixaBank Research, circunstancia que cobró mayor probabilidad tras la publicación de las minutas de la reunión. Finalmente, estas también revelaron información sobre los próximos pasos en materia de política de balance. En par-

Volatilidad implícita en los mercados financieros

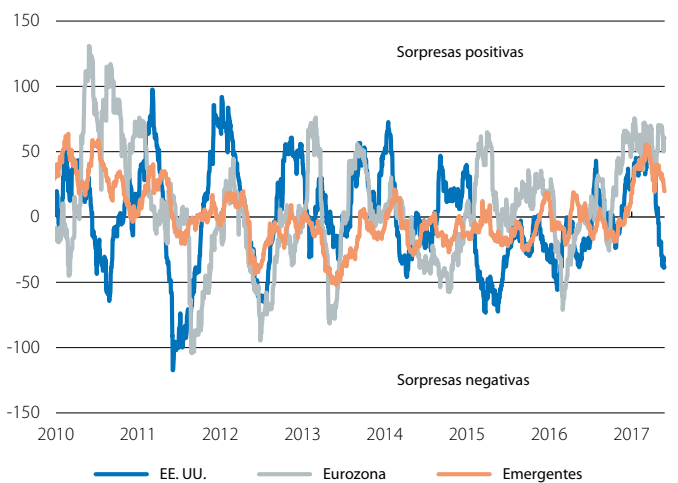
Índice (100 = enero 2005)



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

Índice de sorpresas económicas

Índice

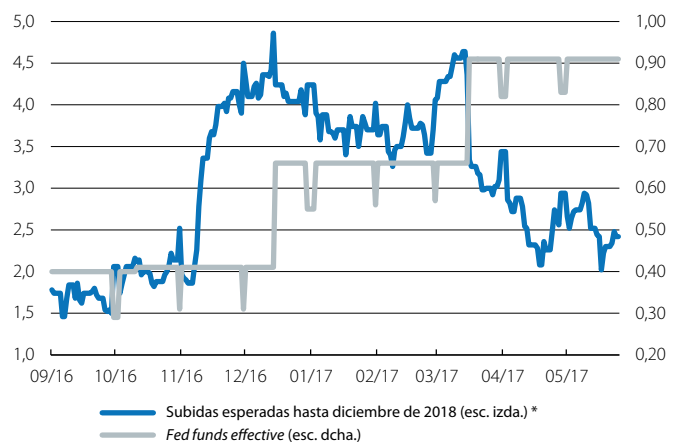


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

EE. UU: tipo de interés fed funds effective y subidas esperadas

(Número de subidas)

(%)



Nota: * Calculadas a partir de los futuros del fed funds. Se asumen subidas de 25 p. b. cada una. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

titular, la mayoría de miembros de la Fed consideraron apropiado poner fin a la reinversión de su cartera de bonos este año y adoptar un enfoque gradual en su ejecución. En este sentido, situamos el anuncio de este cambio en la orientación del balance de la Fed en el 4T 2017.

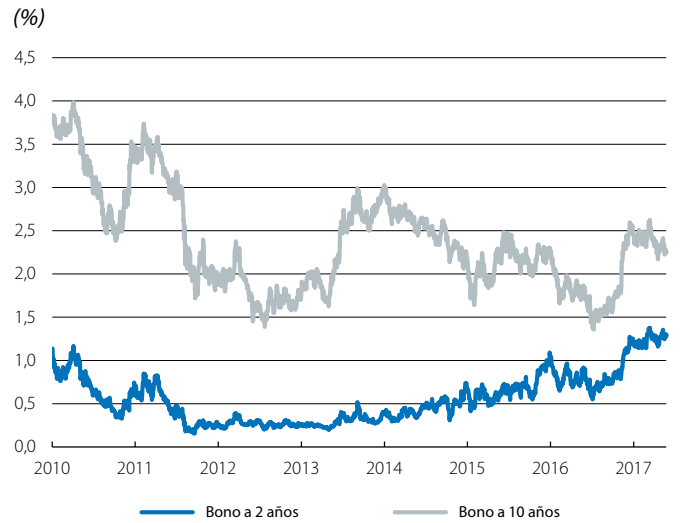
La tónica de indefinición del mercado de deuda pública estadounidense persiste. Los mensajes de firmeza transmitidos por la Fed no alteraron en demasía el mercado de bonos soberanos. De hecho, los bonos a 10 años descendieron hasta el 2,20% mientras que los bonos a 2 años, sujetos en mayor medida a las expectativas de los tipos oficiales, se mantuvieron alrededor del 1,30%. Varios elementos parecen estar detrás de la atonía más reciente de las rentabilidades de la deuda soberana. Por un lado, las crecientes dudas en torno a la capacidad de la Administración Trump para implementar su agenda reformista. Por otro lado, el pulso algo más débil de lo anticipado de la inflación. Las dudas de los agentes del mercado de bonos también se reflejan en sus expectativas de los tipos de interés oficiales. En este sentido, los futuros del *fed funds* descuentan entre dos y tres subidas acumuladas hasta diciembre de 2018. Un escenario que, a la luz de las previsiones de CaixaBank Research, deberá ir convergiendo hasta descontar cuatro o cinco subidas del *fed funds*.

El BCE prepara el viraje hacia un discurso cada vez más equilibrado, aun cuando mantendrá la escala de los estímulos monetarios sin cambios. En su reunión de abril, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE valoró positivamente las señales que apuntan a la intensificación del crecimiento de la región. La valoración de los riesgos para el escenario económico también mejoró, aunque todavía permanecen sesgados a la baja. Sin embargo, no cabe duda de que la disminución del riesgo político tras el resultado electoral en Francia reduce la incertidumbre asociada al cumplimiento del escenario central de previsiones del BCE. Por ello, es probable que la autoridad monetaria eleve su lectura del mapa de riesgos y señale que estos están «equilibrados». Ello se antoja como un paso previo al anuncio del cese progresivo de las compras de bonos, que esperamos que tenga lugar en diciembre.

Los nubarrones se retiran del mercado de deuda soberana europeo ante la remisión del riesgo político. La victoria del centrista Macron en las elecciones presidenciales francesas ha supuesto un claro factor de apoyo para la deuda periférica. Así, la prima de riesgo española descendió desde los 150 p. b. hasta los 120 p. b., la italiana desde los 210 p. b. hasta los 170 p. b. y la francesa desde los 75 p. b. hasta los 40 p. b. durante el último mes y medio. Por su parte, la rentabilidad del *bund*, activo refugio por antonomasia de la eurozona, repuntó cerca de 10 p. b., hasta el 0,40%. El clima de bonanza reinante en la eurozona, junto a las dudas del escenario político de EE. UU., ha propiciado una notable apreciación del euro en el último mes, tanto frente al dólar (3%) como frente al conjunto de divisas (1,5%).

Los mercados de acciones del Viejo Continente brillan con luz propia en el panorama bursátil internacional. Bolsas

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



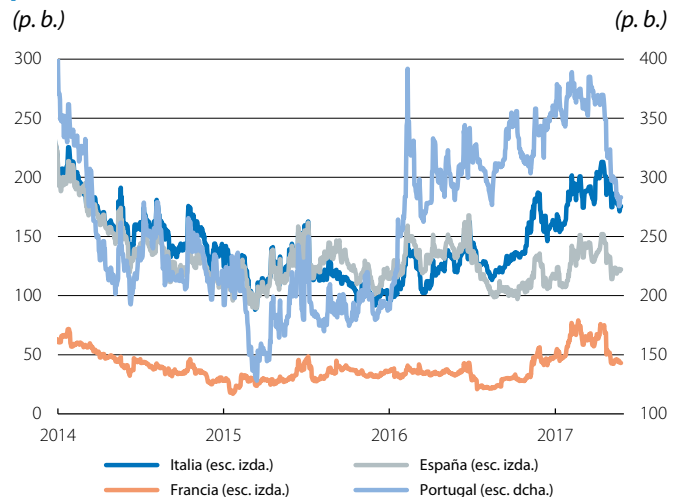
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas de inflación: * EE. UU. y eurozona



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

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



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

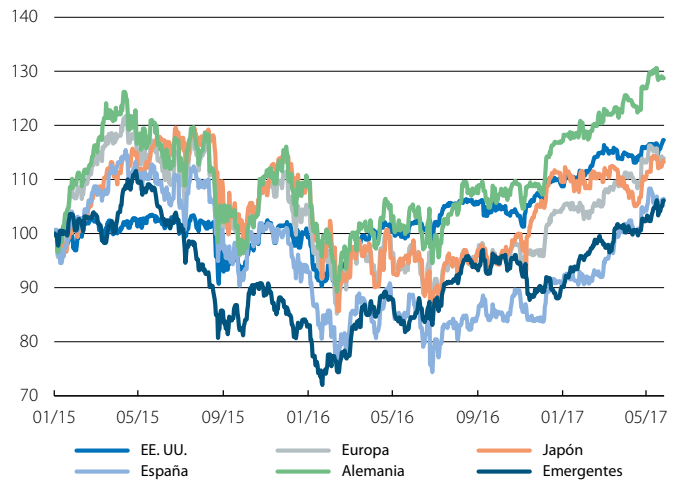
como la europea (Eurostoxx 50) o la española (Ibex 35) alcanzan revalorizaciones en el acumulado anual (hasta mayo) del 10% y del 17%, respectivamente. En términos relativos, el balance también es favorable, dado el pulso menos vigoroso de las bolsas en EE. UU. durante ese periodo (7%). A las palancas ya mencionadas detrás del ímpetu bursátil, se suma la solidez de la temporada de beneficios empresariales del 1T 2017. Destacan las sorpresas positivas que han deparado los sectores energético y bancario. La ausencia de sobresaltos destacables (la volatilidad implícita alcanza mínimos históricos) ha favorecido que las bolsas emergentes no se hayan alejado de esta pauta. En concreto, el índice MSCI emergente ha mostrado un desempeño más que notable y avanza un 16% en el año. Más titubeante ha sido el comportamiento de la bolsa americana, si bien cabe notar que permanece en máximos históricos. Las dudas de los inversores sobre las reformas con mayor incidencia potencial en el mercado de acciones han pesado sobre el ánimo inversor y también las cada vez mayores valoraciones de la renta variable en EE. UU. En este sentido, la vulnerabilidad de este mercado no es menor en caso de que la Fed realice advertencias explícitas sobre la complacencia bursátil o imprima mayor velocidad a su estrategia de normalización.

Firmeza del entorno financiero emergente salpicado con trazas de debilidad. Además de las bolsas, los *spreads* y las divisas del conglomerado emergente han exhibido un comportamiento, en conjunto, positivo. La disección de esta dinámica constructiva sugiere que los factores de índole interna, como la buena marcha de los indicadores de actividad, no son los únicos que contribuyen a explicarla. La pérdida de fuelle del dólar y las expectativas de mercado de una normalización de tipos en EE. UU. muy parsimoniosa también están desempeñando un papel relevante. El contexto de estabilidad se vio algo empañado a finales de mayo por el rebrote de la inestabilidad política en Brasil. Como consecuencia, los activos financieros del país sufrieron una fuerte sacudida: la bolsa de São Paulo se desplomó un 10% y el real se depreció un 7% frente al dólar. Las implicaciones y el alcance de este nuevo episodio son difíciles de predecir, aunque sus derivadas al resto del área emergente se antojan muy limitadas. Más desapercibida pasó la rebaja del *rating* soberano de China por parte de la agencia Moody's, que la redujo un escalón, de Aa3 a A1. Los mercados financieros domésticos acogieron con templanza esta decisión.

El petróleo se muestra volátil antes y después de la reunión de la OPEP. En las semanas previas al encuentro bianual del cartel petrolero en Viena, el precio del barril de Brent repuntó un 10%, hasta los 54 dólares, ante la expectativa de que la OPEP prolongase los recortes de producción. Sin embargo, el precio del crudo reaccionó con descensos cercanos al 5% tras la ratificación del acuerdo de los países productores para extender la reducción de oferta hasta marzo de 2018. Con todo, más allá de la reacción inicial, pensamos que a medio plazo la decisión del cartel resultará efectiva a la hora de impulsar moderadamente los precios del petróleo. En el Focus «Precio del crudo: el rompecabezas del impacto del recorte de la OPEP» de este mismo *Informe Mensual* se desgranar los detalles de esta visión.

Principales bolsas internacionales

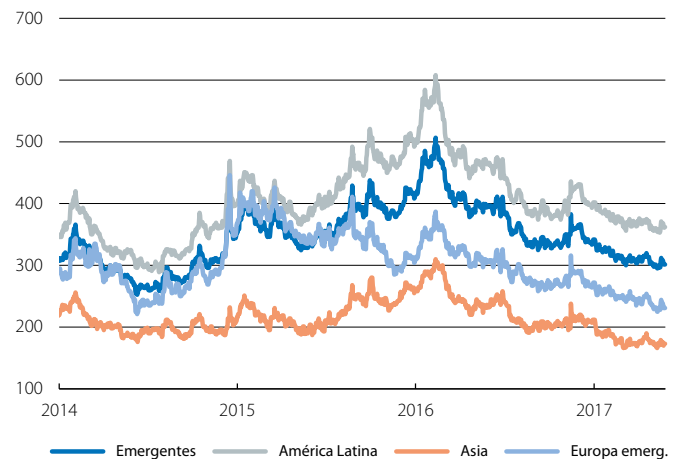
Índice (100 = enero 2015)



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

Spreads de bonos soberanos emergentes *

(p. b.)

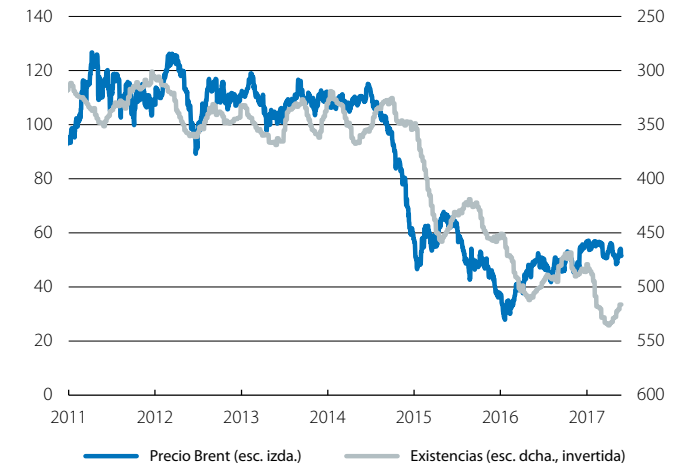


Nota: * Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio y existencias de crudo en EE. UU. *

(Dólares por barril)

(Millones de barriles)



Nota: * Excluyendo las reservas estratégicas.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · Precio del crudo: el rompecabezas del impacto del recorte de la OPEP

La reciente caída del precio del petróleo, que situó puntualmente el barril de Brent por debajo de los 50 dólares y cerca de su nivel anterior al anuncio del acuerdo de la OPEP en noviembre de 2016, ha reanimado las dudas sobre el impacto de este último y, más ampliamente, sobre la capacidad del cartel petrolero de sostener un alza del precio del crudo. De hecho, a pesar de que la OPEP acordó en mayo prolongar el recorte de la producción hasta principios de 2018, el precio del petróleo se mantiene en un rango cercano a los 50 dólares.

Las dudas sobre el impacto del recorte de la OPEP emanan principalmente de la persistencia de las existencias de crudo en EE. UU. en niveles históricamente muy elevados (con más de 500 millones de barriles), una señal que el mercado ha interpretado como indicativa de que el recorte de la OPEP no era suficiente para reducir el exceso de oferta (por el lado de la demanda no se han producido cambios significativos en los últimos meses). En general, se utilizan tres argumentos para explicar el limitado impacto del acuerdo de la OPEP.

La primera línea argumental cuestiona si la implementación del recorte está siendo efectiva. Sin embargo, el nivel de cumplimiento ha sido muy alto hasta la fecha (alcanzó un 90% en abril, aunque con diferencias entre los países miembros de la OPEP). Como consecuencia, la producción de crudo de los países de la OPEP bajó de los 32 millones de barriles por día (mbd) en abril (frente a los más de 34 que se alcanzaron a finales de 2016), un nivel en consonancia con lo acordado el pasado mes de noviembre (véase el primer gráfico). También se observa un cumplimiento elevado por parte de los otros grandes productores que participan en el acuerdo y no son miembros de la OPEP, como Rusia, por ejemplo.

El segundo argumento que se utiliza para explicar el limitado impacto del acuerdo de la OPEP es que el repunte de la producción en EE. UU., en particular la de petróleo no convencional, podría haber compensado el recorte de la organización. Sin embargo, aunque a largo plazo es un argumento totalmente pertinente, a corto plazo parece complicado que el repunte del *shale* pueda compensar totalmente la reducción de la producción implementada por los otros grandes productores. Así, desde enero, la producción de productos petrolíferos¹ en EE. UU. ha aumentado «solo» en 270.000 barriles por día, mientras que los países de la OPEP han recortado su producción de crudo en más de 1,2 mbd respecto al nivel de referencia del acuerdo y más de 2 mbd desde el máximo alcanzado a finales de 2016, justo antes de la implementación del recorte. No obstante, de aquí a finales de 2018, la agencia estadounidense de información energética prevé que la producción de productos petrolíferos en EE. UU. aumente 1,63 mbd.

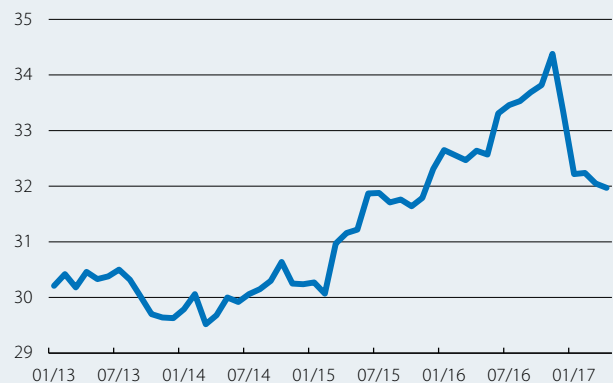
1. Los productos petrolíferos son los productos que se obtienen a partir del procesamiento del crudo, del gas natural y otros compuestos de hidrocarburo. Además de la gasolina, incluyen, por ejemplo, el gas licuado de petróleo, el queroseno o los lubricantes.

Finalmente, una última explicación es que, a pesar del recorte de la producción, las exportaciones de la OPEP se han mantenido en niveles muy elevados. De hecho, entre enero y abril, las exportaciones de crudo de la OPEP solo disminuyeron en 460.000 barriles al día en promedio si comparamos con el mismo periodo de 2016 (véase el segundo gráfico).

Sin embargo, en los próximos meses cabe esperar que las exportaciones de crudo de la OPEP vayan disminuyendo a medida que las existencias en estos países se reducen, lo que debería acabar presionando el precio del petróleo al alza. De hecho, en abril ya se observó una caída de 1,12 mbd en las exportaciones de crudo de los países de la OPEP. Con todo, aunque a corto plazo el efecto del recorte debería empezar a presionar el precio del crudo al alza, a largo plazo las dinámicas de oferta, en particular el repunte del *shale* en EE. UU., siguen sugiriendo un aumento gradual y relativamente limitado.

Producción de crudo de los países miembros de la OPEP

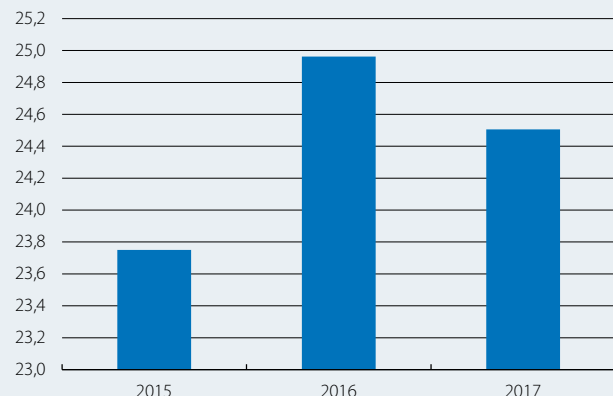
(Millones de barriles por día)



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

Promedio de las exportaciones de crudo de los países miembros de la OPEP entre enero y abril

(Millones de barriles por día)



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

FOCUS · China: la transición en la bolsa y el desempeño de los sectores de la nueva economía

El cambio de modelo productivo que está llevando a cabo la economía china es seguido con atención por toda la comunidad internacional. Por un lado, es un paso fundamental para que el gigante asiático pueda tener un crecimiento más sostenido y equilibrado a largo plazo. Además, si finalmente se lleva a cabo con éxito, puede que algunos aspectos sirvan de referencia para otros países emergentes que aspiran a dar un paso adelante y unirse al grupo de los países desarrollados.

Concretamente, el cambio de modelo productivo se centra, principalmente, en dos áreas. Por el lado de la oferta, en el creciente peso del sector terciario a costa del secundario. En este caso, los datos son llamativos: el peso del sector servicios ha aumentado en 11,8 p. p. en los últimos 16 años, hasta alcanzar el 51,6% del PIB en 2016. Por el lado de la demanda, se espera que el consumo de los hogares gane protagonismo en detrimento de la inversión. En este sentido, resulta ilustrativo el cambio de tendencia que se observa a partir de 2007 en el peso del consumo de los hogares que, tras haber caído de manera importante ante la fulgurante progresión de la inversión en las últimas décadas, se ha estabilizado alrededor del 37% del PIB y parece iniciar una ligera tendencia al alza.

Otro ámbito en el que también se observa de manera clara el profundo cambio que está experimentando la economía china es en la composición del índice bursátil. Si miramos la evolución del peso relativo de los distintos sectores, se pone de manifiesto que, efectivamente, se está llevando a cabo un importante reajuste sectorial.

