

Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico

Ramón Alfonso Mata

Documento de Trabajo

Número 24
Abril 2017
B 21662-2012



www.iefweb.org/odf

La economía mundial es global. En treinta años, las economías emergentes han pasado de aportar el 20% del PIB mundial a ser el 50% del mismo. Tras la crisis del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers en 2008, las medidas emprendidas de política monetaria y económica expansivas en las economías desarrolladas no han surtido el efecto esperado y la recuperación económica avanza lentamente. En este entorno global es necesario la utilización de indicadores económicos.

L'economia mundial és global. En trenta anys, les economies emergents han passat de ser el 20% del PIB mundial a generar-ne el 50%. Després de la crisi del banc d'inversions nord-americà Lehman Brothers al 2008, les mesures implementades de política monetària i econòmica expansives a les economies desenvolupades no han generat l'efecte previst i la recuperació econòmica avança lentament. En aquest entorn global és necessari la utilització d'indicadors econòmics.

World economy is truly global. Developing economies generated 20% of the World GDP thirty years ago. Nowadays they are 50% of the World GDP. After the crisis of the US investment bank Lehman Brothers in 2008, both central banks and governments implemented massive expansive monetary and economic policies in order to stimulate growth and overcome recession. The results of these expansive policies are still uncertain and the developed economies show a moderate recovery. In this global environment, it is necessary to use economic indicators.

Entorno económico e indicadores de coyuntura

Nos hallamos en un momento de cambio en el enfoque e interpretación de la macroeconomía y de los indicadores económicos. Desde los años ochenta vivimos un periodo de intensos cambios en las economías mundiales. Ante tantos cambios, este documento trata de ofrecer una guía de los indicadores usados habitualmente y dar mayor incidencia en la importancia de los diversos indicadores adelantados y de la información que resulta útil para la toma de decisiones del analista financiero.

En el transcurso de la últimas tres décadas, la economía mundial se ha convertido realmente en global desde el punto de vista de la producción industrial, de los intensos flujos de bienes y de los servicios entre continentes. El comercio global alcanza cotas nunca vistas. Estos cambios han sido posibles por la aplicación de legislaciones como las impulsadas por la Organización Mundial del Comercio, o medidas llevadas a cabo en economías en vías de desarrollo por parte del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. El nivel de inversión directa en industrias de economías en desarrollo ha sido extremadamente intenso. El cambio tecnológico por el uso masivo de ordenadores y robots cada vez más potentes y baratos, unido a la mejora de las telecomunicaciones facilita este proceso de aumento de productividad y globalización de todas

***Tabla 1. Distribución PIB y población mundiales**

Economías avanzadas	% PIB Mundo	% Población Mundo
Economías avanzadas	42,4%	14,6%
Estados Unidos	15,8%	4,5%
Zona Euro	11,9%	4,7%
Alemania	3,4%	1,1%
Francia	2,3%	0,9%
Italia	1,9%	0,8%
España	1,4%	0,6%
Japón	4,3%	1,8%
Reino Unido	2,4%	0,9%
Canadá	1,4%	0,5%
Economías en Vías Desarrollo	57,6%	85,4%
África Subsahariana	3,1%	12,8%
América latina	8,3%	8,5%
Brasil	2,8%	2,8%
México	2,0%	1,8%
Comunidad Estados Indep.	4,6%	4,0%
Rusia	3,3%	2,0%
Asia Emergentes	30,6%	48,7%
China	17,1%	19,0%
India	7,0%	17,9%
Europa Emergentes	3,3%	2,4%
Oriente Medio	7,6%	9,0%

Fuente: FMI, World Economic Outlook, Octubre 2016.
Datos para 2015

las economías. Los equilibrios de bloques han cambiado: China, Rusia, México, Brasil e India forman parte de las grandes economías mundiales junto a Norteamérica, Europa y Japón. Los equilibrios geopolíticos también se han visto modificados.

Los manuales de macroeconomía utilizados en las facultades se basan en las escuelas económicas keynesiana o austríaca de los años treinta. En el periodo comprendido entre los años treinta y hasta la década los años noventa, el grueso del producto interior bruto (PIB) mundial se generaba en las economías desarrolladas (Norteamérica, Europa Occidental y Japón), donde radicaban el grueso de las empresas industriales y de servicios, así como la base del consumo.

A partir de los años ochenta y claramente en la década de los noventa es cuando se inicia el proceso de globalización y las economías emergentes se incorporan al proceso con la aplicación de medidas dirigidas al libre movimiento de bienes y capitales, la introducción de cambios tecnológicos en el uso de ordenadores y telecomunicaciones potentes y baratas.

La contribución de los diversos países a la economía mundial cambia radicalmente en tres décadas. Las economías en vías de desarrollo han aumentado sin cesar su cuota de contribución al producto interior bruto mundial. En el informe del World Economic Outlook del Fondo

Monetario Internacional de octubre 2016, se indica que las economías en vías de desarrollo generan el 57,6% del PIB mundial y concentran un 85,4% de la población del planeta. En contraposición, las economías avanzadas generan el 42,4% del PIB mundial y tienen un 14,6% de la población.