Así, al comparar el desempeño de los seis principales sectores de la bolsa china, vemos que, desde el inicio de la década de los 2000, los sectores que más crecimiento han experimentado son los de consumo. En cambio, el sector industrial es el que menos crecimiento ha experimentado en el mismo periodo, en consonancia con la tendencia a la desindustrialización (véase el segundo gráfico).

En el futuro, estas tendencias deberían reforzarse. En particular, cabe esperar un desempeño relativamente peor del sector industrial y, al contrario, una mejora del desempeño de los sectores de salud y de las tecnologías de la información, a medida que la economía china incrementa su terciarización. También debería fortalecerse la importancia relativa de los sectores relacionados con el consumo y, en particular, el sector del consumo discrecional,¹ que en una fase más avanzada de la transición económica se espera que gane relevancia.

1. El sector de consumo discrecional está formado por el conjunto de bienes y servicios que pueden adquirir los consumidores pero que no son esenciales (ropa deportiva, restaurantes, automóviles, hoteles, ocio, etc.).

Llama la atención el excepcional comportamiento del sector financiero en el índice de renta variable. En este caso, sin embargo, la lectura debe ser cautelosa, ya que es bien sabido que uno de los principales retos a los que se enfrenta la economía china es, precisamente, reducir el elevado crecimiento del crédito que se ha producido durante los últimos años.

En definitiva, a pesar del peso relativamente bajo del mercado de renta variable en la economía china en comparación con las economías desarrolladas (48% del PIB frente al 146% en EE. UU.), y de los sesgos que a veces se producen en el tipo de empresas que figuran en los índices bursátiles, las grandes tendencias que caracterizan la transición económica en China también se reflejan en la evolución sectorial de la bolsa. Una tendencia que debería fortalecerse a medida que el mercado de renta variable vaya ganando peso y que se avance en la apertura de la economía a los inversores extranjeros.

Índice de la bolsa de Shanghai

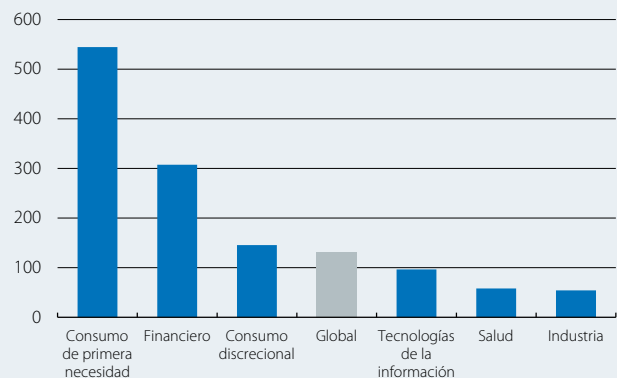
(Puntos)



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

Crecimiento de los principales sectores de la bolsa china desde el año 2000

(%)



Nota: Variación del índice sectorial entre mayo de 2000 y abril de 2017.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-may	28-abr	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	-6,8
Euríbor 12 meses	-0,13	-0,12	-1	-4,8	-11,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,75	-0,73	-2	5,1	-21,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,71	-0,73	2	5,6	-19,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,30	0,32	-2	9,2	16,1
Deuda pública a 10 años (España)	1,55	1,65	-10	16,6	7,7
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	125	133	-8	7,2	-8,6
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,00	1,00	0	25,0	50,0
Líbor 3 meses	1,20	1,17	3	20,4	51,6
Líbor 12 meses	1,72	1,77	-5	3,6	38,4
Deuda pública a 1 año	1,15	1,06	9	33,9	47,8
Deuda pública a 2 años	1,28	1,26	2	9,2	40,3
Deuda pública a 10 años	2,20	2,28	-8	-24,4	35,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-may	28-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2017 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	62	67	-4	-10,0	-10,0
Itraxx Financiero Sénior	70	74	-5	-23,7	-19,8
Itraxx Financiero Subordinado	158	167	-10	-63,7	-35,9

Tipos de cambio

	31-may	28-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,124	1,090	3,2	6,9	1,0
¥/€	124,560	121,530	2,5	1,3	1,1
£/€	0,872	0,841	3,7	2,2	13,5
¥/\$	110,780	111,490	-0,6	-5,3	0,0

Materias primas

	31-may	28-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	434,2	424,5	2,3	2,6	5,3
Brent (\$/barril)	50,3	51,7	-2,7	-11,5	1,2
Oro (\$/onza)	1.268,9	1.268,3	0,1	10,1	4,4

Renta variable

	31-may	28-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2017 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.411,8	2.384,2	1,2	7,7	15,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.554,6	3.559,6	-0,1	8,0	16,0
Ibex 35 (España)	10.880,0	10.715,8	1,5	16,3	20,4
Nikkei 225 (Japón)	19.650,6	19.196,7	2,4	2,8	14,0
MSCI emergentes	1.005,3	978,0	2,8	16,6	24,5
Nasdaq (EE. UU.)	6.198,5	6.047,6	2,5	15,1	25,3

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

COYUNTURA · La actividad económica sigue avanzando a buen ritmo

Los indicadores de actividad global siguen mostrando avances considerables en el 2T. Así, en abril, el índice de sentimiento empresarial (PMI) manufacturero para el agregado de las economías avanzadas se situó en una cómoda zona expansiva, en los 54,1 puntos (por encima del límite de los 50 puntos). En la misma línea, el indicador de actividad para el conjunto de las economías emergentes elaborado por el IIF siguió mostrando avances significativos, a pesar de la caída mensual. Todo ello avala el escenario de CaixaBank Research, que prevé una moderada aceleración del crecimiento mundial del 3,1% de 2016 al 3,5% en 2017.

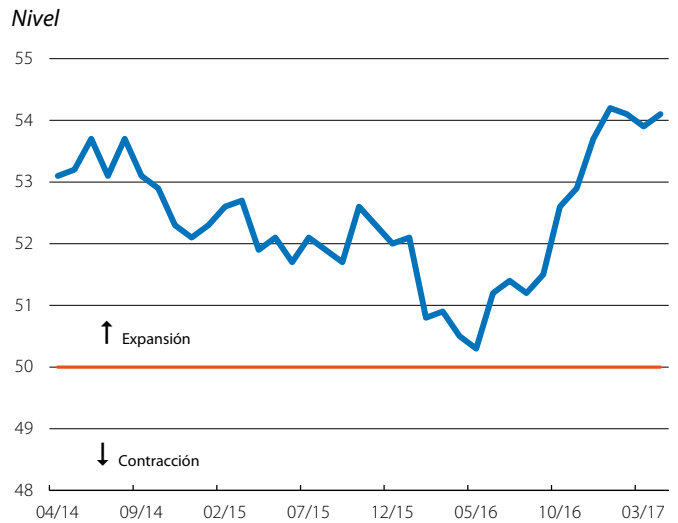
Sin embargo, el balance de riesgos está ligeramente sesgado a la baja. De entre los riesgos de carácter estrictamente económico, este mes ha cobrado especial atención el del elevado endeudamiento global, en particular, tras la rebaja del *rating* de China por parte de Moody's, aduciendo al incremento del nivel de deuda del país asiático en un contexto de desaceleración de crecimiento. A nivel político, una de cal y otra de arena definirían los acontecimientos del mes en cuanto a la evolución de la incertidumbre. En Francia, la victoria de Emmanuel Macron, que se impuso a Marine Le Pen en las elecciones presidenciales del pasado 7 de mayo, rebajó la incertidumbre reinante a nivel europeo y mundial. Por el contrario, al otro lado del Atlántico, la incertidumbre política repuntó, especialmente tras las polémicas alrededor del presidente Trump y ante las crecientes dudas sobre la capacidad de la nueva Administración de llevar a cabo las reformas prometidas. En este sentido, la reforma sanitaria que finalmente fue aprobada en la Cámara de Representantes necesitará ajustes relevantes para obtener la aprobación del Senado. De igual manera, la propuesta tributaria presentada a finales de abril precisará de cambios apreciables para acomodar el fuerte conservadurismo fiscal de una parte importante del propio Partido Republicano (véase el Focus «Reforma impositiva a la Trump», en este mismo Informe Mensual).

El acuerdo de la OPEP rebaja uno de los riesgos de este 2017. En este contexto, el acuerdo alcanzado por los países de la OPEP y otros grandes productores (como Rusia) de prolongar el recorte de producción de petróleo hasta marzo de 2018 apoya el escenario de CaixaBank Research de recuperación, aunque muy gradual, del precio del crudo. Una recuperación que favorece tanto a las economías exportadoras, porque alivia sus presiones fiscales, como a las importadoras, ya que aleja las presiones deflacionistas que se cernían sobre ellas y no daña en exceso su crecimiento.

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento del PIB del 1T se revisó ligeramente al alza, aunque todavía registra una desaceleración respecto al 4T 2016. El avance de la economía estadounidense en el 1T se situó en un moderado 0,3% intertrimestral (2,0% interanual). La pérdida de ritmo se debió a la significativa ralentización del consumo privado, a pesar de la revisión al alza con respecto a la estimación de hace un mes. Asimismo, también fue notable la fuerte contribu-

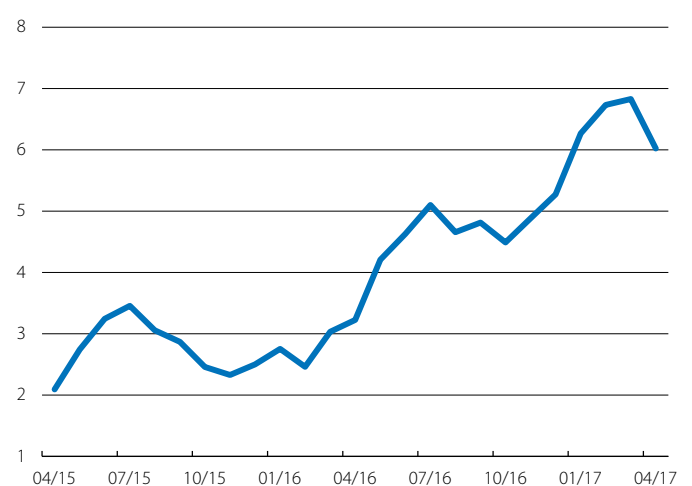
Economías avanzadas: PMI manufacturas



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

Emergentes: indicador de crecimiento del IIF

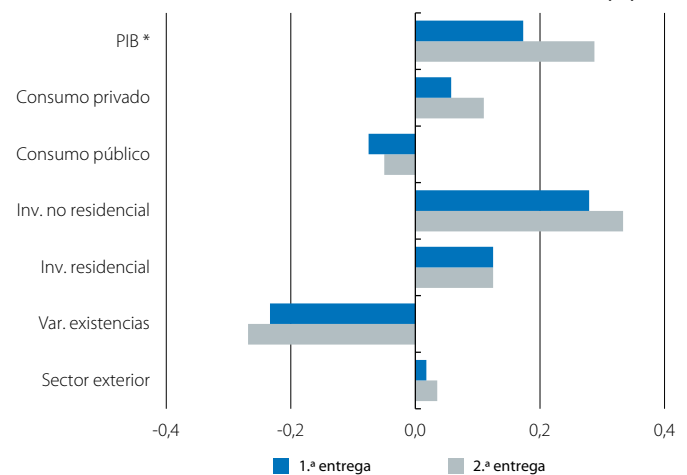
Crecimiento intertrimestral anualizado, media de tres meses (%)



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

EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2017 (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.

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

ción negativa del componente de existencias, que en la segunda estimación todavía restó más al avance del PIB: -0,3 p. p. a la tasa intertrimestral. Con todo, en conjunto, los indicadores de actividad más recientes apuntan a una considerable aceleración del crecimiento del PIB en el 2T. En esta línea, el modelo de previsión de la Fed de Atlanta estima un avance del 3,7% en términos intertrimestrales anualizados (frente al 1,2% en el 1T).

La Fed, lista para una nueva subida tras mantener el tipo de interés de referencia en el intervalo 0,75%-1,00% en su reunión de mayo. El contenido de las minutas de la última reunión reveló que la mayoría de miembros del Comité Federal de Mercado Abierto considera que «pronto sería apropiado» dar un paso más en la retirada de estímulos monetarios. Ello apunta a una subida de tipos oficiales en la reunión de junio, tal y como prevé CaixaBank Research. Y es que la institución valoró como transitoria la ralentización observada en el 1T, restó importancia al registro de inflación de marzo (que estuvo por debajo de lo esperado) y reafirmó el fortalecimiento del mercado laboral.

La cercanía de la economía de EE. UU. a una situación de pleno empleo apoya la continuidad en el proceso de normalización monetaria de la Fed. Los datos del mercado laboral de abril fueron robustos: se crearon 211.000 puestos de trabajo, la tasa de paro descendió ligeramente hasta el 4,4% y los salarios avanzaron un considerable 2,5% interanual. Para aquellos que defienden que todavía existe un significativo margen de mejora del mercado laboral estadounidense y esgrimen la baja tasa de empleo como prueba de dicho margen, cabe destacar que buena parte de los menores niveles actuales (en relación con los niveles precrisis) se deben a un envejecimiento de la población en edad de trabajar (véase el gráfico). En este contexto, el escenario de CaixaBank Research estima dos subidas adicionales del tipo de interés de referencia en 2017 (junio y septiembre), el anuncio del cese de la política de reinversión de los bonos de cartera a finales de 2017 y tres subidas más en 2018.

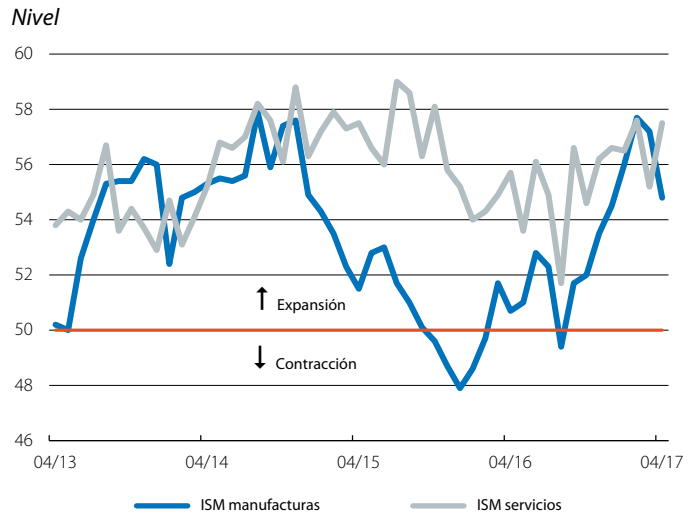
JAPÓN

Los datos más recientes de Japón arrojan cierto optimismo. En particular, el PIB de Japón en el 1T sorprendió en positivo, con un avance intertrimestral del 0,5% (1,6% interanual). Con este avance, Japón encadenó cinco trimestres de tasas positivas, algo que no había ocurrido en los últimos 11 años. El crecimiento estuvo apoyado, nuevamente, por la contribución de las exportaciones, que, a su vez, se vieron favorecidas por la debilidad del yen. Asimismo, en este trimestre destacó también el avance del consumo privado. Un elemento que, sin embargo, todavía no muestra la fuerza necesaria, a pesar de la robustez que muestra el mercado laboral (con una tasa de paro en el 2,8%). Sin duda, la falta de vitalidad de los precios en Japón es un factor que pesa en este poco vigor del consumo y que son un recordatorio de los peligros que entrañan las presiones deflacionistas. En particular, la inflación japonesa aumentó ligeramente en abril, hasta el 0,4%, pero aún se situó en cotas bajas.

EMERGENTES

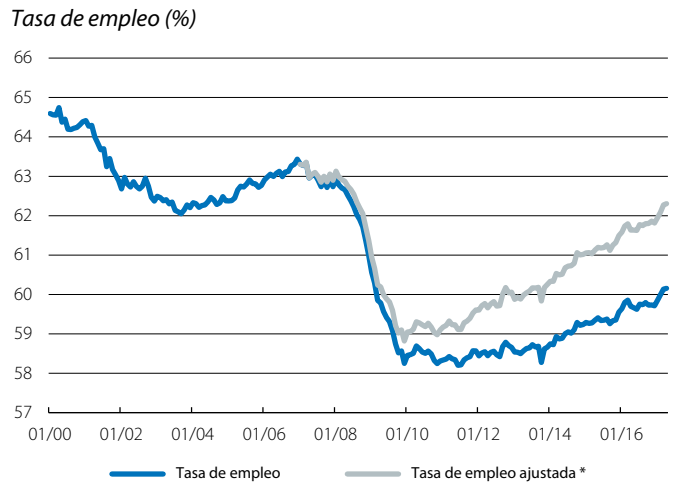
De momento, la incertidumbre no ha hecho mella en los flujos de cartera hacia los emergentes. Los flujos de capital de cartera hacia las economías emergentes anotaron notables entradas de capital extranjero, tanto en abril como en mayo, a

EE. UU.: indicadores de actividad



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

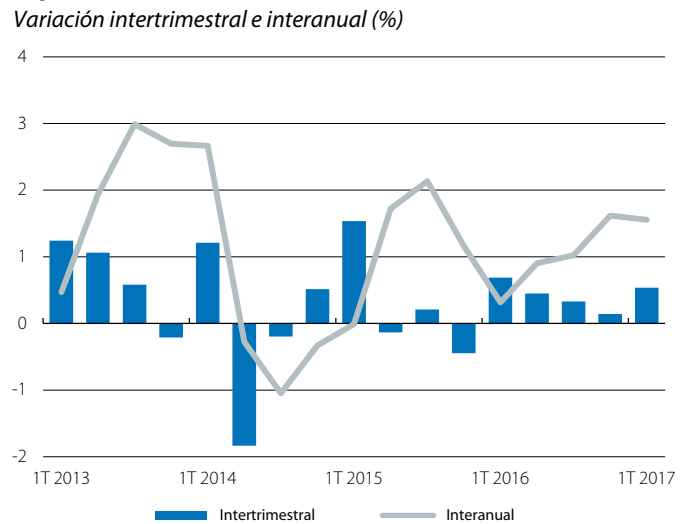
EE. UU.: mercado laboral



Nota: * En la tasa de empleo ajustada mantenemos constante la proporción por edades de la población a niveles de enero de 2007.

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

Japón: PIB



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

pesar de las polémicas alrededor del presidente Trump y de la continuidad en el proceso de normalización de la Fed. En particular, en ambos meses se anotaron entradas por valor de 21.000 millones de dólares según datos del IIF, lo que supone cuatro meses consecutivos por encima de los 20.000 millones, la mejor racha desde 2014.

La rebaja del rating de China, sin embargo, alerta de los riesgos existentes. Moody's revisó a la baja la calificación crediticia de la deuda del país, de Aa3 a A1, ante el elevado y creciente nivel de deuda del país. En los últimos ocho años, el nivel de deuda ha aumentado en más de 100 puntos de PIB, hasta situarse en el 250% del PIB en 2016, principalmente ante el fuerte endeudamiento ocurrido en el sector corporativo. Una dinámica que no se limita a China, sino que es generalizable a numerosos emergentes, y que, ante un aumento de los costes de financiación, es una fuente de riesgo relevante.

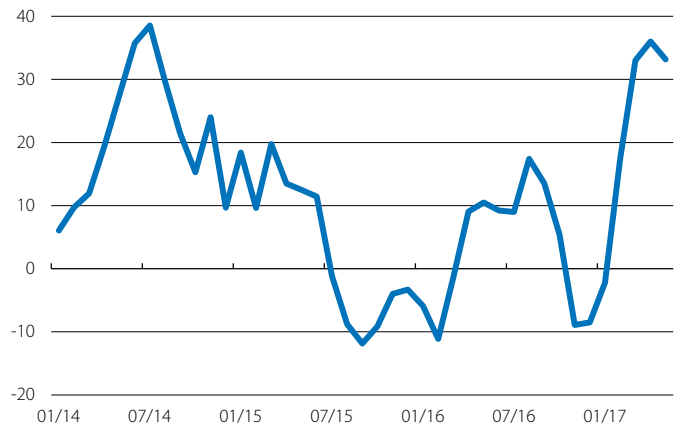
Con todo, China sigue transitando hacia una desaceleración controlada de su crecimiento económico. Así, los datos de actividad del mes de abril se moderaron, pero mantuvieron el buen tono. En particular, la producción industrial avanzó un considerable 6,5% interanual, 4 décimas por encima del crecimiento promedio de los últimos dos años, pero por debajo del dato de marzo (7,6%). Las ventas minoristas, por su parte, crecieron un 10,7%, un leve retroceso respecto al mes anterior (10,9%). Por otra parte, la inflación se situó en el 1,2% en abril, una cifra modesta aunque algo por encima del dato de marzo (0,9%).

La India creció por debajo de lo esperado, aunque de manera temporal. En el 1T 2017, el PIB creció un 6,1% interanual, significativamente por debajo del 7,0% del trimestre anterior. A falta de un mayor detalle en los datos, parece que los efectos de la desmonetización, la retirada de billetes de mayor denominación que se llevó a cabo en noviembre de 2016, se han dejado notar en los datos de crecimiento económico con cierto retraso. Se trata, sin embargo, de un bache transitorio, ya que los recientes datos de actividad sugieren que la economía india se va recuperando y está dejando definitivamente atrás el shock monetario.

La incertidumbre política en los emergentes vino de la mano de Brasil, mientras que Rusia aceleró su crecimiento económico. La aparición de posibles pruebas de prácticas delictivas que supuestamente podrían involucrar al actual presidente del Brasil, Michel Temer, ha generado un nuevo episodio de incertidumbre política en el país. Con todo, existe escasa voluntad en el parlamento de repetir un nuevo proceso de destitución presidencial lo que, junto a la fuerte erosión del PT (Partido de los Trabajadores, de Lula y Rousseff), hace esperar que el Gobierno se mantenga hasta las elecciones presidenciales de 2018. En este contexto, los datos más recientes siguen confirmando una salida de la recesión muy lenta (crecimiento del 0,7% en 2017, tras el -3,6% en 2016). Por el contrario, Rusia, el otro gran emergente que en 2016 se encontraba en recesión (-0,2%), vio acelerar moderadamente su ritmo de crecimiento. El PIB creció un 0,5% interanual en el 1T 2017, a comparar con el 0,3% del trimestre anterior. A falta de disponer del desglose por componentes, los indicadores de actividad sugieren que las tendencias que se habían puesto de manifiesto en el tramo final de 2016 se mantienen: un menor deterioro de la demanda interna combinado con una aportación del sector exterior positiva. Así, el escenario de CaixaBank Research para la economía rusa es el de un avance del 1,3% para el cómputo total de 2017.

Emergentes: entradas de capital *

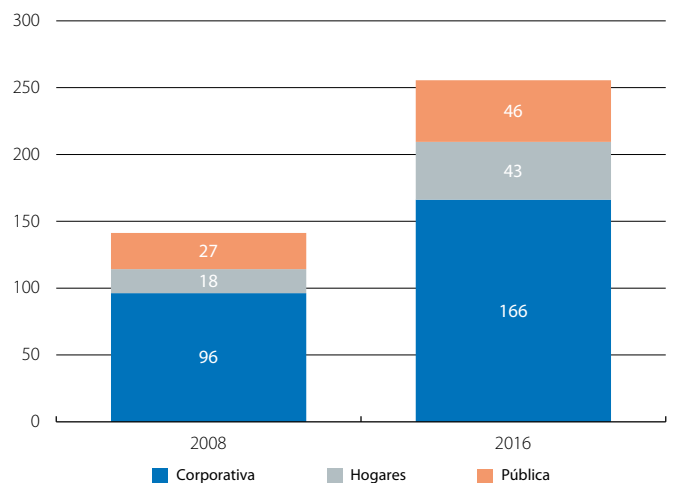
Media móvil de tres meses (miles de millones de dólares)



Nota: * Flujos de cartera mensuales (deuda y acciones) de no residentes hacia emergentes. Países incluidos: Brasil, Chile, China, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia, Sudafrica y Turquía. El signo negativo indica salidas mensuales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: deuda

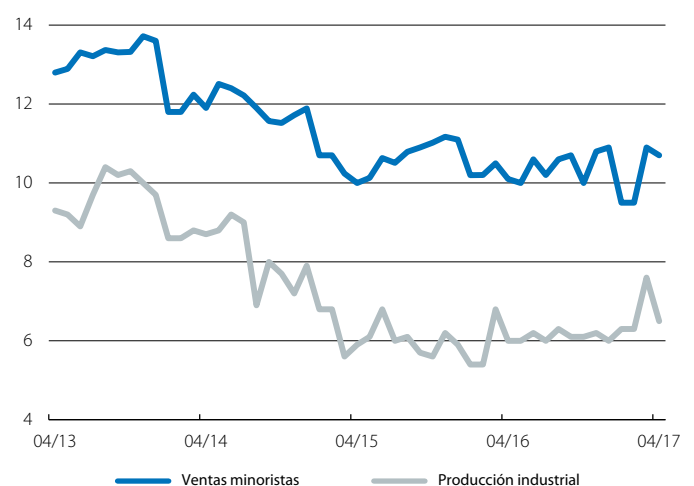
(% del PIB)



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Malasia: ¿el eslabón débil del Sudeste Asiático?

Malasia es un país que ha experimentado un destacable dinamismo económico con un crecimiento anual promedio del 4,8% entre 2006 y 2016, una dinámica que tiene visos de continuar: el FMI estima que la economía malasia continuará creciendo a un ritmo entre el 4% y el 5% en el próximo lustro. Además, el país cuenta con unos fundamentos macroeconómicos sólidos: la inflación, en torno al 2%, es moderada, el país tiene un holgado superávit por cuenta corriente (alrededor del 2% del PIB) y el déficit fiscal (3% del PIB) se ha mantenido contenido pese a la mengua de ingresos por los bajos precios del crudo (el país es uno de los principales productores asiáticos de gas y petróleo). Y, sin embargo, Malasia es uno de los países que se ha mostrado más sensible a los episodios de volatilidad financiera a nivel global. El ejemplo paradigmático se produjo tras la elección de Trump en noviembre de 2016: dos semanas después de su victoria, el ringgit se había depreciado casi un 6% frente al dólar, una de las mayores caídas entre las divisas emergentes, y las salidas de capitales fueron considerables. La distancia entre lo que parece ser un cuadro macroeconómico sólido y la sensibilidad que han mostrado los inversores justifica interrogarse sobre hasta qué punto nos debe preocupar este país pequeño en perspectiva asiática (30,8 millones de habitantes) y relativamente poco conocido.

El aspecto que parece estar pesando más en la valoración de los inversores internacionales es el grado elevado de exposición del país a las políticas económicas y monetarias de los EE. UU. No en vano, según el IIF, Malasia es el cuarto país emergente más expuesto a ellas (tras México, Corea y China).¹ En particular, un aumento de los tipos monetarios de la Fed más pronunciado de lo previsto tensionaría las condiciones financieras de algunas empresas malasias, ya que podría presionar a la baja el ringgit, y muchas de ellas se han endeudado en dólares de modo considerable. Por ejemplo, si se toma en consideración la deuda en dólares del sector corporativo como porcentaje de PIB, Malasia ocupa la segunda posición del Sudeste Asiático con un 6,1%, tan solo por detrás de Singapur con un 6,7%, y no muy lejos de México y Brasil, con porcentajes del 11% y 7,8%, respectivamente. En este contexto, es importante analizar la capacidad de respuesta ante futuros episodios de esta índole. En Malasia, esta se ha basado en el tipo de cambio, que fluctúa de forma controlada, y en el nivel de reservas internacionales. Aquí, de nuevo, el inversor puede estar algo preocupado porque el margen de maniobra no es tan holgado como antes: actualmente, la ratio de reservas respecto a la deuda externa con un vencimiento inferior a un año se emplaza según el FMI por debajo de 1, lo que sugiere una capacidad de respuesta a corto plazo más limitada.

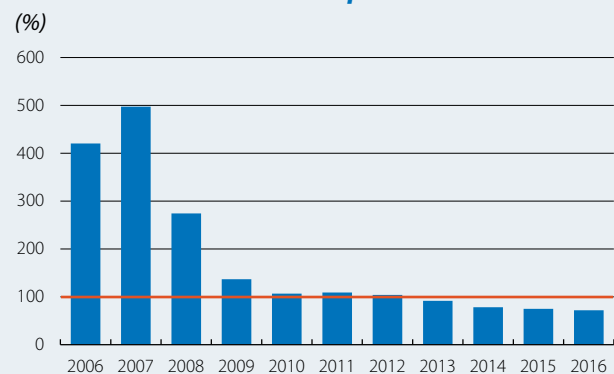
Sin negar que todos estos elementos deben ser parte de un mapa de riesgos, hay que señalar que una lectura más contextualizada debería mitigar los temores más exacerbados. Es cierto que el recurso a endeudarse en moneda extranjera no ha sido despreciable y que la deuda externa bruta ha

aumentado de forma notable y se sitúa en torno al 70% del PIB, muy cerca de los umbrales de vulnerabilidad habituales para los emergentes. Sin embargo, la preocupación por la deuda externa prácticamente se desvanece cuando tenemos en cuenta que, en agregado, Malasia es un acreedor neto a nivel internacional con una posición inversora internacional neta (PIIN²) que representa el 6% del PIB. Además hay que tomar en consideración que muchas compañías se benefician de una cobertura natural al ser exportadoras que cobran en dólares, y para las que no, el banco central facilita que puedan cubrirse con productos financieros como derivados.

Minimizada la magnitud del problema por el flanco de la financiación exterior, ¿podría ser que, a pesar de no estar directamente vinculado con el endurecimiento de las condiciones monetarias internacionales, el riesgo estribe en una acumulación de deuda nacional excesiva? En este ámbito, el contraste entre una mirada superficial y una más profunda es crucial. La deuda total no financiera representa el 191% del PIB, la más elevada del Sudeste Asiático. La deuda de los hogares, que representa el 89% del PIB, está por encima del umbral generalmente recomendado, en torno al 60% del PIB.³ Con todo, si se analiza la situación más en detalle, se observa que los activos financieros de los hogares se sitúan en niveles cercanos al 180% del PIB, mientras que la deuda corporativa no financiera está controlada gracias a las coberturas naturales y financieras antes mencionadas, y el sector corporativo tiene una tasa de morosidad baja. Por su parte, la deuda pública se sitúa en cotas relativamente contenidas (56% del PIB) aunque un tercio del total se encuentra en manos de inversores extranjeros, un peso superior a la mayoría de emergentes.

A modo de conclusión, el país presenta unos fundamentos y unas perspectivas macroeconómicas firmes. Ciertamente, la deuda ha aumentado, pero no parece que cuando se contempla la situación del conjunto de la economía surjan señales de alarma. Y aunque nadie niega que habrá que estar atento a cómo se materializa el vínculo entre endurecimiento financiero internacional e impacto nacional, los episodios de dudas deberían ser puntuales y las perspectivas positivas a largo plazo, prevalecer.

Malasia: reservas internacionales respecto a la deuda externa a corto plazo *



Nota: * La deuda externa a corto plazo se calcula con el periodo de vencimiento residual, es decir, incluyendo la deuda con un vencimiento original a más de un año a la que le queda un periodo inferior a un año para vencer.

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

1. Véase Capital Flows Report, febrero de 2017, «Eye of the Trumpstorm».
2. La PIIN es la diferencia entre los activos que los residentes en Malasia tienen en el resto del mundo y los activos del resto del mundo en Malasia.
3. Véase Lombardi, M., Mohanty, M. y Shim, I. (2017), «The real effects of household debt in the short and long run», BIS Working Paper No 607.

FOCUS · Reforma impositiva a la Trump

Tal y como había prometido en campaña Donald Trump, a finales de abril su Administración presentó una propuesta de reforma impositiva que promueve un fuerte recorte de tipos. Sin embargo, para sorpresa de muchos, no incluía prácticamente ninguna medida para contrarrestar el mayor coste que dichos recortes podrían acarrear sobre las arcas públicas si finalmente se aprueban.¹ En este sentido, la elevada deuda pública del país, junto al moderado déficit público (4,4% del PIB en 2016) y el fuerte conservadurismo fiscal de una importante facción del Partido Republicano, asegura largas discusiones y, muy probablemente, cambios relevantes sobre la propuesta original.

La reforma plantea una ambiciosa reducción de los tipos impositivos tanto sobre las personas físicas como sobre las empresas. Así, por ejemplo, en el ámbito de las empresas, el tipo pasaría del 35% actual al 15%. Además, se aplicaría una imposición territorial, por lo que los beneficios que obtienen las empresas en el extranjero no tendrían que tributar de nuevo en EE. UU., lo que favorecería la repatriación de beneficios de las grandes multinacionales. Respecto a las personas físicas, además del recorte del tipo marginal máximo (del 39,6% al 35%) y de la reducción del número de tramos, se propone eliminar la denominada tributación mínima alternativa, que supone un nivel de tributación mínimo para aquellas personas que se pueden beneficiar de múltiples deducciones.

El cambio propuesto, por tanto, es marcadamente regresivo. A modo ilustrativo, y según un análisis del Tax Policy Center, mientras que el ciudadano medio disfrutaría de un recorte impositivo promedio del 1,8%, los ciudadanos con los ingresos del quintil más elevado (esto es el 20% de la población con más ingresos) recibirían un recorte promedio del 6,6%. Una rebaja que se elevaría al 14,2% para el top 0,1% de los ciudadanos.²

Por otro lado, la propuesta comportaría un incremento significativo de la deuda pública. En particular, el coste recaudatorio neto se situaría en torno a los 5,5 billones de dólares en los próximos 10 años, en torno al 3% del PIB anual. Y este procedería, principalmente, del perímetro empresarial (aproximadamente el 70% del total), ya que en el ámbito de las personas físicas la cancelación de un gran número de deducciones compensaría parte del coste de la fuerte rebaja de los tipos impositivos. De este modo, se calcula que si se aprueba el plan presentado por la Administración Trump, la deuda pública neta pasará del 77% del PIB al 111% en 2027. Un nivel que palidece al lado del 45% que ostentaba antes de la gran crisis.³

Los defensores de dicho plan argumentan que el aumento de la recaudación derivado del mayor crecimiento económico, como consecuencia de unos mayores incentivos al trabajo, al ahorro y a la inversión, contrarrestaría el coste extra. Sin embargo, un simple cálculo muestra que, para neutralizar el coste fiscal antes comentado, EE. UU. debería registrar una tasa de crecimiento económico del 4% anual durante los próximos 10 años. Una cifra muy por encima del crecimiento a largo plazo que estima la Fed, del 1,8%, por encima del crecimiento promedio de la economía estadounidense desde 1960, del 3%, e incluso superior al que prevé la propia Administración Trump.

Además, es difícil que, en un entorno cercano al pleno empleo como el actual, la economía estadounidense pueda acelerar significativamente el crecimiento si no es con políticas que aumenten el crecimiento de la productividad. De hecho, en el entorno actual, una política fiscal expansiva como la que plantea la Administración Trump con la reforma tributaria muy probablemente presionaría al alza la inflación, lo que forzaría a la Fed a acelerar el proceso de normalización monetaria y, por tanto, el impacto de la reforma sobre la inversión sería limitado.

EE. UU.: reforma impositiva de la Administración Trump

		Actual	Propuesta			Actual	Propuesta
 EMPRESAS	Tipo corporativo	35%	15%	 PERSONAS FÍSICAS	Tipo marginal máximo	39,6% (7 tramos)	35% (3 tramos)
	Tipo s/ renta extranjera	35% cuando se repatrian ganancias	Tributación territorial (exime de tributación)		Rendimientos de capital mobiliario	Ganancias patrimoniales 50% Dividendos 40% Intereses 30%	20% 20% Sin esp.
	Tratamiento especial de importaciones y exportaciones	No	No ajuste transfronterizo (la revisión es posible pero poco probable)		Deducción estándar (por matrimonio)	\$ 12.600	\$ 24.000
	Gasto neto de intereses	Deducción ilimitada	Sin esp.		Deducción por impuestos estatales y locales	Ilimitado	Revocar
			Tributación Alternativa ¹		Aplica	Revocar	

Nota: 1. Alternative Minimum Tax (AMT) es un código impositivo que aplica a cierto tipo de personas con ingresos elevados y que les suele comportar un pago mayor.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de información de la Casa Blanca y del Committee for a Responsible Federal Budget.

1. A finales de mayo, la Administración presentó una propuesta presupuestaria para el año fiscal 2018 que especificaba reducciones significativas en ciertas partidas de gastos. Sin embargo, numerosas de ellas ya han empezado a suscitar polémica entre los miembros de las distintas Cámaras.

2. Véase Tax Policy Center (2016), «An Analysis of Donald Trump's revised Tax Plan». Este análisis, sin embargo, asume una reducción del tipo marginal máximo de las personas físicas del 39,6% actual al 33%.

3. Véase la nota elaborada por el Committee for a Responsible Federal Budget del mes de abril («How Much Will Trump's Tax Plan Cost?»). Según estimaciones del Congressional Budget Office - CBO (2017), «The Budget and Economic Outlook: 2017 to 2027», si no se aprueba el plan, la deuda pública neta aumentará hasta el 89% en 2027.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Actividad								
PIB real	2,6	1,6	1,3	1,7	2,0	2,0	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,3	3,8	4,3	3,4	3,4	3,9	3,7	...
Confianza del consumidor (valor)	98,0	99,8	94,8	100,7	107,8	117,5	119,4	117,9
Producción industrial	-0,7	-1,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,6	2,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,5	51,5	51,1	53,3	57,0	54,8	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.107	1.177	1.158	1.150	1.248	1.242	1.172	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	179	189	188	189	192	197	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,4	59,7	59,7	59,8	59,7	60,0	60,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	...	...
Precios								
Precios de consumo	0,1	1,3	1,0	1,1	1,8	2,5	2,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,9	...

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Actividad							
PIB real	1,1	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6	-
Confianza del consumidor (valor)	41,3	41,7	41,2	42,1	42,2	43,4	43,2
Producción industrial	-1,2	-0,2	-1,5	1,0	2,8	3,9	7,2
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	6,0	6,0	10,0	12,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,2	3,0	3,1	2,9	2,8
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-0,5	0,7	0,1	0,5	0,7	0,7	0,9
Precios							
Precios de consumo	0,8	-0,1	-0,3	-0,5	0,3	0,3	0,4
Precios de consumo subyacente	1,0	0,4	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,3

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

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

CHINA

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Actividad							
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	-
Ventas al por menor	10,7	10,4	10,2	10,5	10,6	10,0	10,7
Producción industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,1	6,8	6,5
PMI manufacturas (oficial) (valor)	49,9	50,3	50,1	50,2	51,4	51,6	51,2
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	608	513	576	554	513	469	468
Exportaciones	-2,3	-8,3	-7,5	-7,0	-5,2	8,2	8,3
Importaciones	-14,2	-5,7	-7,1	-4,7	2,1	24,0	11,8
Precios							
Precios de consumo	1,4	2,0	2,1	1,7	2,2	1,4	1,2
Tipo de interés de referencia ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,6	6,5	6,7	6,8	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 · Perspectivas más sólidas para la actividad de la eurozona

La recuperación gana tracción mientras la incertidumbre se modera. Tras las revisiones al alza del crecimiento de la eurozona llevadas a cabo por el Banco Central Europeo (BCE), en marzo, y el Fondo Monetario Internacional, en abril, este mes de mayo la Comisión Europea también ha mejorado las perspectivas de la eurozona y espera un avance de la actividad del 1,7% en 2017 y del 1,8% en 2018. Este encadenamiento de revisiones al alza refleja la reducción de los riesgos negativos alrededor de la economía de la eurozona (especialmente los de origen doméstico) y la consolidación de la mejora de los indicadores de sentimiento económico que, desde finales de 2016, se sitúan, sostenidamente, en máximos de los últimos años. En esta misma línea, desde CaixaBank Research también hemos mejorado las perspectivas de la actividad de la eurozona hasta el 1,9% en 2017 y el 1,8% en 2018, con una revisión al alza generalizada entre países y apoyada en la solidez de la demanda doméstica, la recuperación gradual del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias. Sin embargo, como comentó la Comisión en la actualización de su escenario, la economía europea sigue operando en un entorno de incertidumbre e importantes riesgos globales. Además, existen lastres que impiden una aceleración del crecimiento a medio plazo, como el elevado endeudamiento y el bajo crecimiento de la productividad. En este sentido, una de las tareas pendientes continúa siendo profundizar en la integración europea, un proceso que podría recibir un empuje renovado del nuevo presidente francés, el europeísta Emmanuel Macron, que salió elegido en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales con más de un 60% de los votos.

El crecimiento de la eurozona se fortalece. La estimación preliminar de Eurostat apunta a que el PIB de la eurozona creció un 0,5% intertrimestral en el 1T, el mismo registro que en el trimestre anterior, y un 1,7% en términos interanuales. El buen tono fue generalizado por países, con avances intertrimestrales del PIB especialmente destacables en Portugal (1,0%) y España (0,8%), pero también con buenos datos en Alemania (0,6%) y Francia (0,4%). En negativo, Italia siguió mostrando un crecimiento débil (0,2% intertrimestral). Más allá de la eurozona, en el 1T los países de la Europa emergente también exhibieron buenos datos y aceleraron su ritmo de crecimiento: Rumanía registró un avance del 5,6% interanual y Polonia y Hungría sorprendieron al alza, ambas con un crecimiento del 4,1% interanual.

Los indicadores de actividad apuntan a que el 2T mantiene un ritmo de avance sólido. En el conjunto de la eurozona, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) se situó en mayo en los 56,8 puntos, el mismo registro que en abril. Con ello, el indicador de sentimiento se mantiene en zona claramente expansiva de la actividad y alcanza máximos desde abril de 2011. Por países, conocimos los registros de Francia y Ale-

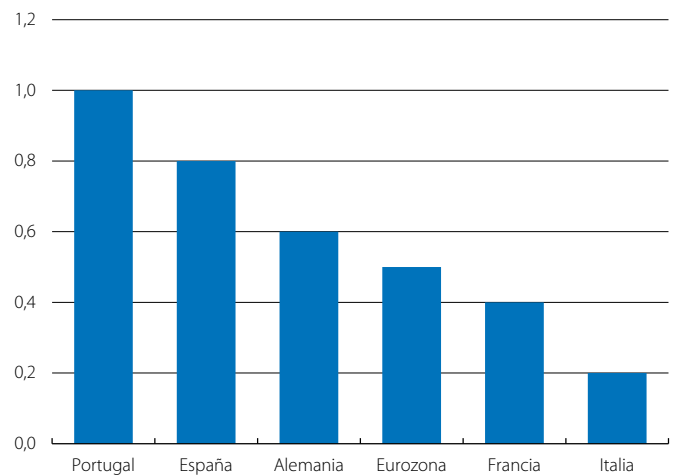
Previsiones del PIB de la Comisión Europea Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión febrero 2017 (p. p.)	
	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,7	1,8	▲ 0,1	=
Alemania	1,6	1,9	=	▲ 0,1
Francia	1,4	1,7	=	=
Italia	0,9	1,1	=	=
España	2,8	2,4	▲ 0,5	▲ 0,3
Portugal	1,8	1,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Reino Unido	1,8	1,3	▲ 0,3	▲ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Spring 2017).

Eurozona: PIB del 1T 2017

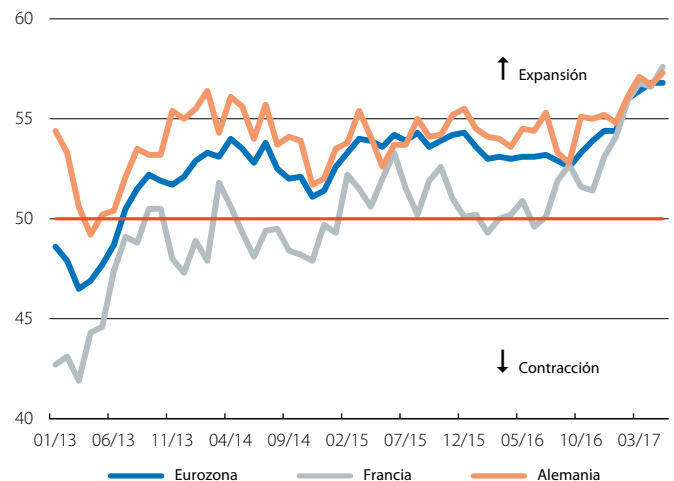
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

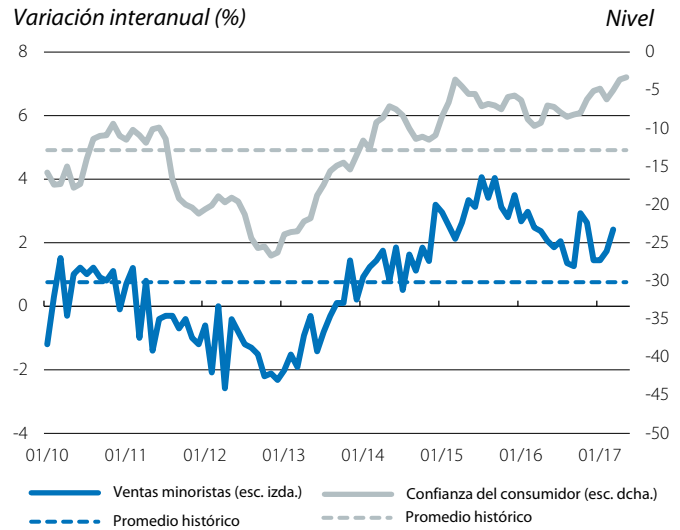
mania, que también se mantienen en máximos desde 2011: 57,6 puntos en Francia, máximo desde mayo de 2011, y 57,3 puntos en Alemania, máximo desde abril de 2011. Aunque con algo más de rezago en su publicación, otros indicadores también apuntan a una mayor solidez de la actividad. En este sentido, en marzo, la producción industrial de la eurozona aumentó un 1,9% interanual, fruto de un avance generalizado entre los principales países de la eurozona (1,3% en Alemania, 2,0% en Francia, 2,8% en Italia y 0,4% en España).

El consumo de las familias apoya el avance de la economía. Las ventas minoristas de la eurozona aumentaron un 2,4% interanual en marzo, cerrando el 1T con una aceleración respecto a los registros de enero y febrero. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona mantiene la dinámica de mejora observada desde mediados de 2016 y este mayo se situó en los -3,3 puntos, ligeramente por encima del registro de abril y en un nivel de máximos desde el año 2007. El buen tono del consumo privado se apoya en unas condiciones financieras acomodaticias, favorecidas a corto plazo por la política monetaria expansiva del BCE, y la mejora del mercado laboral como factor de medio plazo (en abril, la tasa de paro se situó en el 9,3%, la más baja desde marzo de 2009).

Las condiciones financieras acomodaticias facilitan el acceso al crédito para las empresas. Según recoge la última encuesta de acceso a la financiación externa por parte de las empresas, recopilada por el BCE, entre octubre de 2016 y marzo de 2017 la demanda de crédito de las pymes aumentó moderadamente en el conjunto de la eurozona. En la encuesta, las pymes señalan que este aumento de sus necesidades de financiación externa estuvo acompañado de una mayor disponibilidad de crédito bancario y de unos menores tipos de interés. En esta línea, en la encuesta, las pymes indican que la disponibilidad de financiación externa no es una de las principales preocupaciones a las que se enfrentan. Ello refleja tanto la consolidación de la recuperación, que mejora las perspectivas económicas de las empresas y su solvencia, como la transmisión de la política monetaria expansiva del BCE, que se traduce en unas condiciones financieras acomodaticias que apoyan la recuperación de la eurozona.

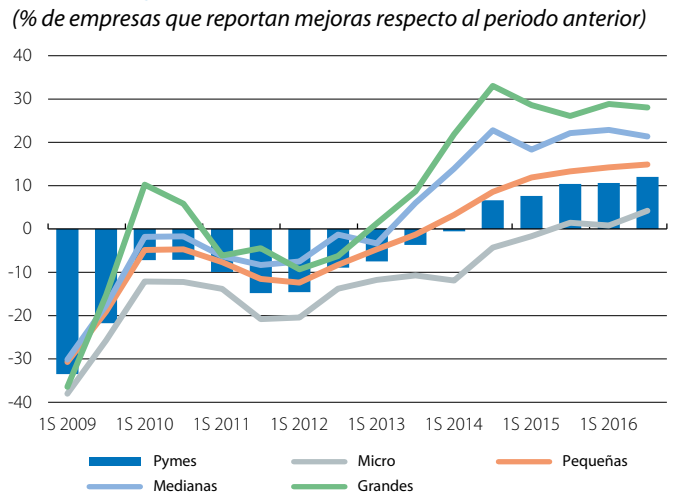
La inflación mantiene una senda de normalización. En mayo, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,4%, -0,5 p. p. respecto al registro de abril debido a una menor contribución del componente energético, que responde a la desaparición gradual del efecto escalón del precio del petróleo, y de los servicios. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados), se situó en el 1,0%, -0,2 p. p. respecto al registro de abril, debido a la desaparición del efecto calendario de Semana Santa, que, al caer este año enteramente en abril (en marzo el año anterior), había producido un aumento temporal de los precios de los servicios relacionados con paquetes vacacionales. Pasados estos movimientos volátiles temporales, en los próximos meses la inflación subyacente proseguirá con una recuperación gradual, apoyada por la mejora del mercado laboral, mientras que la inflación general irá convergiendo hacia la sub-

Eurozona: indicadores de consumo



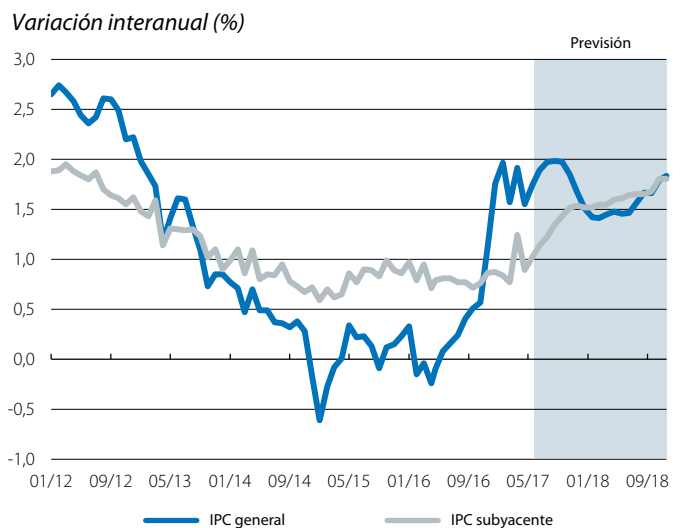
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Eurozona: acceso de las empresas a la financiación externa según el tamaño de la empresa



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

Eurozona: IPC armonizado



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

yacente a medida que desaparece el efecto base de las caídas del precio del petróleo en 2014 y 2015 y su posterior recuperación a lo largo de 2016.

PORTUGAL

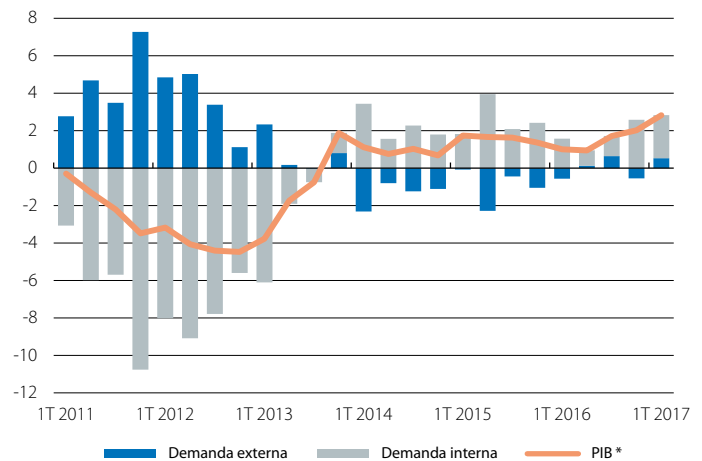
Mejoran las perspectivas económicas en Portugal. La economía lusa aceleró el ritmo de crecimiento en el 1T hasta el 1,0% intertrimestral (frente al 0,7% en el 4T) y el 2,8% en términos interanuales. En el desglose por componentes, destaca la importante contribución de la demanda interna (+2,3 p. p.), liderada por el avance del consumo privado (2,2% interanual) y la inversión (8,9%), mientras que la variación de existencias restó 0,5 p. p. al crecimiento interanual. La demanda externa también contribuyó positivamente (+0,5 p. p.), con un fuerte crecimiento de las exportaciones (9,7% interanual) y, reflejando la solidez de la demanda interna, de las importaciones (8,0%). Con este buen dato del 1T y unos indicadores de actividad que apuntan a una aceleración del crecimiento en 2017, CaixaBank Research ha revisado al alza las previsiones para 2017, hasta el 2,5%, y 2018, hasta el 1,8%. De este modo, se espera que en los próximos meses la economía de Portugal mantenga un avance sólido y basado en un patrón de crecimiento más equilibrado entre demanda interna y externa.

La Comisión Europea recomienda cerrar el Procedimiento de Déficit Excesivo para Portugal. La Comisión ha realizado una evaluación positiva del Plan de Estabilidad 2017-2021 presentado por el Gobierno portugués a finales de abril. En él, el Gobierno proyecta para 2017 un déficit público del 1,5% del PIB y una deuda pública del 127,9% del PIB, cifras sensiblemente inferiores a las de 2016 (déficit del 2,0% y deuda del 130,4%). Además, el Plan de Estabilidad contempla que el presupuesto público reduzca el déficit paulatinamente hasta cerrar 2021 con un superávit presupuestario del 1,3% y una deuda pública del 109,4%. En su recomendación, la Comisión ha valorado positivamente que Portugal ya cerrara 2016 con un déficit inferior al 3% que marcan los tratados de la UE y, además, ha considerado que el Plan de Estabilidad presentado garantiza que el Gobierno luso mantendrá el saldo público dentro de los criterios de los tratados europeos. De este modo, se espera que el Consejo Europeo siga la recomendación de la Comisión y haga efectivo el cierre del Procedimiento de Déficit para Portugal, lo que contribuirá a que la economía portuguesa se beneficie de unas mejores condiciones financieras por parte de los inversores.

La inflación se normaliza gradualmente. Tras las bajas inflaciones registradas en 2014, 2015 y 2016, fruto del impacto de las caídas del precio del petróleo, en el 1T 2017 la inflación general se situó en el 1,4%, aupada por el aumento de los precios energéticos. En abril, a esta contribución del componente energético se le sumó el efecto calendario de Semana Santa, con aumentos de los precios de bienes y servicios relacionados con el transporte, la restauración y la hostelería. Así, la inflación general experimentó un fuerte rebote hasta el 2,4%. En los próximos meses, estos efectos temporales se desvanecerán y la inflación mantendrá una dinámica de recuperación suave, apoyada en la mejora del mercado laboral y el aumento de los precios globales para las importaciones de bienes intermedios.

Portugal: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



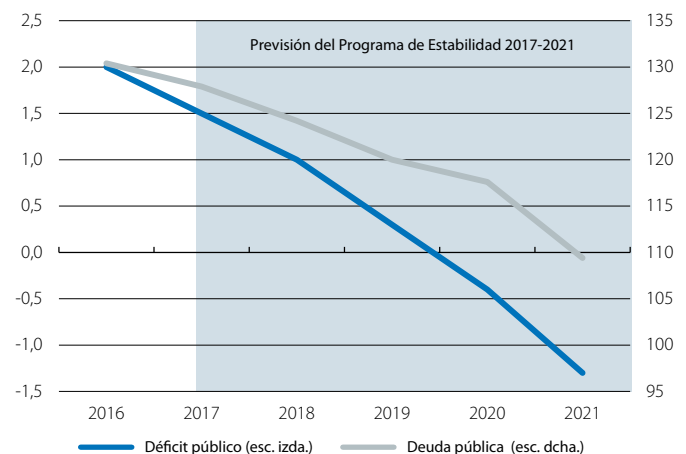
Nota: * Variación interanual (%).

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

Portugal: déficit y deuda pública según el Programa de Estabilidad

(% del PIB)

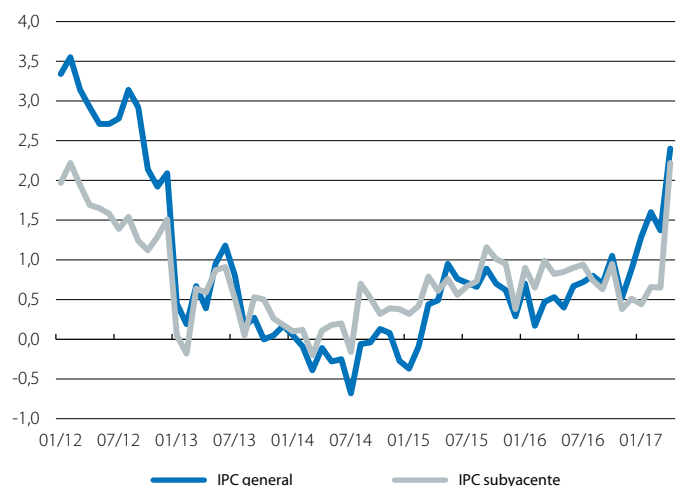
(% del PIB)



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

Portugal: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Rastreado la inflación subyacente: la cadena de formación de precios

Debido a la reciente volatilidad de los precios energéticos y de los alimentos no procesados, para poder analizar las dinámicas de fondo de los precios, el BCE ha centrado su atención en la evolución de la inflación subyacente, que excluye estos componentes. En Focus anteriores,¹ hemos analizado cómo la evolución de la inflación subyacente depende del mercado laboral. Una de las razones es que el principal componente de la inflación subyacente, los servicios, con el 54% de la cesta, es especialmente intensivo en el factor trabajo. Sin embargo, hay otro componente importante que recibe menos atención: los bienes industriales no energéticos (BINE), que representan el 32% de la cesta.² Como se observa en el primer gráfico, la inflación de los BINE está mucho menos ligada a la posición cíclica de la economía. ¿Cuáles son, pues, sus determinantes clave y perspectivas?

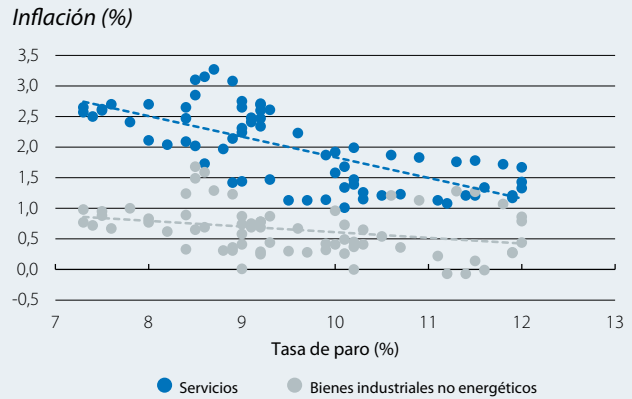
Los BINE son bienes manufacturados³ y sus precios se forman a lo largo de una cadena de producción en la que intervienen materias primas, factores productivos, importaciones y bienes intermedios, dando lugar a indicadores de precios de producción finales.⁴ El segundo gráfico muestra la asociación entre los precios de los BINE y los principales indicadores de precios de producción. Entre estos últimos, hay dos que son especialmente informativos: los precios de los bienes intermedios, indicativos para las etapas iniciales de la cadena, y los de los bienes de consumo no alimentarios, para las etapas finales de la cadena. Como se observa, los precios de los BINE están especialmente asociados al precio de producción de los bienes de consumo no alimentarios. Además, los movimientos de los precios de producción tardan en tener su máximo impacto sobre los precios de los BINE: el rezago es de ocho meses respecto a los bienes de consumo no alimentarios. Análogamente, si retrocedemos otro paso en la cadena productiva, también existe una fuerte transmisión de los precios de los bienes intermedios a los precios de los bienes de consumo no alimentarios, que alcanza su máximo impacto con un rezago de unos siete meses.

Como muestra el tercer gráfico, desde finales de 2016 se ha producido una recuperación significativa de la inflación de los bienes intermedios, que procede especialmente de los bienes intermedios importados y refleja la recuperación de los precios de producción globales a la que han contribuido las materias primas. Así, según las relaciones que acabamos de ver, esta dinámica ofrece indicios para la recuperación de la inflación de los BINE en los próximos meses.

En la medida que esta transmisión de los precios de producción sea efectiva, se sumará a la mejora del mercado laboral como apoyo para la recuperación de la inflación subyacente. Como hemos visto en este y anteriores Focus, ambos son procesos que hacen prever una recuperación gradual de la inflación subyacente, algo que planeará sobre las próximas reuniones del BCE.

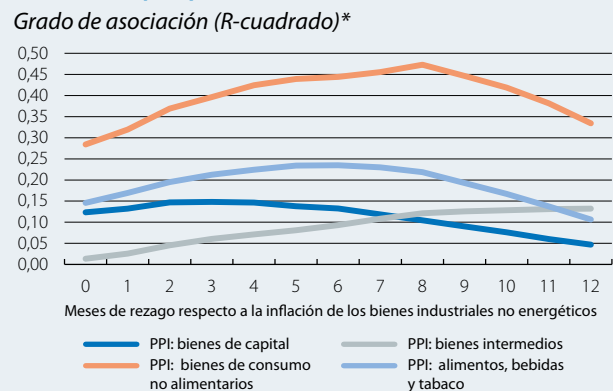
1. Véase «Escenarios de la inflación subyacente: actividad, periferia y petróleo», en el IM12/2016.
2. El 14% restante corresponde a alimentos procesados.
3. La cesta de BINE incluye desde productos farmacéuticos y de cuidado personal hasta coches y ordenadores, pasando por calzado y vestido.
4. La diferencia entre los precios de producción y al consumo corresponde a los márgenes de distribución y venta minorista.

Precios de bienes y servicios y actividad económica *



Nota: * Cada punto representa los valores de inflación y paro en un momento del tiempo (trimestre) entre el 1T 2000 y el 1T 2017.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Precios al consumo de los bienes industriales no energéticos y precios de producción industrial (PPI)



Nota: * R-cuadrado de la regresión de la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) sobre un valor rezagado del componente de la inflación de los precios industriales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Presiones inflacionistas en los precios de producción industrial



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

FOCUS · La creciente brecha de la productividad entre empresas

Un fenómeno que está generando mucho debate en el entorno académico y de política económica es el bajo crecimiento de la productividad en la mayoría de economías avanzadas. Si bien esta es la tendencia general, la realidad a nivel empresarial es muy distinta, con muchas diferencias entre empresas (véase el gráfico adjunto).

Por ejemplo, las llamadas «empresas frontera» del año 2003 (las que exhibían un nivel de productividad superior), mantuvieron un ritmo de crecimiento de la productividad también superior al de las demás durante los años siguientes.¹ Una muestra de ello es que las «empresas frontera» de la OCDE en el sector manufacturero, entre los años 2003 y 2013, crecieron un 2,7% anual en promedio, mientras que el crecimiento del resto se quedó en un 1% (el diferencial es aún mayor en el sector servicios).

La creciente brecha de productividad entre las empresas se explica, sobre todo, por dos factores: los avances tecnológicos y la globalización.

Respecto al primer factor, cabe destacar que la incorporación de mejoras tecnológicas no solo se limita a la robotización y automatización de procesos productivos, sino también a mejoras organizativas, al desarrollo de nuevas ideas, etc. Aunque, históricamente, las nuevas tecnologías siempre han sido adquiridas inicialmente por un número limitado de empresas (piense el lector en la incorporación de telares en las fábricas textiles, los primeros ordenadores, etc.), poco a poco estas mejoras se han ido extendiendo al resto de empresas. Sin embargo, varios artículos académicos sugieren que el proceso de «difusión» de la tecnología se ha estancado en los últimos años, lo que explicaría la creciente disparidad entre los niveles productivos de las empresas.² Dos factores se encuentran detrás de dicho estancamiento: la creciente complejidad de los avances tecnológicos y el número limitado de trabajadores capaces de aprovechar estas mejoras.

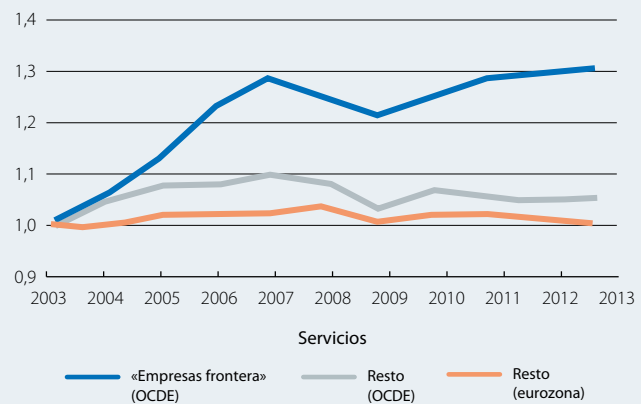
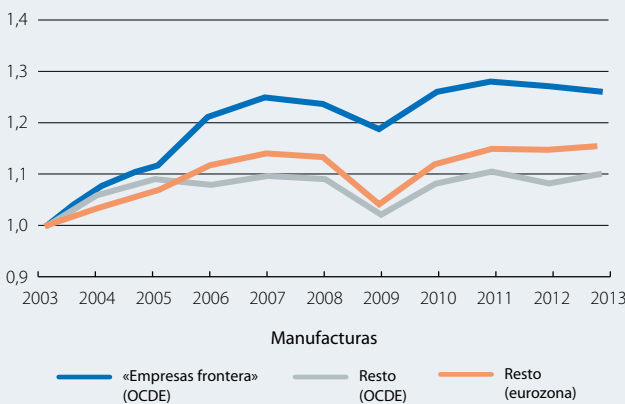
Otro elemento que también puede ayudar a explicar la creciente brecha productiva es que la tecnología está facilitando la expansión de las empresas más productivas. Un ejemplo de ello son las nuevas plataformas digitales que comparan los precios y la calidad de una gran variedad de productos (seguros, vuelos, hoteles, etc.), lo que facilita que las empresas más productivas ganen cuota de mercado y exhiban una tasa de crecimiento superior. Ello les permite explotar más las economías de escala, lo que les ayuda a seguir manteniendo una tasa de crecimiento de la productividad más elevada.³

En segundo lugar, la globalización es otro factor que puede haber contribuido a aumentar la dispersión de la productividad entre empresas. Un entorno globalizado promueve que determinadas empresas (típicamente las más grandes e internacionalizadas) estén más relacionadas comercialmente entre sí (en jerga económica, que participen de forma más activa en las cadenas de valor globales). Esta mayor interconectividad facilita el intercambio de ideas y mejoras tecnológicas entre las empresas más productivas, lo que les permite incorporar dichos avances en su proceso productivo. Asimismo, la globalización ha propiciado que determinadas empresas puedan descentralizar parte de su proceso productivo (un ejemplo sería el *offshoring* hacia países con salarios más bajos) y centrarse en los segmentos productivos de más valor añadido, y con un crecimiento de la productividad también superior.

La creciente dispersión de la productividad entre empresas no es un fenómeno baladí, ya que tiene importantes repercusiones sociales y económicas como, por ejemplo, que la dispersión de los beneficios empresariales y de los salarios también sea mayor.⁴ En este sentido, resulta perentorio promover un marco que favorezca la difusión tecnológica y que ayude a que los beneficios que aporta una mayor internacionalización de la economía a nivel agregado estén al alcance del mayor número de empresas y trabajadores posible.

Productividad * por tipología de empresas

Índice (1 = 2003)



Nota: * La productividad aparente del trabajo se define como el valor añadido por hora trabajada (euros por hora).
Fuente: BCE (Economic Bulletin, mayo 2017).

1. Véase OCDE (2016), «The Productivity-Inclusiveness Nexus».
 2. Véase BCE, «La desaceleración de la productividad de la zona euro en un contexto global», Boletín Económico, Número 3/2017.

3. Véase OCDE (2016), «The global productivity slowdown, technology divergence, and public policy: A firm level perspective»
 4. Véase OCDE (2017), «The Great Divergence(s)».

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	04/17	05/17
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	3,2	2,2	2,0	1,5	2,4	1,9	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	2,1	1,4	1,0	1,0	2,3	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-6,3	-7,8	-7,9	-8,3	-6,5	-5,5	-3,6	-3,3
Sentimiento económico	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	109,7	109,2
PMI manufacturas	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,6	56,7	57,0
PMI servicios	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	55,1	56,4	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	10,2	9,9	9,7	9,4	9,3	...
Alemania (% pobl. activa)	4,6	4,2	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	...
Francia (% pobl. activa)	10,4	10,0	10,1	10,0	10,0	9,6	9,5	...
Italia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,7	11,6	11,8	11,6	11,1	...
España (% pobl. activa)	22,1	19,6	20,2	19,3	18,6	18,2	17,8	...

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	04/17
Saldo corriente: eurozona	3,4	3,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,6	3,6	...
Alemania	8,6	8,3	8,9	8,6	8,3	8,3	8,3	8,3	...
Francia	-0,2	-0,9	-0,8	-1,2	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	...
Italia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	...	...
España	1,4	2,0	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	92,3	94,7	94,8	95,1	94,8	94,3	93,8	94,4	94,1

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	04/17
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	2,4
Crédito a hogares ^{1,2}	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4	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	1,4	...
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	1,7	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	11,1	10,0	10,1	9,5	9,3	9,3	9,2	10,1	10,1
Otros depósitos a corto plazo	-3,8	-1,8	-1,8	-1,2	-2,0	-2,2	-2,1	-2,5	-2,8
Instrumentos negociables	2,6	2,8	2,3	5,4	4,5	7,0	3,5	9,0	1,5
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	0,4	...

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

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

COYUNTURA · La economía española gana tracción en un contexto externo más favorable

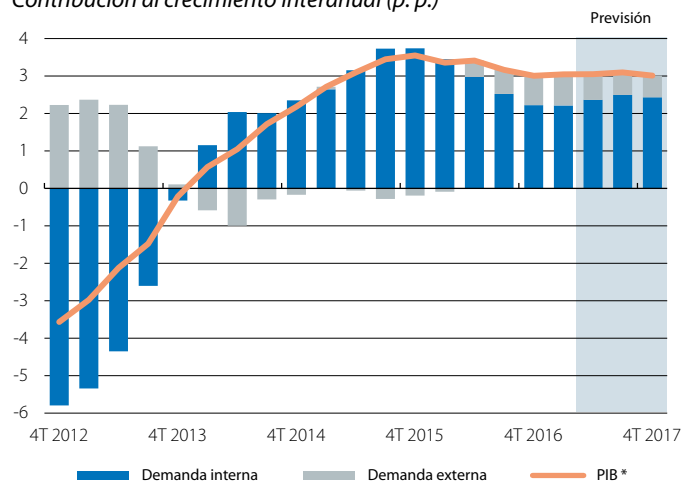
El crecimiento económico se aceleró hasta el 0,8% intertrimestral en el 1T, 1 décima por encima del registro del 4T 2016. En términos interanuales, se mantuvo en un elevado 3,0%. La economía española, por el momento, no muestra signos de desacelerarse, sino más bien al contrario: los indicadores adelantados referentes a los meses de abril y mayo apuntan a que el ritmo de avance se mantiene en cotas similares a las del 1T, o podrían llegar a ser ligeramente superiores. Ante este buen desempeño, CaixaBank Research ha revisado al alza el crecimiento previsto para 2017, del 2,8% al 3,1%, y para 2018, del 2,4% al 2,5%. Los registros previstos son, por tanto, netamente por encima de los que se esperan en la mayoría de economías avanzadas. También merece la pena resaltar que el elevado ritmo de crecimiento registrado en los últimos tres años ha permitido que el PIB recupere el nivel precrisis. En términos nominales, esta efeméride se consiguió en el 1T 2017 y, en términos reales, se ha alcanzado durante el actual 2T 2017. Además, la composición del crecimiento es más equilibrada que en la anterior etapa expansiva: en el 1T 2017, la demanda interna tuvo una aportación de 2,2 p. p. al crecimiento interanual del PIB, y la demanda externa también presentó una contribución positiva, de 0,8 p. p.

El entorno externo es más favorable. El mayor vigor con el que crece la economía española se explica por varios factores, tanto externos como internos. Por un lado, los vientos de cola que han impulsado el crecimiento económico en los últimos dos años están teniendo una inercia mayor de la esperada: el precio del petróleo está aumentando de forma muy pausada y las condiciones financieras siguen siendo muy favorables y se espera que el proceso de normalización monetaria en la eurozona sea muy gradual. Además, las noticias que llegan desde nuestros principales socios comerciales, los países de la eurozona, también son positivas: sus perspectivas de crecimiento están mejorando, las incertidumbres políticas van remitiendo, especialmente tras la victoria de Emmanuel Macron en las elecciones francesas, y el proceso de negociación entorno al *brexit*, por el momento, no está siendo tan disruptivo como se temía. Entre los factores internos, las reformas estructurales implementadas en los últimos años y las ganancias en competitividad también siguen contribuyendo a este buen desempeño de la economía. Asimismo, no hay que olvidar que la posición cíclica de la economía española deja un margen amplio para que la expansión mantenga fuelle en 2017 y 2018, con un consumo privado y una inversión que todavía no han recuperado los niveles máximos alcanzados en 2008.

El consumo privado se desaceleró, de forma puntual, en el 1T. En concreto, el consumo de los hogares avanzó un contenido 0,4% intertrimestral en el 1T 2017, el registro más bajo desde el 3T 2014. Sin embargo, de cara al 2T, la buena evolución de la confianza del consumidor y de las ventas minoristas en el mes de abril apunta a que el consumo privado está recobrando su dinamismo. Asimismo, la buena marcha del mercado laboral y las favorables condiciones de acceso al crédito, propiciadas por la política monetaria acomodaticia del BCE y la

PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

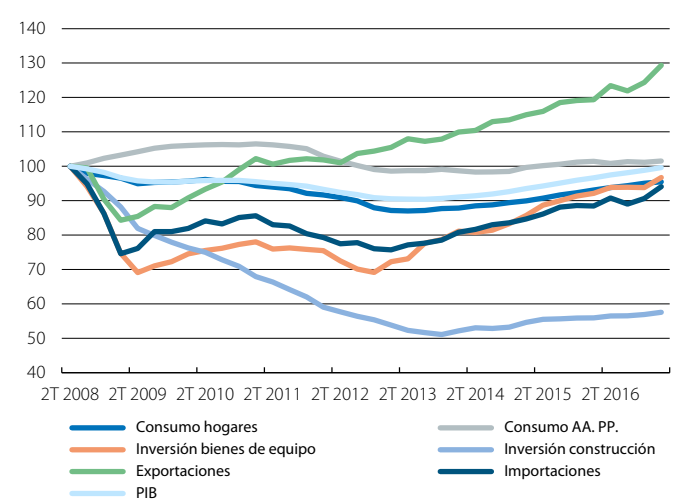


Nota: *Variación interanual (%).

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

Componentes del PIB

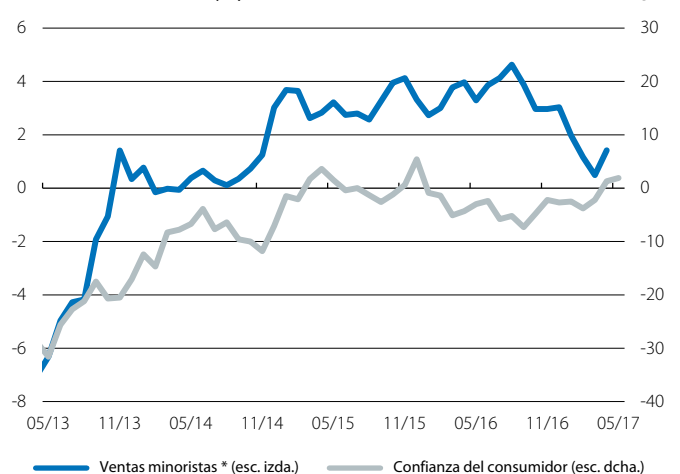
Índice (100 = 2T 2008)



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

Ventas minoristas y confianza del consumidor

Variación interanual (%)



Nota: *Media móvil de tres meses.

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

mayor capacidad de la banca para otorgar préstamos a hogares, seguirán siendo un apoyo fundamental para el consumo.

La inversión empresarial recobra la buena forma. En el 1T, el fuerte repunte de la inversión en bienes de equipo compensó la desaceleración del consumo privado. En particular, este componente creció un destacable 3,1% intertrimestral, dejando atrás la atonía de los dos trimestres precedentes. Esta línea de robustez se ve reforzada por unos indicadores de sentimiento empresarial que son coincidentes con fases de expansión robusta y permiten presagiar que al repunte del 1T le queda un apreciable recorrido al alza. Así, el índice de sentimiento económico (ESI) que publica la Comisión Europea se situó en abril en los 108,4 puntos, por encima del promedio de 2016 (106,3). Por su parte, el índice PMI de manufacturas se situó en los 54,6 puntos y el de servicios, en los 57,4 puntos; ambos también por encima del promedio de 2016.

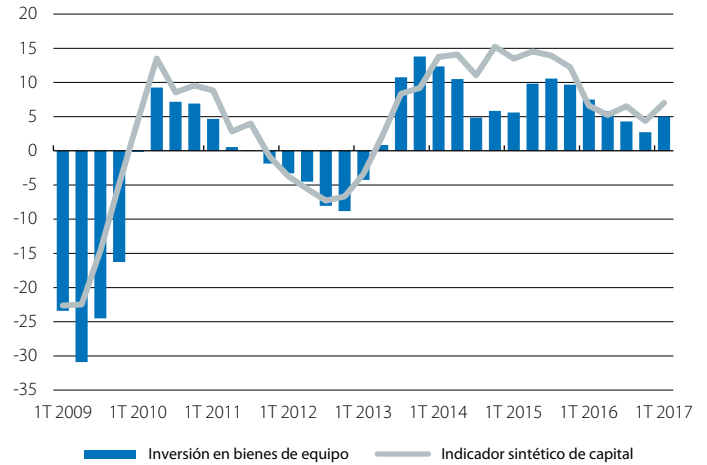
La actividad inmobiliaria va trazando una tendencia alcista. Según los datos de contabilidad nacional, en el 1T 2017 la inversión en vivienda residencial creció un notable 2,7% intertrimestral (5,5% interanual), lo que refleja que la recuperación del sector inmobiliario va tomando tracción. En esta tesitura, los visados de inicio de obra crecieron un 20,3% en marzo (acumulado de 12 meses) pero, a pesar de ello, su nivel se sitúa en niveles todavía relativamente bajos y evidencia que el sector tiene un importante recorrido alcista sin que ello implique acercarse a los excesos del pasado. Por el lado de la demanda, las compraventas de viviendas muestran un elevado dinamismo: estas aumentaron un 15,1% interanual en marzo (acumulado de 12 meses). El impulso de la demanda se está trasladando al precio de la vivienda, que subió un 2,2% interanual en el 1T 2017 (0,9% en términos intertrimestrales) según el Ministerio de Fomento, un registro que se sitúa por encima del promedio de 2016. Esta aceleración del índice de precios que calcula el Ministerio de Fomento coincide con la que ya mostraba el índice de precios del INE en la segunda mitad de 2016. De cara a los próximos trimestres, el precio de la vivienda mantendrá una senda ascendente que, sin embargo, seguirá evidenciando una marcada heterogeneidad. Así, el impulso de la demanda se dejará sentir especialmente en las zonas *prime* (grandes ciudades), donde hay escasez de oferta, mientras que habrá zonas en las que el mercado seguirá más rezagado.

El sector exterior crece con fuerza gracias al dinamismo exportador. Según los datos de contabilidad nacional, las exportaciones en términos reales avanzaron un robusto 4,0% intertrimestral (8,4% interanual). El repunte se da tanto en la exportación de servicios, que sigue beneficiándose del buen momento del turismo, como de bienes. Por su parte, las importaciones en términos reales también repuntaron, aunque en menor medida, con un avance del 3,8% intertrimestral (6,4% interanual). Los datos de aduanas de marzo, en términos nominales, confirman las tendencias de las cuentas nacionales, con unas exportaciones de bienes que avanzaron un 5,1% interanual (acumulado de 12 meses). La importación de bienes, por su parte, aumentó un notable 3,8% interanual, en parte por el encarecimiento del precio del petróleo en el 1T. De todos modos, el saldo por cuenta corriente se situó en el 2,1% del PIB y batió un nuevo récord histórico.

El mercado laboral sigue batiendo expectativas. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 212.216 personas

Inversión en equipo

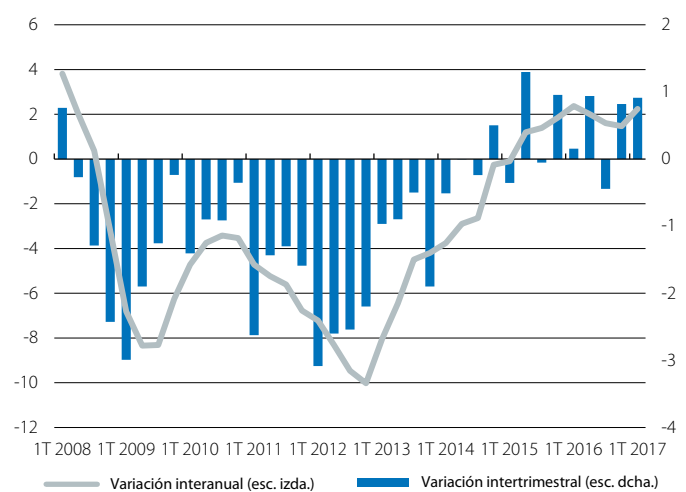
Variación interanual (%)



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

Precio de la vivienda

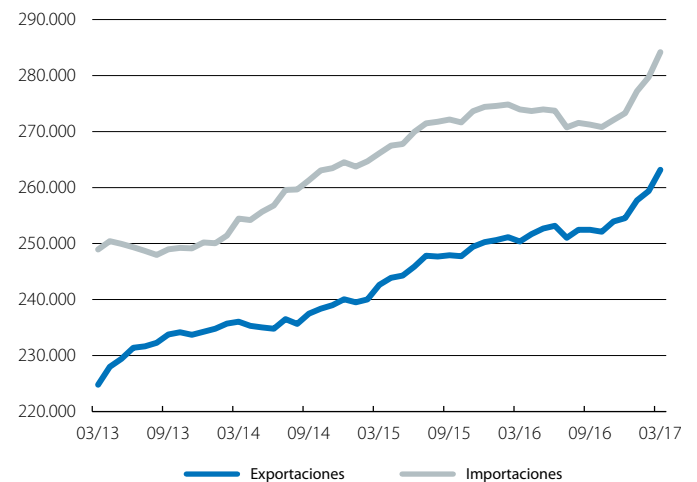
Variación (%)



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

Exportaciones e importaciones de bienes

(Millones de euros)



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

en abril, una cifra notablemente superior a la previsión de CaixaBank Research (+155.000). Con este buen dato, el ritmo de creación de empleo se aceleró hasta el 3,8% interanual (3,5% en marzo). Aunque se esperaba un buen dato, dado que este año la Semana Santa cayó íntegramente en abril (en 2016 cayó en marzo) la evolución ha superado todas las expectativas. Una muestra de ello es que el aumento del número de afiliados sin el componente estacional se situó en 101.006 personas, un dato excepcionalmente elevado. Y es que, más allá del sector de hostelería, que aumentó un 8,8% interanual, el resto de sectores de actividad también evolucionaron positivamente, especialmente construcción y educación. Abundando en este sentido, el paro registrado bajó en 129.281 personas y propició que el ritmo de descenso del paro registrado se intensificase hasta el -10,9% interanual, la disminución más rápida en toda la serie histórica. Por su parte, el dato de contabilidad nacional de empleo equivalente a tiempo completo arrojó un aumento del 2,5% interanual en el 1T y todo apunta a que en los próximos trimestres mantendrá el buen tono.

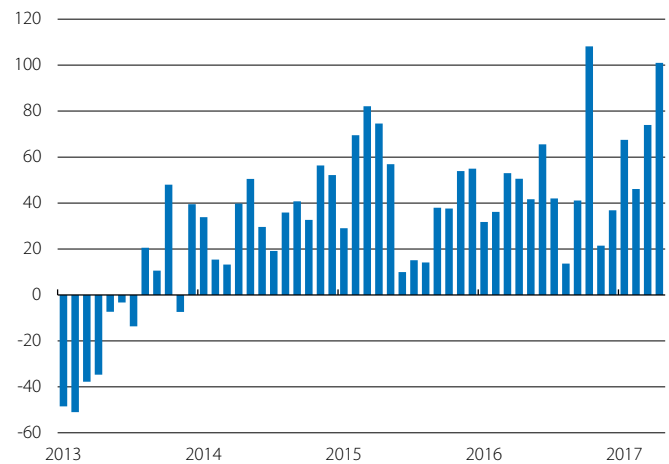
La inflación se modera. El IPC registró un incremento del 1,9% interanual en mayo, 7 décimas menos que en abril, por el descenso del precio de los carburantes frente a la subida del año pasado, y por la bajada de los precios de los paquetes turísticos tras el auge experimentado en Semana Santa. Por su parte, el índice subyacente (el general sin energía ni alimentos sin elaborar), para el que de momento solo se dispone de datos hasta abril, subió un 1,2% en este mes por el incremento de los precios turísticos por el efecto de la Semana Santa. Si bien es de esperar que el reciente repunte del precio del petróleo haga que el IPC general de junio corrija una parte de la moderación de mayo, de cara a la segunda mitad de 2017, el IPC retomará la senda de la moderación en la medida que el precio del crudo se vaya desacelerando en términos interanuales. Por su parte, el IPC subyacente mantendrá una suave tendencia creciente impulsada por el dinamismo del consumo privado.

Las cuentas públicas también se benefician de la buena coyuntura económica. El déficit de las Administraciones públicas se redujo al 0,5% del PIB en el 1T 2017, 3 décimas por debajo del registro del 1T 2016. Asimismo, con datos de abril, el déficit del Estado disminuyó hasta el 0,7% del PIB (1,3% en abril de 2016). Este dato supone un ajuste de 3 décimas del total de los 1,2 p. p. necesarios para alcanzar el objetivo de déficit del 3,1% en 2017. Asimismo, el entorno de bajos tipos de interés actual permite que la partida de gastos destinada al pago de intereses siga disminuyendo a pesar de los altos niveles de deuda pública (100,4% del PIB en el 1T 2017).

El buen momento que atraviesa la economía favorece la expansión del crédito, a lo que también ayuda la continuidad de la política monetaria expansiva del BCE. Así, en el acumulado de enero-marzo, el crédito para la compra de vivienda aumentó un 23,5% interanual, reflejando la recuperación de la demanda en el sector, y el crédito al consumo también tuvo un crecimiento robusto, del 22,5% interanual. En el lado de las empresas, el crédito a las pymes también gana fuerza respecto a 2016, con un incremento del 9,6% interanual. Por su parte, el crédito a las grandes empresas sigue acusando el efecto del retorno de la emisión de deuda corporativa, aunque en menor medida que en 2016.

Afiliados a la Seguridad Social *

Variación mensual (miles de personas)

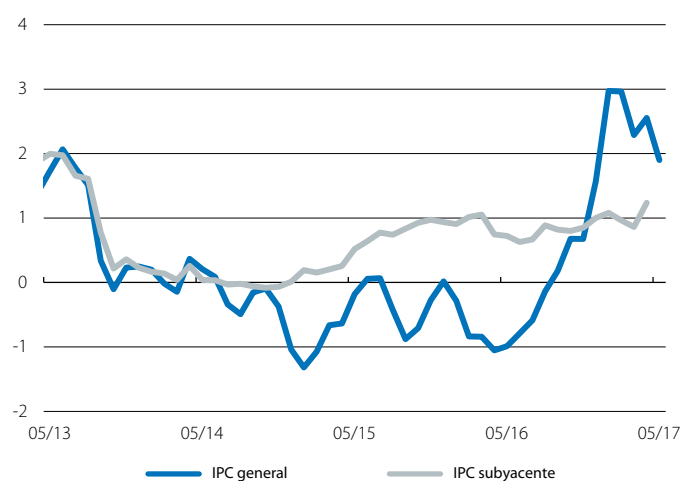


Nota: * Serie desestacionalizada.

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

IPC

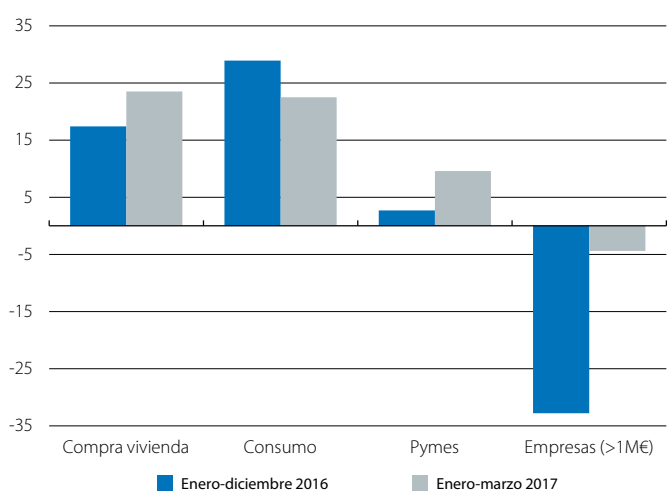
Variación interanual (%)



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

Concesión de crédito nuevo

Variación interanual (%)



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

FOCUS · La dependencia de la financiación externa de la economía española

En los últimos años, la economía española ha hecho importantes progresos para corregir los principales desequilibrios macroeconómicos que se gestaron en la anterior etapa expansiva. Sin embargo, una de las asignaturas pendientes es la elevada dependencia de la financiación exterior: si bien la economía, en agregado, ha empezado a desendeudarse, la deuda externa bruta apenas ha descendido. En concreto, esta representaba el 167,5% del PIB en el 4T 2016, un nivel muy similar al de 2012 (véase el primer gráfico).¹ Lo que sí se ha producido en este periodo, tal y como veremos a continuación, es un cambio importante en la composición sectorial de la deuda externa.

El principal factor que explica que la deuda externa del total de la economía no haya disminuido en los últimos años es la evolución de la deuda pública. En concreto, del aumento de la deuda pública de 63,8 p. p. del PIB entre 2007 y 2016, aproximadamente la mitad (32,2 p. p.) se encuentra en manos extranjeras. De todos modos, cabe remarcar que el aumento de la deuda pública externa no ha sido constante en este periodo, sino que en 2012 se redujo de forma súbita, ya que con la crisis de deuda soberana europea se dispó el apetito de los inversores internacionales por los títulos de deuda pública periférica. Desde entonces, el porcentaje de deuda pública en manos extranjeras ha aumentado notablemente hasta situarse alrededor del 50% en la actualidad (véase el segundo gráfico).

En claro contraste, el proceso de desapalancamiento del sector privado se encuentra muy avanzado.² Entre el 2T 2010, cuando alcanzó su nivel máximo, y el 4T 2016, la deuda de las sociedades no financieras se ha reducido en 31,4 p. p. del PIB. La mayor parte de este desendeudamiento ha sido doméstico puesto que, en este mismo periodo, la deuda externa del sector solamente ha descendido en 9,9 p. p. Como consecuencia, el porcentaje de deuda empresarial en manos extranjeras se encuentra en niveles máximos (alrededor del 39%).³ Este incremento se explica tanto por la evolución de los préstamos empresariales como de los bonos corporativos. En cuanto a los préstamos, que son el grueso de la deuda corporativa, el peso de la financiación exterior es cada vez más elevado: un 26% de los préstamos tenían como contrapartida el resto del mundo en 2016, comparado con el 21% en 2012. Por otro lado, los bonos corporativos, aunque solo representan el 2,7% del total de la deuda empresarial, están ganando protagonismo, tanto por el mayor volumen de emisiones como por el incremento de las compras por parte de no residentes. En concreto, el porcentaje de bonos corporativos en manos extranjeras ha aumentado del 9,1% en 2012 al 35,7% en 2016.

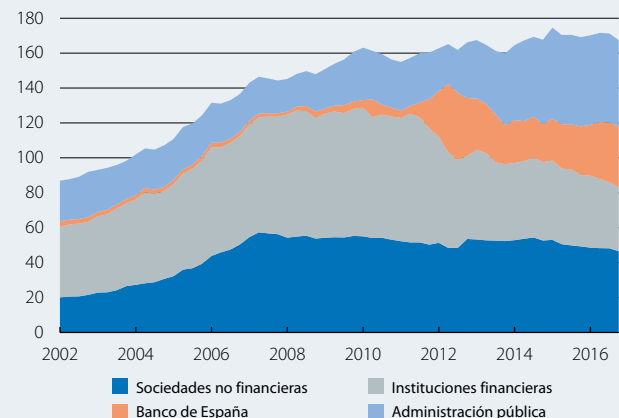
1. En este artículo analizamos la deuda externa en términos brutos. También es habitual evaluar la posición externa de una economía a partir de la posición de inversión internacional neta (PIIN). Véase el Focus «La posición externa de la economía: ¿cómo corregirla?» publicado en el IM09/2016.
 2. La deuda externa privada corresponde prácticamente en su totalidad a deuda empresarial. La deuda externa de los hogares es exigua (solamente un 0,2% de su deuda son préstamos del resto del mundo).
 3. Además de los bonos corporativos y préstamos, la deuda externa empresarial incluye la inversión directa exterior en forma de préstamos intragrupo.

Por último, las instituciones financieras redujeron significativamente su deuda externa entre el 2T 2011 y el 4T 2012 (-26,2 p. p. del PIB) a raíz de la crisis de deuda soberana europea, un proceso que ha continuado de forma más paulatina hasta el 4T 2016, con un descenso de 11,1 p. p. adicionales. Asimismo, la deuda total de las instituciones financieras también ha descendido en este periodo a un ritmo similar, de modo que la deuda externa del sector financiero, en porcentaje de la deuda total del sector, se ha mantenido estable alrededor del 45%. Con todo, cabe apuntar que en el sector financiero una parte importante de la financiación proviene del BCE, gracias a las políticas implementadas en los últimos años y que se canalizan a través del Banco de España.

Para el conjunto de la economía, a pesar de que desde 2012 la deuda total ha empezado a descender, esta sigue siendo muy elevada y la deuda externa apenas se ha reducido. De todas formas, de cara al futuro, se espera que la dependencia de la financiación exterior siga reduciéndose, lo que ayudará a que la economía española sea menos vulnerable a cambios en el sentimiento inversor.

Deuda externa

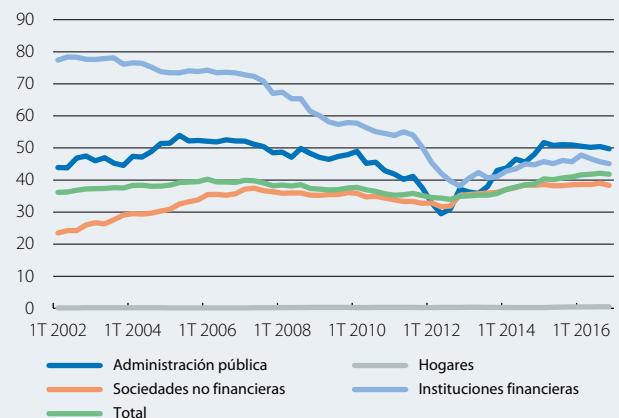
(% del PIB)



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

Deuda externa por sectores institucionales

(% de la deuda total de cada sector)



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

FOCUS · Actividad inmobiliaria: una recuperación a dos velocidades

En el bienio 2015-2016 el PIB de España creció un 3,2% anual y se crearon más de un millón de empleos, lo que conllevó una mejora de la renta bruta disponible de las familias. Esta evolución favorable en un contexto de tipos de interés bajos ha impulsado la compra de viviendas, que crece a ritmos de dos dígitos.¹ Una consecuencia de ello es que la actividad relacionada con la comercialización de viviendas se muestra muy vigorosa. De hecho, el número de empresas destinadas a actividades inmobiliarias creció un 7% en 2016, un crecimiento similar al que registró el empleo en este subsector durante el bienio 2015-2016.²

Si bien la evolución de la compra de vivienda está siendo muy positiva, el número de viviendas iniciadas muestra una recuperación mucho más gradual y se encuentra aún en niveles históricamente bajos. Sin duda, el legado de la crisis inmobiliaria, en forma de *stock* de vivienda nueva, ha representado un freno al crecimiento de la construcción residencial. De hecho, el número de empresas destinadas a la construcción de edificios sigue reculando, aunque cada vez a un ritmo menor.³ En cuanto a los datos de empleo, los números son algo más positivos: en 2016 la ocupación aumentó un 5,3%, aunque cabe precisar que, en la actualidad, este subsector tiene menos de la mitad de los afiliados que registraba en 2009.

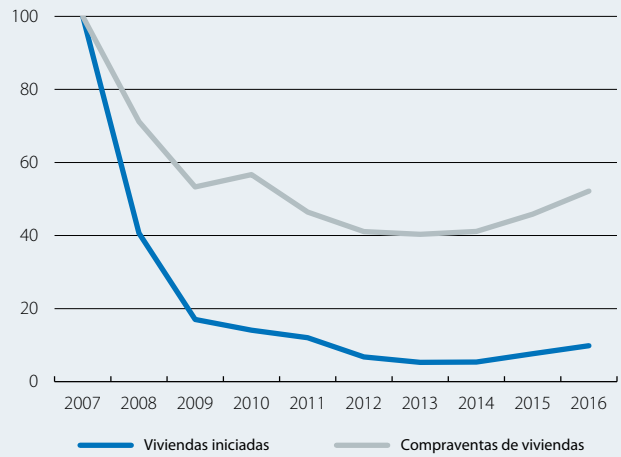
Paralelamente, los resultados financieros de las compañías del sector inmobiliario ponen de manifiesto esta evolución dispar entre los sectores destinados a la comercialización y a la construcción. Mientras que el agregado de los beneficios de las compañías cotizadas dedicadas a la construcción aumentó un 18% en 2016, aunque sigue en números rojos, las empresas enfocadas a actividades comerciales obtuvieron un beneficio cuatro veces mayor que en 2015.⁴ Esta mejora de la rentabilidad también se observa para el total de las empresas de este sector.

A medio plazo, en la medida que las viviendas iniciadas recuperen el protagonismo al compás de la reducción gradual del *stock* de vivienda nueva por vender, la actividad en construcción de edificios presentará un mayor dinamismo, lo que contribuirá a disminuir las disparidades actuales entre las actividades de comercialización y la construcción de viviendas.

1. La compra de viviendas creció un 15,1% interanual en marzo, datos acumulados de 12 meses.
2. Datos para el grupo CNAE 68: Actividades inmobiliarias (compraventa y alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia y por cuenta de terceros).
3. Datos para el grupo CNAE 41: Construcción de edificios (promoción inmobiliaria y construcción de edificios).
4. Datos para el conjunto de empresas constituidas antes de 2015 y cotizadas en la Bolsa de Madrid de la categoría 5.5 (Inmobiliarias) y 5.10 (SOCIMI).

Viviendas iniciadas y compraventas de viviendas

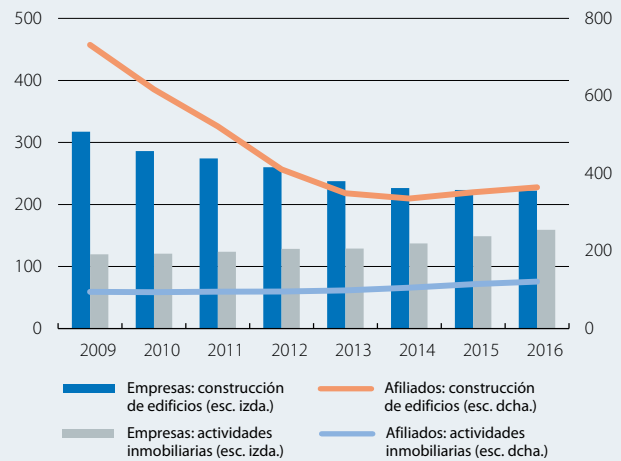
Índice (100 = 2007)



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

Número de empresas y afiliados por actividad

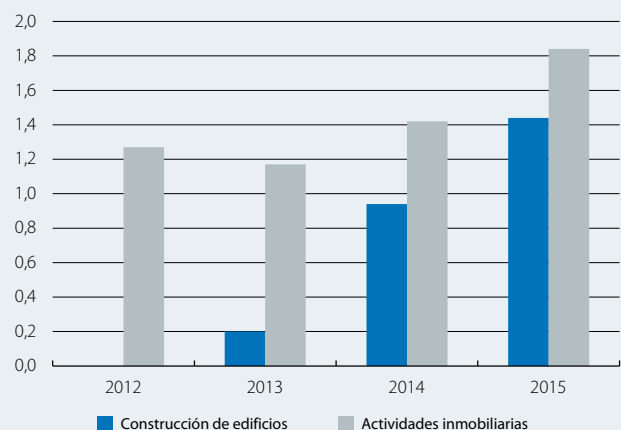
(Miles)



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

Rentabilidad de las empresas del sector inmobiliario

Resultado antes de impuestos/fondos propios (ratio)



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

FOCUS · El rating de la deuda soberana: sin prisa pero sin pausa

El pasado 31 de marzo la agencia de calificación Standard & Poor's (S&P, en adelante) mejoró la perspectiva de la deuda soberana de España de estable a positiva. Con este movimiento, la agencia estadounidense abre la puerta a mejorar la nota crediticia (*rating*, en inglés) de España, que permanece en BBB+ desde octubre de 2015, a lo largo de los próximos dos años.¹ De cumplirse las previsiones de CaixaBank Research para la economía española, lo más probable es que la mejora de *rating* se produzca más pronto que tarde.

La nota crediticia asociada a la deuda soberana es una cuestión de especial relevancia por varias razones. En primer lugar, porque aporta información valiosa a los inversores sobre el riesgo asociado al Estado emisor. Esto último, a su vez, repercute directamente en los tipos de interés que deben ofrecer los tesoros públicos para obtener financiación. En segundo lugar, porque influye directamente sobre el *rating* de las empresas del país, puesto que habitualmente el *rating* soberano actúa *de facto* como un suelo a partir del cual evaluar el riesgo de una empresa determinada. En España, por ejemplo, la calificación crediticia promedio de las compañías del índice Ibex 35 se sitúa entre BBB y BBB-, unos dos escalones por debajo de la soberana (BBB+). Por tanto, un cambio del *rating* soberano tiene un impacto directo sobre los costes de financiación empresariales.

El inicio de la recuperación de la economía española en la segunda mitad de 2013 marcó un cambio de tendencia en la evolución del *rating* soberano español. En el periodo recesivo de 2008-2012, el *rating* S&P encadenó sucesivas revisiones a la baja: desde las cumbres del AAA hasta el *rating* que delimita el grado de inversión del grado especulativo (BBB-). Desde entonces, las revisiones de la nota crediticia de España han ido en sentido ascendente, si bien todavía queda mucho camino para recuperar el nivel precrisis (véase el primer gráfico).

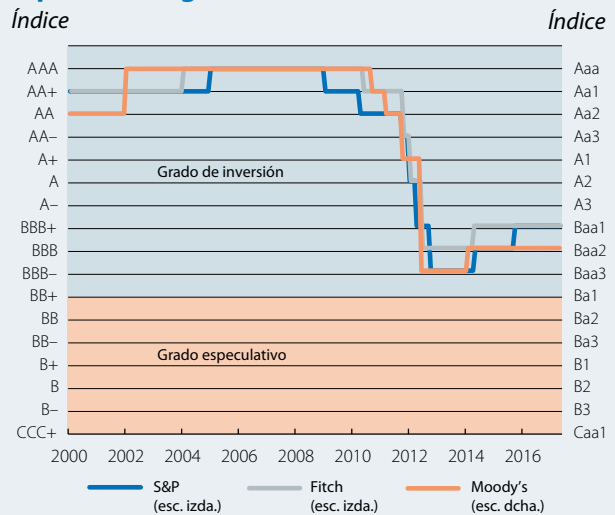
De cara a los próximos trimestres, las favorables perspectivas económicas hacen prever que esta tendencia positiva tendrá continuidad. Por un lado, el crecimiento de la economía española seguirá vigoroso y, en particular, podría batir las expectativas de la propia agencia S&P. En concreto, las previsiones de CaixaBank Research anticipan un avance del PIB del 3,1% en 2017 y del 2,5% en 2018, frente al pronóstico de S&P del 2,5% y del 2,1%, respectivamente. Por otro lado, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, tanto internos como externos, prosigue su curso. En el ámbito de las cuentas públicas, CaixaBank Research prevé que el déficit público siga reduciéndose, hasta situarse en el 3,1% del PIB en 2017 y en el 2,4% en 2018, unas proyecciones algo más optimistas que las de S&P (3,3% y 2,9%, respectivamente). Es crucial continuar con los esfuerzos para sanear las cuentas públicas con el fin de reforzar la credibilidad de los inversores en cuanto a la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo. Sorpresas positivas en el plano fiscal serían, de bien seguro, muy bien recibidas por parte de las agencias de calificación crediticia. En el ámbito externo, la economía

española ha sido capaz de corregir el abultado déficit por cuenta corriente apoyada en sólidas ganancias de competitividad.

En este contexto de sólido desempeño y perspectivas macroeconómicas favorables, los mercados financieros han empezado a descontar una subida del *rating* soberano. En particular, la cotización de los CDS (*credit default swaps*, en inglés) de la deuda soberana permanece alrededor de los 70-80 p. b., un nivel equiparable al de la deuda soberana con calificación Baa1. Esto es, un escalón por encima del actual (véase el segundo gráfico).

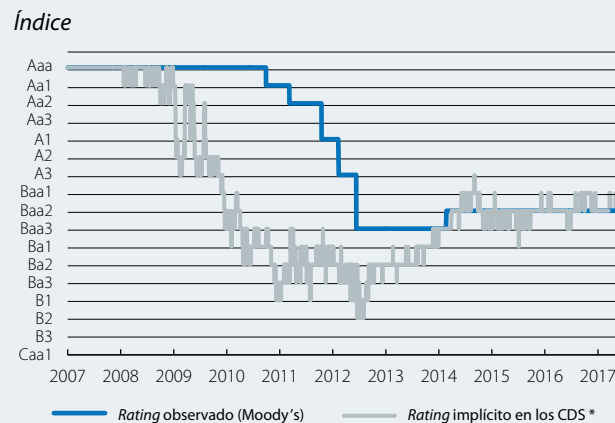
A pesar de que el *rating* de España se encuentra todavía en niveles relativamente bajos, los costes de financiación del sector público y del sector privado se han mantenido en niveles inusualmente bajos gracias a la política monetaria acomodaticia del BCE. Para cuando llegue la normalización monetaria, sería deseable que el *rating* soberano haya recuperado el terreno perdido para evitar un repunte de los costes de financiación.

España: rating de la deuda soberana



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P, Moody's, Fitch y Bloomberg.

España: rating observado e implícito en la cotización de los CDS



Nota: * Obtenido a partir de la cotización del CDS (credit default swap) de la deuda soberana española a cinco años.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Moody's.

1. En el caso de Moody's y Fitch, la calificación de la deuda soberana española se sitúa en Baa2 y BBB+ desde febrero y abril de 2014, respectivamente.

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	1T 2017	04/17	05/17
Industria								
Consumo de electricidad	1,7	0,1	0,8	0,3	-0,1	1,2	-1,1	...
Índice de producción industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,9	1,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,3	-2,3	-2,8	-3,8	-0,6	0,3	-1,3	-1,0
PMI de manufacturas (valor)	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	54,8	54,5	...
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	24,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	10,9	13,0	14,2	13,4	13,7	14,9	...	...
Precio de la vivienda	1,1	1,9	2,0	1,6	1,5	2,2	-	...
Servicios								
Turistas extranjeros (acum. de 12 meses)	5,6	8,2	7,5	9,3	10,1	9,9	9,7	...
PMI de servicios (valor)	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	56,4	57,8	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	3,0	3,6	3,9	3,8	3,0	0,5	1,7	...
Matriculaciones de automóviles	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	7,8	1,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	0,3	-3,8	-3,2	-6,1	-3,2	-2,8	1,3	1,9

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	1T 2017	03/17	04/17
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	3,2	3,0
Construcción	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	5,3	6,2	5,9
Servicios	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4	3,8
Situación profesional		3,5						
Asalariados	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	4,0	4,1	4,4
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	3,4	3,5	3,8
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	15,4	18,4	3,8
Temporales	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	12,1	14,4	4,1
TOTAL	11,3	7,8	9,8	7,9	7,1	12,4	14,8	4,1
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-11,0	-12,6	-12,0	-14,4	-13,2	-13,3	-13,7	-17,9
Resto de edades	-7,2	-8,2	-7,5	-8,6	-9,0	-9,2	-9,2	-10,3
TOTAL	-7,5	-8,6	-7,9	-9,1	-9,4	-9,6	-9,6	-10,9

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

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

Precios

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
General	-0,5	-0,2	-0,9	-0,2	1,0	2,7	2,6	1,9
Subyacente	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	4,1	3,4	...
Productos energéticos	-9,0	-8,4	-13,6	-8,6	1,6	15,3	12,0	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	4,3	1,7	0,2	4,3	-1,1	3,2	17,4	8,3	16,9
Importaciones (variación interanual)	3,7	-0,4	-0,7	-0,3	-3,7	3,0	19,0	11,4	19,1
Saldo corriente	14,7	21,8	15,5	18,5	20,0	21,8	22,6	23,5	23,8
Bienes y servicios	26,2	32,9	26,1	29,3	31,2	32,9	32,8	32,4	32,3
Rentas primarias y secundarias	-11,5	-11,1	-10,6	-10,8	-11,2	-11,1	-10,2	-8,9	-8,5
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	21,7	23,6	21,8	24,0	24,3	23,6	25,1	25,7	26,1

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

Sector público

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
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	-0,5
Comunidades autónomas	-1,7	-0,8	-0,1	-0,6	-0,1	-0,8	-0,1	-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	0,1
Deuda pública (% PIB)	99,8	99,4	101,2	101,1	100,4	99,4	-	-	100,4

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	03/17	Saldo 03/17 ¹
Financiación a los sectores no financieros²										
Sector privado	-3,9	-2,6	-3,2	-2,9	-2,0	-2,1	-1,5	-1,3	-0,7	1.622,3
Empresas no financieras	-4,0	-2,7	-3,4	-3,2	-2,1	-2,2	-1,4	-0,9	0,0	913,9
Hogares ³	-3,6	-2,3	-3,0	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7	-1,7	-1,6	708,5
Administraciones públicas ⁴	4,0	3,9	3,5	4,2	4,6	3,2	3,9	3,3	3,0	1.129,4
TOTAL	-1,0	-0,1	-0,6	-0,2	0,5	0,0	0,6	0,5	0,8	2.751,7
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	0,6	1.151,8
A la vista	18,5	16,6	16,2	16,0	16,4	17,8	17,3	18,6	20,0	475,4
De ahorro	12,9	12,4	13,4	12,1	11,5	12,5	13,9	14,9	15,4	295,9
A plazo	-15,3	-17,2	-15,4	-16,4	-17,4	-19,7	-23,0	-25,1	-23,8	359,4
En moneda extranjera	5,6	-1,1	-4,0	1,6	-1,9	0,1	-1,5	-7,4	1,5	21,1
Resto del pasivo ⁵	-13,0	-15,7	-16,7	-16,3	-11,3	-18,6	-18,9	-13,4	-17,8	81,2
TOTAL	-2,2	-1,6	-1,9	-1,7	-1,2	-1,6	-2,4	-2,2	-0,9	1.233,0
Tasa de morosidad (%)⁶	10,1	9,1	10,0	9,4	9,2	9,1	9,2	9,1	8,8	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,9	58,9	59,0	58,7	59,3	58,9	58,8	58,9	59,1	-

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.

TURISMO: VIAJANDO AL FUTURO

El turismo: un sector de peso en la cresta de la ola

El turismo es un sector clave en la actividad económica mundial, atendiendo tanto a su dimensión como a su dinamismo y a la capacidad que tiene de influir en otros ámbitos de la actividad económica. En lo que se refiere a la dimensión, las cifras hablan por sí solas: el sector representó el 3,1% del PIB global en 2016, pero si se tienen en cuenta los efectos indirectos e inducidos en otros sectores, el peso asciende al 10,2%.¹ Esto supera a sectores tan importantes como la automoción, las manufacturas químicas o la minería. Asimismo, el turismo genera un 9,6% del empleo global, seis veces más que la automoción, cinco más que las manufacturas químicas, cuatro más que la minería y el doble que las comunicaciones. Adicionalmente, el gasto de los turistas internacionales sumó el 6,6% de las exportaciones mundiales en 2016.

El dinamismo del sector turístico queda patente en su ritmo de crecimiento, superior al del conjunto de la economía global. En este sentido, la llegada de turistas internacionales a la OCDE y países asociados alcanzó los 1.100 millones en 2014 (última cifra disponible), con un crecimiento anual del 6,6%, y el gasto que efectuaron (excluyendo gastos de transporte) se incrementó en un 4,8% en dólares corrientes. A largo plazo, las perspectivas siguen siendo igualmente halagüeñas: el WTTC¹ vaticina un crecimiento anual promedio del 3,9% real hasta 2027, por encima del 3,7% que el FMI espera para el PIB mundial en el periodo 2017-2021. Por su parte, la OCDE espera que las llegadas de turistas internacionales alcancen los 1.800 millones en 2030.²

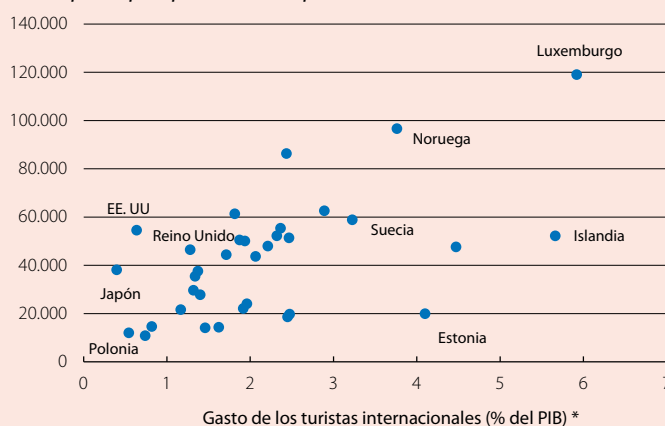
En lo referente al tercer aspecto, la capacidad de influir en otros sectores económicos, el turismo presenta oportunidades y retos. El turismo es intensivo en inversión (el sector atrajo el 4,4% de la inversión mundial en 2016, por encima de su impacto directo en el PIB) y una gran parte de estas inversiones (infraestructuras de transporte y comunicaciones, por ejemplo) es aprovechable para otros sectores de la economía. Sin embargo, el turismo también genera externalidades negativas. Por ejemplo, influye en la conservación de los recursos naturales y culturales y puede afectar la convivencia con los ciudadanos. Asimismo, la emergencia de las nuevas tecnologías y, más recientemente, la eclosión de la economía del *sharing* han generado un debate forzoso sobre la necesidad de adaptar los marcos normativos a esta nueva realidad (véase el artículo «Turismo 2.0: oportunidades y retos» de este mismo Dossier).

El buen momento del turismo global en los últimos años se explica por la combinación de dos factores: el abaratamiento de los costes del transporte, en especial el del transporte aéreo a raíz de la liberalización del sector, y el aumento de la renta per cápita global. Así, un 54% de los turistas internacionales llega a su destino por avión y, según la Organización de Aviación Civil Internacional (OACI), entre 2002 y 2012 el número de pasajeros creció a un ritmo del 5,8% anual, alcanzando los 3.000 millones de viajeros anuales. Todavía más rápido es el crecimiento de los pasajeros internacionales, que se doblaron (de 600 a 1.200 millones) con un avance promedio del 7,2% anual. La OACI también prevé que el ritmo de crecimiento se mantenga elevado, y para 2030 espera que el número de pasajeros en vuelos internacionales alcance los 2.800 millones.

En lo referente a la renta per cápita, la evidencia empírica apunta a una relación positiva entre la proporción de gastos en turismo y la renta per cápita, lo cual se explica porque el gasto de ocio se produce cuando el grueso de las necesidades básicas está cubierto. Para el conjunto de países de la OCDE y asociados, doblar la renta per cápita supone multiplicar por entre 1,5 y 2 la proporción del PIB dedicada al turismo internacional.³ Aun reconociendo que el tamaño, la geografía y los usos culturales afectan a esta propensión, es sintomático el caso de las cuatro mayores economías de la eurozona. En Alemania, Francia, Italia y España, el peso del gasto turístico internacional es del 2,21%, 1,71%, 1,34% y 1,32%, respectivamente, exactamente en el mismo orden

Emisión de turistas internacionales y renta per cápita

Renta per cápita promedio del país (en dólares de EE. UU.)



Nota: * El gasto realizado en el destino por los turistas internacionales emitidos por un país (importaciones turísticas del país). Datos del año 2014.

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

1. World Travel & Tourism Council, «Economic impact 2017, World».

2. OCDE (2016), «OECD Tourism Trends and Policies 2016».

3. La cuota del gasto de los turistas que emite una economía al exterior –importaciones– respecto a su PIB.

que sus rentas per cápita. Esta relación positiva entre turismo y renta per cápita tiene una implicación importante. Cuando el PIB mundial crece, el turismo crece por partida doble: por el mismo crecimiento de la economía y por el crecimiento de la renta per cápita, que hace que aumente el peso del sector en el PIB.

A corto plazo es de prever que el incremento del turismo internacional siga protagonizado por las economías avanzadas, que tienen una renta per cápita más alta. Adicionalmente, Europa se beneficia de una geografía que facilita el transporte terrestre, a lo que se añade la desviación del turismo por la inseguridad de los destinos turísticos rivales de Oriente Medio. Sin embargo, el escenario cambia a medio y largo plazo porque las economías emergentes crecen más rápido que las economías avanzadas, y muchas alcanzarán niveles de renta que permitirán el despegue de su gasto turístico. En este sentido, la OCDE prevé que en 2030-2040 el protagonismo de la emisión de turistas internacionales habrá basculado hacia las economías emergentes, en especial los países de Asia Emergente. El FMI espera para la región un crecimiento promedio del 6,3% en el periodo 2017-2021, superior al 4,9% del conjunto de las economías emergentes y al 1,9% de las economías avanzadas.⁴

¿Dónde queda España en este escenario? España, al igual que otros países europeos, se beneficia del liderazgo de Europa en la demanda turística y de la inseguridad de los destinos rivales de Oriente Medio. Esta primacía europea se refleja en la composición del gasto que dejan los turistas internacionales atendiendo al país de procedencia, donde dominan especialmente los turistas británicos (véase el artículo «El turismo, un nuevo *El Dorado* para la economía española» en este mismo Dossier). Esta composición ha contribuido al auge del turismo en España, ya que los países que más turistas envían a España aumentaron su emisión más que la media.

Pero la buena marcha del turismo en España no se debe solo a una coyuntura favorable o a un efecto composición. Existe una relación positiva entre la llegada de turistas extranjeros y la competitividad del sector turístico del país receptor⁵ y, en este ámbito, España destaca con luz propia. España repite como el país más competitivo del mundo en el sector turístico en el World Economic Forum de 2017,⁶ en un *ranking* de 136 países, por delante de Francia, Alemania, Japón, Reino Unido, EE. UU., Australia e Italia. Los 14 pilares se estructuran en cuatro índices de los cuales España es muy fuerte en recursos naturales y culturales y en infraestructuras, que reflejan la intensidad inversora del sector (véase el artículo «La calidad de la oferta turística: el reto de mantener el liderazgo» en este mismo Dossier). Concretamente, España ocupa la segunda posición del *ranking* en infraestructuras de servicios turísticos (hoteles, cajeros automáticos y disponibilidades de alquiler de coches) y en infraestructuras de transporte aéreo (novena posición). En transporte por superficie también es competitiva, pero está detrás de Francia y Alemania, que tienen una mayor densidad de red. En condiciones facilitadoras del turismo y los viajes, España también tiene ventaja respecto a sus competidores directos (Francia e Italia) pero es en el índice del entorno facilitador donde España presenta sus únicas debilidades: el entorno de negocios (facilidad para crear empresas y sistema impositivo) y en el mercado de trabajo (productividad y salarios), donde se sitúa en la posición 100 del *ranking*.

La coyuntura favorable y la fortaleza competitiva del sector en España dan un amplio margen para seguir aprovechando la buena marcha del turismo a nivel global. Los retos, sin embargo, no son pocos: el sector debe adaptarse a una demanda cambiante en el futuro, debe lograr una coordinación con los otros sectores de la actividad económica y, para priorizar la inversión en infraestructuras, la legislación debe adaptarse para promover un desarrollo sostenible del sector y para que puedan desarrollarse, de forma ordenada, los nuevos modelos de negocio que han nacido o pueden nacer con las nuevas tecnologías.

Jordi Singla

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

Índice de competitividad turística



Nota: Escala de 0 (el menos competitivo) a 7 (el más competitivo).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Foro Económico Mundial (Travel and Tourism Competitiveness Report, 2017).

4. Véase el artículo «China y Rusia, los nuevos emergentes en emisión de turismo» del Dossier del IM05/2014.

5. Véase el artículo «Recetas de éxito en el sector turístico, vías diferentes para un destino común», del Dossier del IM05/2014.

6. World Economic Forum (2017), «The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017».

El turismo, un nuevo *El Dorado* para la economía española

España ha hecho del turismo uno de los sectores clave de su economía. Más de 75 millones de turistas llegaron al país en 2016, visitaron ciudades, playas y montañas, asistieron a eventos deportivos o congresos profesionales, comieron, bebieron y hasta disfrutaron de todo tipo de experiencias. Pero no solo se ha favorecido de su llegada el sector turístico, el resto de sectores de la economía española también se están beneficiando del empuje turístico. Para que esta contribución continúe aumentando en los próximos años, es importante promover una demanda turística de calidad a medio plazo. Analicémoslo en detalle.

El sector turístico¹ (alojamiento, restauración, transporte, agencias de viajes, servicios culturales, etc.), tanto extranjero como doméstico, está teniendo una creciente aportación directa al PIB: fue del 5,9% en 2010 y del 6,4% en 2015. No obstante, la contribución del turismo a la economía no se limita exclusivamente a los subsectores más directamente relacionados con el turismo, sino que, adicionalmente, uno puede tener en cuenta los efectos indirectos o arrastre sobre otros sectores de la economía. Estos se originan mediante la actividad económica inducida por las compras del sector turístico a sus proveedores. Con la finalidad de satisfacer esta demanda, los proveedores, a su vez, incrementan las compras a sus propios proveedores, los cuales también contribuyen al PIB. Para computar este efecto arrastre se usan las denominadas tablas *input-output* de la economía española del INE del año 2010. De este modo, se obtiene que por cada 100 euros de valor añadido originados de forma directa por el sector turístico, el conjunto de la economía genera indirectamente 73 euros adicionales. Este efecto indirecto ha ido en aumento: cinco años atrás era de 68 euros. El turista que disfruta de una paella frente al mar no solo beneficia al restaurante donde está comiendo, sino también a todos los proveedores del restaurante, al decorador del local, al contable, etc. Lógicamente, los servicios directamente ligados a la demanda turística son los más beneficiados, pero también lo acaban siendo otros sectores aparentemente menos ligados al sector turístico, como la industria y el sector primario (véase la tabla adjunta).

De esta manera, la contribución directa e indirecta del turismo al PIB alcanzó en 2015 los 119.000 millones de euros según la Cuenta Satélite del Turismo del INE, lo que equivale al 11,1% del mismo. Alrededor de la mitad de esta aportación se debió al turismo extranjero, que ha venido aumentando su peso en los últimos años.

Asimismo, aquellos implicados directa o indirectamente en el turismo realizan un gasto en el resto de la economía que genera un efecto económico inducido adicional (el consumo privado de los camareros del restaurante, o del decorador, o del contable). Si añadimos esta contribución, aún más repartida entre todos los sectores de la economía, el impacto global del turismo alcanzaría el 16% del PIB en 2015, en aumento progresivo desde 2010 y muy superior a la media europea (9,6%).²

Así pues, el impacto del sector turístico es muy elevado, sobre todo cuando, además del efecto directo, se tiene en cuenta el indirecto y el inducido. Además, estas cifras podrían estar subestimando el impacto total del turismo en el PIB, puesto que existe un creciente problema de contabilización dado el aumento de servicios turísticos no provistos por el sector turístico tradicional, como el alquiler de vivienda de particulares y los bienes y servicios necesarios para proveerlo que, aunque deberían estar incluidos, escapan en parte de las estadísticas oficiales y acaban subrepresentados. Por ejemplo, según Exceltur, las plazas anunciadas en las plataformas P2P en las 22 principales ciudades españolas alcanzó el número de 362.000 en 2016, superando el número de plazas en alojamiento reglado.

Asimismo, la contribución del turismo a la creación de empleo es muy significativa. El turismo empleó directa e indirectamente en 2015 a 2,5 millones de personas, representando el 13,0% del empleo total (1,4 p. p. más que en 2010). Si, además, añadimos el

Impacto económico (directo e indirecto) en los distintos sectores por cada 100 euros de valor añadido originado en el sector turístico

(Euros)

Sector con demanda turística directa	Alojamiento y comidas y bebidas	44,0
	Transporte	25,7
	Comercio	22,9
	Servicios inmobiliarios	16,8
	Cultura y entretenimiento	4,6
	Agencias de viajes	5,3
		119
Resto de la economía	Sector primario	2,9
	Industria agroalimentaria	10,6
	Industria energética	4,0
	Industria de la construcción	2,7
	Resto de la industria	7,2
	Servicios profesionales	5,0
	Servicios financieros y seguros	4,5
	Servicios de seguridad y administrativos	2,8
Resto de servicios	14,1	
		54
Total		173

Nota: Se usan los pesos en la estructura de la demanda turística para los sectores que pertenecen al sector turístico. El impacto (directo e indirecto) del sector turístico es superior a 100, puesto que los distintos sectores turísticos utilizan insumos intermedios producidos por el propio sector turístico.

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

1. Naciones Unidas define el turismo como las «actividades que realizan las personas durante sus viajes y estancias en lugares distintos al de su entorno habitual, por un período de tiempo consecutivo inferior a un año, con fines de ocio, por negocios o por otros motivos». INE (2004), «Cuenta Satélite del Turismo en España: Nota Metodológica».

2. Véase World Travel & Tourism Council (2016), «Travel & Tourism Economic Impact 2016: Spain».

empleo creado por el efecto inducido, su contribución se situó en el 16,2% del empleo total, un peso muy superior a la media europea (9,1%).³ Asimismo, todo indica que la contribución del sector a la creación de empleo se mantiene firme. La afiliación en los sectores mayoritariamente turísticos progresa a un ritmo muy superior al del resto de la economía: en abril aumentó un 4,7% interanual (acumulado de 12 meses), mientras que el resto de sectores crecieron un 3,0%.

También merece la pena destacar que el turismo ha contribuido a corregir algunos de los desequilibrios de la economía española en los últimos años. En concreto, el aumento en la exportación de servicios turísticos ha permitido que la balanza de servicios turísticos pasara de registrar un superávit del 2,6% del PIB en 2010 al 3,3% en 2016. Así pues, un 11% de la corrección del saldo por cuenta corriente fue debido al aumento del superávit de la balanza de servicios turísticos.⁴

Como hemos visto, el sector turístico es clave para la economía española. Pasemos ahora a analizar la demanda turística extranjera con una perspectiva a medio plazo, necesaria para asegurar la resiliencia futura del sector en un contexto de rápidos cambios sociales y tecnológicos. A pesar de una creciente diversificación, las entradas de turistas extranjeros en España (75,6 millones en 2016) están todavía altamente concentradas, por su procedencia, por su tipología y por su estacionalidad. La demanda turística extranjera es en su mayoría europea (80% en 2016) debido a la proximidad geográfica y, en particular, del Reino Unido, Francia y Alemania. Asimismo, la mayoría de turistas vinieron por razones de ocio (85,3%) y se concentraron en los meses de junio a septiembre (50%). Sin embargo, la evolución de las entradas apunta hacia una mayor diversificación. Las entradas de turistas del resto del mundo están aumentando a un ritmo superior a la media (+15,3% anual), lo cual es una buena dinámica, puesto que los aumentos de la demanda futura estarán en estos mercados, en particular asiáticos (véase el artículo «El turismo: un sector de peso en la cresta de la ola» de este mismo Dossier, donde se exponen las tendencias globales del turismo). Las entradas de turismo por motivos distintos al ocio y a los negocios, como por ejemplo el turismo de salud o los peregrinajes, aumentaron un 22,6%, llegando a totalizar los 6,5 millones de entradas.⁵ Finalmente, los meses de menos calor (de octubre a mayo) registran mayores aumentos anuales de entradas de turistas extranjeros (+11,5%), que los meses de junio a septiembre (+9,5%), lo que poco a poco va disminuyendo la alta estacionalidad del turismo.

El récord de entradas de turistas extranjeros en 2016 se tradujo en un récord de ingresos (77.625 millones de euros), aunque el gasto medio por turista disminuyó ligeramente y se encuentra por debajo de países vecinos como Francia o Italia. Parece pues que existe cierto recorrido en aumentar el gasto por turista. Para lograrlo de una manera exitosa, es necesario aumentar la calidad y diversificar la oferta turística (como se explica en detalle en el artículo «La calidad de la oferta turística: el reto de mantener el liderazgo» de este mismo Dossier), y es importante hacerlo considerando la evolución futura de la demanda turística.

La demanda turística está cambiando de perfil y está cada vez más segmentada, incluso al considerar el sector vacacional. El turista demanda experiencias más temáticas e individualizadas, y está dispuesto a pagar más por ellas. El importante envejecimiento poblacional, en particular en Europa, nuestro principal cliente, también va a aumentar la demanda turística de este grupo. Además del turismo vacacional, es posible aumentar el turismo de salud, un sector con enorme potencial, una menor estacionalidad y una importante contribución económica en diversidad de sectores económicos.⁶

Finalmente, para asegurar la demanda futura, es importante cuidar su sostenibilidad, tanto en el paisaje urbano como en el natural. En este sentido, las instituciones públicas tienen un importante papel para regular de manera equilibrada al sector, puesto que el turismo no solo genera externalidades positivas (como su importante contribución económica) sino que también puede generar externalidades negativas. A corto plazo, el rápido aumento del *sharing*, en particular en algunas ciudades, supone un reto importante (véase el artículo «Turismo 2.0: oportunidades y retos» de este mismo Dossier). A largo plazo, un aumento descontrolado del turismo puede poner en riesgo la preservación del entorno natural. En este sentido, existe un creciente debate sobre la posibilidad de tratar de amortiguar parte de las externalidades negativas que a veces puede generar el turismo con impuestos específicos, como una tasa turística que sirva para financiar programas específicos de inversión en infraestructuras asociadas y que también puedan utilizarse para compensar a las personas o espacios afectados por el turismo. En algunos casos también se plantea como un instrumento que puede ayudar a gestionar el turismo, con tasas diferentes en función del destino o de la época del año. Pues si bien parece que encontramos nuestro *El Dorado* con el turismo, debemos vigilarlo y cuidarlo para que su potencial se pueda desarrollar de forma sostenible económica, social y medioambientalmente.

Josep Mestres Domènech

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

3. Véase World Travel & Tourism Council (2016), «Travel and Tourism Economic Impact 2016: Spain».

4. Véase el Focus «Disecionando la mejora de la cuenta corriente» publicado en el IM05/2017.

5. Peor evolución tuvieron las entradas por negocios, que se redujeron ligeramente hasta representar 4,6 millones de entradas.

6. EOI (2013), «Turismo de Salud en España».

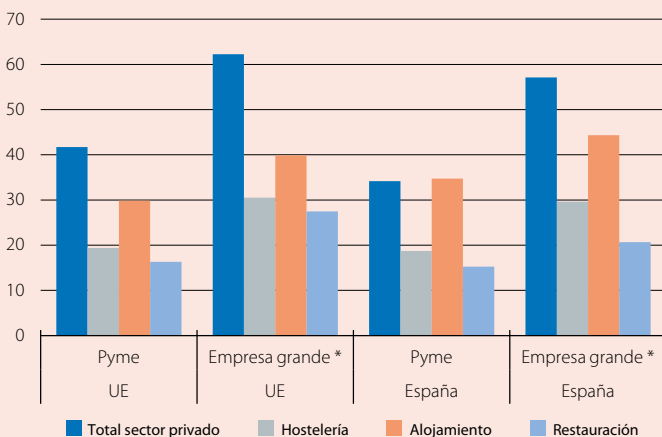
La calidad de la oferta turística: el reto de mantener el liderazgo

España ocupa el primer puesto en el *ranking* mundial de competitividad turística. Al igual que los deportistas que ganan la medalla de oro, esta posición solo se puede conseguir gracias a la conjunción de múltiples factores. Claro está que la genética juega un papel primordial: la climatología, los recursos naturales y la cultura son aspectos fundamentales para explicar el éxito del sector turístico español. Pero la genética no lo es todo. Como bien saben los deportistas de élite, mantenerse en el *top* requiere entrenamiento constante, dotarse del mejor equipamiento y rodearse de los mejores entrenadores. A continuación, se repasan brevemente los principales ingredientes que deben ayudar a seguir mejorando los niveles de calidad de la oferta turística, como son el tamaño empresarial y la inversión, tanto en capital físico como en capital humano.

El sector turístico español está compuesto por unas 400.000 empresas de distintos ámbitos como el alojamiento, la restauración, el transporte, el alquiler de vehículos o las agencias de viajes. Se trata de un sector altamente atomizado, con muchas empresas de pequeña dimensión y relativamente pocas de tamaño grande. Según la Cuenta Satélite del Turismo elaborada por el INE de 2015, el 78,7% de las empresas turísticas tenían dos empleados o menos y solamente 1.108 empresas (el 0,3% del total) contaba con 100 empleados o más. Las pymes, por tanto, dominan el paisaje turístico. Un paisaje que, sin embargo, esconde realidades muy distintas. Destaca en positivo el sector del alojamiento, con un porcentaje de empresas grandes (de más de 250 empleados) del 0,5%, superior al 0,1% del total de la economía.¹ Además, las empresas hoteleras grandes ocupan al 25,2% de los empleados del sector en España, comparado con un 18,7% en la UE. El sector de la restauración, en contraposición, se caracteriza por tener muy pocas empresas de tamaño grande y un sesgo hacia la pequeña dimensión todavía más acusado: solamente el 10,7% de los empleados en restauración trabaja en establecimientos grandes, comparado con un 16,8% en la UE.

Productividad laboral en el sector turístico

(Valor añadido por empleado, en miles de euros)



Nota: * Las empresas grandes cuentan con 250 empleados o más. Datos de 2014.

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

El tamaño empresarial es importante porque está relacionado con aspectos que determinan la productividad empresarial como son la profesionalización, las economías de escala, el acceso a fuentes de financiación diversificadas o la posibilidad de ofrecer formación continuada a los trabajadores. En este sentido, los datos de productividad laboral² por tamaño empresarial son muy reveladores: las empresas turísticas grandes son casi un 30% más productivas que las pequeñas y tanto las empresas grandes como las pequeñas son más productivas que sus homólogas europeas. Dado que, además, España cuenta con una mayor proporción de empresas grandes, la diferencia de productividad para el conjunto del sector español respecto al europeo es considerable, de casi un 20%.³

En los últimos años, el sector hotelero ha realizado un importante esfuerzo inversor en la renovación de instalaciones y en la modernización de la planta hotelera para reposicionar la oferta hacia los segmentos de demanda de mayor capacidad

adquisitiva. En concreto, se ha incrementado notablemente la oferta de plazas turísticas en las categorías superiores (4 y 5 estrellas),⁴ que también gozan de un nivel de ocupación cada vez mayor, lo que ayuda a rentabilizar las inversiones. En efecto, los ingresos por habitación disponible acumulan crecimientos positivos desde 2013 y, en el último año, han crecido un 10,8% interanual (dato de abril de 2017, acumulado de 12 meses). Además, el sector cuenta con unos balances más saneados y menores niveles de endeudamiento que en el pasado, lo que aumenta la capacidad del sector para llevar a cabo nuevos proyectos.

Asimismo, una gran variedad de inversores, tanto nacionales como internacionales, han encontrado un gran atractivo en el sector hotelero español: en 2016, el sector captó más de 2.000 millones de euros en inversión por segundo año consecutivo.⁵ Los inver-

1. Datos de Eurostat (2014), «Structural business statistics».

2. La productividad laboral aparente del trabajo se define como el valor añadido bruto entre el número de trabajadores.

3. La productividad del sector hotelero en España y la UE es del 44,3 y del 39,9 para los establecimientos grandes, respectivamente, y del 34,7 y 29,9 para los establecimientos pequeños. En cambio, ocurre lo contrario con los establecimientos de restauración, menos productivos en el caso español para cualquier tamaño empresarial.

4. En 2007, un 41,4% de las plazas hoteleras eran de 4 o 5 estrellas y en 2015, un 49,9%.

5. Informe Deloitte, (2017), «Expectativas 2017: The Experience Revolution. Travel, Hospitality, Leisure & Transport».

sores internacionales aportaron el 64% del volumen total de inversión y mostraron una preferencia por hoteles urbanos en las grandes ciudades. Los instrumentos que canalizan la inversión también son cada vez más diversos: los vehículos de inversión inmobiliarios (SOCIMI, REIT y fondos especializados) fueron los más activos con el 48% del total, aunque también ha aumentado el interés de los grupos hoteleros internacionales. La entrada de esta nueva tipología de inversores está impulsando una tendencia hacia la separación de la gestión hotelera y la propiedad de los inmuebles.

Por otro lado, los grandes grupos hoteleros españoles que cotizan en la bolsa española también tienen una gran presencia internacional: alrededor del 75% de sus ingresos proviene del resto del mundo. Sin embargo, las empresas turísticas solo representan el 1% de la capitalización bursátil total, una cifra muy pequeña si se compara con la importancia del sector en la economía (véase el artículo «El turismo, un nuevo *El Dorado* para la economía española» de este mismo Dossier). A medio plazo, si se afianza la tendencia hacia la mayor consolidación en el sector, cabe esperar que el tamaño empresarial vaya en aumento, lo que facilitará el acceso a la inversión extranjera y los mercados de capitales.

Otro factor crucial para mejorar la oferta turística es incidir en la formación del capital humano: la calidad percibida por el cliente depende en gran medida del equipo humano que presta el servicio.⁶ De este modo, mantener el liderazgo en el *ranking* de la competitividad no solamente requiere tener el mejor equipamiento físico, sino que se debe contar con el mejor equipo humano. Un ámbito en el que el recorrido de mejora es muy amplio: el perfil de trabajador medio del sector revela un menor nivel educativo y una menor experiencia de trabajo en el sector en comparación con los trabajadores del resto de sectores. Ello se debe a que el turismo, en muchos casos, ofrece oportunidades laborales a personas jóvenes sin experiencia laboral o de baja cualificación, con pocas opciones en otros sectores.

Además, la elevada estacionalidad del sector también implica un mayor uso de la contratación temporal y a tiempo parcial. A su vez, la elevada rotación en los puestos de trabajo dificulta la mejora del nivel de capacitación de los empleados y la participación en actividades de formación continuada. Además, el sector se encuentra en una fase de profunda transformación digital, lo que tiene el potencial de cambiar la naturaleza de muchos de los servicios que se ofrecen y de las habilidades requeridas de los trabajadores (véase el artículo «Turismo 2.0: oportunidades y retos» de este Dossier). Por tanto, existe un recorrido importante para mejorar la cualificación de los trabajadores del sector turístico ofreciendo una carrera profesional atractiva dentro del sector, mejorando la oferta formativa específica y tratando de conjugar unas mejores condiciones laborales con la flexibilidad que requiere adaptarse al nuevo paradigma tecnológico.

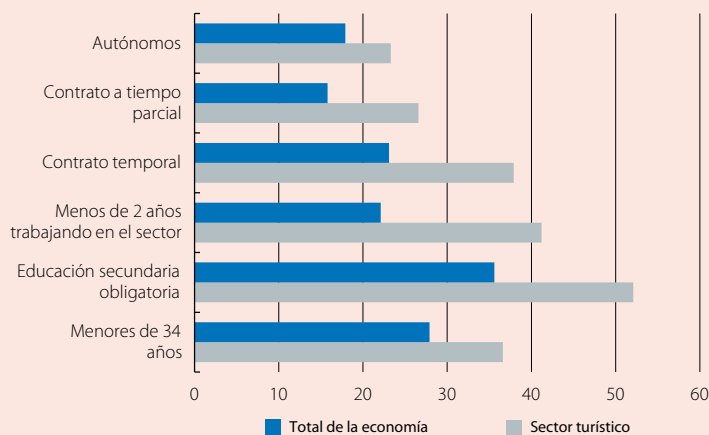
En definitiva, el sector turístico español ha hecho un importante esfuerzo para reorientar la oferta turística hacia los segmentos que generan más valor, lo que se refleja en su mayor tamaño y productividad, así como en la presencia internacional de importantes grupos españoles. Como los deportistas de élite, el éxito continuado no está garantizado: el sector debe seguir esforzándose cada día para mantener el primer puesto del podio.

Judit Montoriol Garriga

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

Perfil de los empleados en el sector turístico

(% del total de empleados)



Nota: Datos de 2013.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE, (2015), «Supporting Quality Jobs in Tourism».

6. Véase OCDE (2015), «Supporting Quality Jobs in Tourism».

Turismo 2.0: oportunidades y retos

El desarrollo de las nuevas tecnologías y, en especial, el uso generalizado de internet están revolucionando la manera en que trabajamos, consumimos y nos relacionamos. La digitalización de la economía está llegando también al sector turístico, el cual se está transformando para dar respuesta a un mundo más conectado, donde la línea entre los canales *online* y *offline* está cada vez más desdibujada. En este artículo, analizamos el impacto que están teniendo los avances tecnológicos en el sector y cómo pueden transformarlo en el futuro.

El turismo se está viendo considerablemente influenciado por los avances tecnológicos de los últimos años. Con la irrupción de las nuevas tecnologías, han aparecido nuevas empresas nacidas en la esfera digital, que han transformado radicalmente parte de la cadena de valor del sector (véase el primer gráfico). Este impacto es especialmente elevado en la fase inicial del ciclo de compra, donde plataformas digitales como las agencias de viajes *online* o los motores de búsqueda han modificado gran parte de la

Estructura del sector turístico en función del grado de digitalización de las distintas actividades

Grado de digitalización

Digitalizado +	Agencias de viajes online (OTA) Metabuscadore Plataformas peer-to-peer			Plataformas de reseñas Redes sociales
	Agencias de viajes, operadores turísticos, servicios de reservas Alojamiento Actividades inmobiliarias	Transporte aéreo Transporte terrestre de pasajeros		
Digitalizado -		Transporte por ferrocarril Transporte marítimo y por vías navegables interiores	Alquiler de vehículos de motor Industria cultural Actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento Servicios de comida y bebida	
	Reserva	Viaje	Destinación	Posviaje
	Fases del ciclo de compra			

Nota: Ramas de actividad del sector turístico incluyen metabuscadores (Google, SkyScanner); agencias de viajes online (Booking, Expedia); plataformas peer-to-peer (Airbnb, Homeaway), y plataformas de reseñas (TripAdvisor, Google Reviews).

Fuente: CaixaBank Research.

contratación de servicios turísticos. A medida que estos nuevos actores han ido «revolucionando» el sector, empresas ya establecidas se han visto forzadas a ajustar sus procesos de producción para seguir siendo competitivas. Por un lado, proveedores tradicionales de servicios turísticos han cambiado drásticamente la manera en que operan para poder llegar al cliente digital, por ejemplo, a través de campañas publicitarias en la red y de las redes sociales. Por otro lado, sectores como el del transporte y alojamiento han aprovechado las oportunidades que la digitalización y la automatización ofrecen para mejorar la eficiencia del proceso productivo. En este sentido, el registro de clientes a través de máquinas de auto *check-in* en aeropuertos y servicios de alojamiento es un ejemplo de cómo la adopción de nuevas tecnologías puede contribuir a reducir costes operativos para la empresa y tiempos de espera para el cliente.

En cambio, en la fase de destino, dado que los servicios ofrecidos son muy intensivos en mano de obra, especialmente en el punto de contacto con el cliente, y por la naturaleza del bien final que se ofrece, el impacto de la digitalización está siendo mucho menor. No obstante, a medio plazo, avances en la «internet de las cosas»,

la robótica móvil y la inteligencia artificial tienen potencial para revolucionar aún más el sector, dado que permitirán a las empresas redefinir la manera cómo proveen bienes y servicios, simplificando operaciones y mejorando la experiencia del cliente, por ejemplo, a través de servicios más personalizados.

A pesar de las múltiples oportunidades que ofrece la tecnología, su adopción es vista a veces con suspicacia, debido al impacto disruptivo que puede tener en el mercado laboral. En efecto, el sector turístico es un motor de creación de empleo y preocupa que deje de serlo a medida que se generalice en el sector el uso de estas nuevas tecnologías. Para evaluar el alcance de este impacto, hemos estimado el riesgo de automatización del sector a medio plazo. Para ello, nos hemos basado en un estudio de los profesores de la Universidad de Oxford, Carl Frey y Michael Osborne,¹ que analiza la probabilidad de que cada ocupación pueda ser automatizada con la tecnología actual y la que se desarrolle en los próximos 20 años, junto con las estimaciones realizadas para el caso español en el Dossier «Las nuevas tecnologías y el mercado de trabajo».² De este modo, hemos trasladado el riesgo de automatización de cada profesión al conjunto de ramas de actividad del sector turístico español.

Según estas estimaciones, el 58% de los puestos de trabajo actuales del sector turístico español tienen un riesgo elevado (con una probabilidad superior al 66%) de ser automatizados a medio plazo, una cifra superior a la del resto de sectores de la economía. Para el resto del empleo en el sector, el 26% tiene un riesgo medio (entre el 33% y el 66%) y el 16% un riesgo bajo (inferior al 33%). Entre las profesiones con un riesgo elevado de ser automatizadas tenemos a contables, administrativos de apoyo y empleados de servicios de información al cliente. En el otro extremo, tenemos a aquellas profesiones que requieren de una mayor creatividad (críticos gastronómicos) o interacción social (gerentes y monitores de actividades recreativas).

1. Frey, C. y Osborne, M. (2013), «The Future of Employment: How susceptible are Jobs to computerisation?» Working Paper.

2. Véase el artículo «¿Llegará la Cuarta Revolución Industrial a España?» en el Dossier del IM02/2016.

Este análisis muestra que, muy probablemente, en los próximos años, el mercado laboral turístico experimentará un cambio profundo. No obstante, la automatización de profesiones no implica necesariamente la destrucción neta de empleo. En primer lugar, porque la adopción de nuevas tecnologías depende del coste de estas en relación con otros factores productivos, como el de la mano de obra. En segundo lugar, porque la automatización ofrece la posibilidad de cambiar la naturaleza de algunas ocupaciones del sector y genera nuevas oportunidades de empleo. En este sentido, la adaptación y la flexibilidad de la fuerza laboral serán clave para facilitar esta transición, dado que el conjunto de habilidades que se requerirán en el futuro serán distintas a las demandadas hoy en día.³ Por último, la velocidad a la que se adopten estas nuevas tecnologías no es evidente, puesto que también dependerá de aspectos legales e institucionales.

La digitalización también ha dado mayor visibilidad y accesibilidad a la economía del consumo colaborativo o *sharing*, un aspecto que está teniendo especial incidencia en el sector turístico. En general, las plataformas digitales han facilitado la creación de mercados «online» para el uso temporal de bienes y la prestación de servicios entre particulares (*peer-to-peer*). Este aumento de oferta ha sido positivo para el consumidor, dado que ha enriquecido el abanico de bienes y servicios disponibles en el mercado y/o ha hecho disminuir el precio de estos. En el caso del turismo, el *sharing* ha ganado popularidad al ofrecer la posibilidad de contratar experiencias locales únicas y personalizadas, un servicio cada vez más demandado.⁴

No obstante, la economía del *sharing* y el rápido crecimiento que ha experimentado en los últimos años suponen un importante desafío regulatorio, dado que muchas de estas actividades no están recogidas en la legislación actual. Ello dificulta el control de estas e impide que se pueda garantizar un nivel de protección del consumidor adecuado, así como la seguridad y la calidad del servicio ofrecido. A la vez, puede generar situaciones de competencia desleal hacia empresas ya establecidas, las cuales, a diferencia de los nuevos participantes en el mercado, están sujetas a una normativa más estricta. Otra cuestión importante en este sentido es que en algunas ocasiones es más difícil asegurar el cumplimiento de la normativa fiscal. Por un lado, porque la falta de un marco legal bien definido puede favorecer que algunas de estas empresas digitales se acojan a los regímenes fiscales que les son más favorables en otros países y, por otro, porque las transacciones que se producen a veces se teme que se puedan mantener en la economía sumergida. En el sector turístico, además, es especialmente importante que se desarrolle un marco regulatorio bien definido porque muchas de estas actividades generan externalidades negativas. En concreto, la falta de cobertura regulatoria puede tener un impacto sobre la configuración urbana y la convivencia de pisos turísticos y residenciales.

Es importante, por lo tanto, asegurarse de que se dispone de un marco legal capaz de dar respuesta a esta nueva realidad, sin que ello suponga una restricción a la innovación y a la adopción de nuevas tecnologías ni una limitación no razonable a la entrada en el mercado de nuevos participantes. La armonización del marco regulatorio a nivel europeo supondría una mejora en este sentido, dado que facilitaría el control de estas actividades y la recaudación de impuestos, al quedar todas las transacciones registradas. Por otro lado, una mayor seguridad jurídica ayudaría al sector a desarrollar todo su potencial.⁵

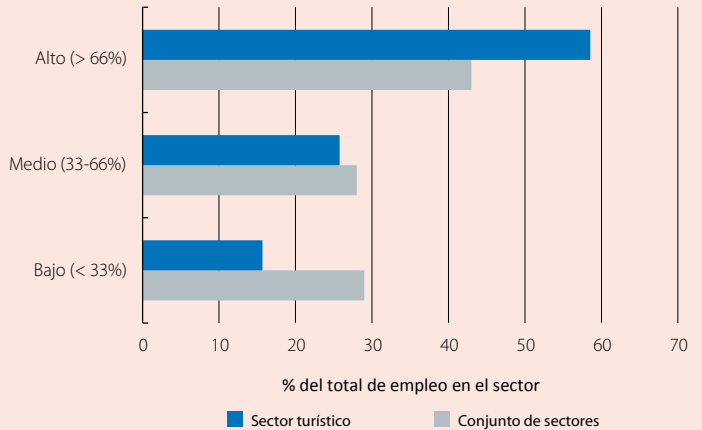
En definitiva, la «revolución» digital está transformando muchos sectores, entre ellos el turismo. Ello ofrece muchas oportunidades, pero también genera nuevos desafíos como la gestión del impacto de la automatización sobre el empleo y la adaptación del marco legal a un entorno de cambio rápido.

Roser Ferrer

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

Porcentaje del empleo según riesgo de automatización

Probabilidad de automatización



Nota: Datos de ocupación para 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Frey y Osborne (2013) y del INE.

3. Véase el artículo «¿Cómo aprovechar el impacto positivo del cambio tecnológico en el empleo?» en el Dossier del IM02/2016.

4. OCDE (2016), «Tourism Trends and Policies 2016», OECD Publishing.

5. European Commission (2016), «European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.caixabankresearch.com
Correio 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