La globalización es patente. China se sitúa entre las cinco mayores economías del mundo y las economías en vías de desarrollo han incrementado su aportación a la economía mundial. Hasta la década de los noventa, la regla general era que en torno al ochenta por cien del producto interior bruto mundial se generaba en las economías desarrolladas. De acuerdo a los datos del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, las tres grandes zonas económicas serían China (17,1% del PIB mundial) seguido por Estados Unidos (15,8%) y la zona euro (11,9%).

Identificamos unos cambios significativos en distintos ámbitos:

- Nuevo orden económico, en el que se han incorporado a la economía mundial un gran número de países en todos los continentes.

- Nuevo enfoque de funcionamiento de las empresas. En un mundo global, los productos que compramos en nuestra ciudad pueden haber sido ensamblados en cualquier parte del mundo, con tecnología que puede ser de una empresa radicada en una economía desarrollada o, cada vez más, en economías emergentes, que toman el relevo. En este entorno tan global, nadie es ajeno a la competencia y tiene un impacto en los precios, los salarios, la inversión y el consumo.

Nos hallamos en un nuevo orden económico, con nuevas variables, con lo que se hace necesario cambiar los manuales «clásicos» de macroeconomía. El análisis financiero de las economías debe identificar e incorporar las nuevas variables.

Anteriormente, los analistas financieros buscaban una relación entre las variables macroeconómicas y los mercados financieros, basándose principalmente en la evolución económica del mundo desarrollado (Estados Unidos, Europa Occidental, Japón...). En los últimos quince años es indispensable incorporar la información económica de las economías emergentes (China, India, Brasil, Rusia, Sudeste Asiático, América Latina y Europa del Este).

La aproximación macroeconómica «clásica» (basada en las economías desarrolladas) para el analista financiero se centraba en conocer y poner en relación los elementos de:

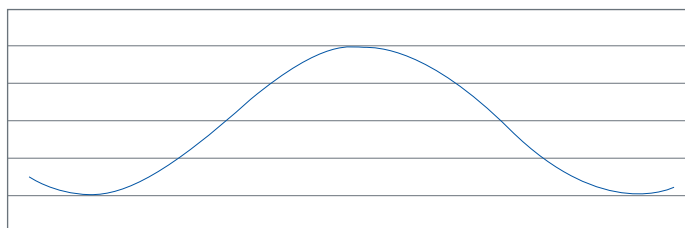
- Actividad económica (capacidad productiva y oferta, consumo e indicadores de demanda, indicadores adelantados y de sentimiento, productividad y competitividad).

- Inflación (índices precios consumo, índices precios producción, costes laborales, precios materias primas...).

- Políticas económicas (tipos interés bancos centrales, medidas política monetaria, presupuestos estados, gestión del déficit público o del nivel de deuda del estado...).

*Tabla 2. Relación de la fase del ciclo económico y los mercados financieros

Evolución del Ciclo Económico



Fase del ciclo económico	Recuperación	Crecimiento	Estancamiento	Recesión
Crecimiento económico	↗	↗	↘	↘
Inflación	↘	↗	↗	↘
Tipos interés Banco Central	↘	↗	→	↘
Beneficios empresariales	↗	↗	↘	↘
Renta Variable	↗	↗	↘	↘
Renta Fija (efecto en precio)	→	↘	→	↗

-Balanza de pagos (balanza comercial, balanza corriente, competitividad...).

Eso permitía establecer una relación entre ciclos económicos y mercados financieros. Con la identificación del estado de los diversos indicadores de coyuntura en cada fase del ciclo económico, era posible prever qué activos financieros eran los más apropiados.

La Tabla 2 muestra la relación entre el estado de los indicadores económicos en cada fase del ciclo económico y su impacto en los mercados financieros.

En general, a una mayor tasa de crecimiento esperada del PIB le corresponde:

Un mayor crecimiento en los beneficios empresariales y un mayor potencial de revalorización bursátil.

- Un mayor riesgo de inflación.
- Una mayor posibilidad de subidas de los tipos de interés.

Los inversores tienden a centrar su atención sobre tres fuentes de información básicas para evaluar y estimar la evolución futura del ciclo económico y las implicaciones que puede tener sobre los mercados financieros:

- Los indicadores de coyuntura elaborados por fuentes oficiales o privadas.
- Los bancos centrales.
- Las decisiones tomadas por los gobiernos.

Los indicadores de coyuntura se publican periódicamente y en fechas conocidas. Antes de la publicación de un indicador, muchos inversores y operadores de mercado comprueban cuál es el consenso de previsiones. El consenso de previsiones puede ser considerado un excelente medidor de las expectativas de los mercados. A partir del consenso de previsiones y de cómo encaja con el resto de indicadores publicados hasta el momento, los agentes irán tomando las posiciones que consideren más adecuadas para el dato que va a publicarse.

Una vez se hace público un indicador, los precios de los

productos financieros tenderán a ajustarse en función de que los datos publicados coincidan o difieran respecto a la expectativa formada. Así, si el valor del indicador difiere respecto al de consenso de previsiones, el mercado reacciona con trasvases de fondos entre renta fija, renta variable y liquidez, ajustándose las cotizaciones.

Los inversores en productos financieros buscan anticipar el dato económico en vista a posicionarse antes del movimiento previsible del mercado. Es el principio de los mercados «comprar con el rumor y vender con la noticia».

El crecimiento económico no es un proceso lineal, sino una sucesión de fases que conforman un ciclo. Cada una de las fases del ciclo de la economía (fase de recuperación, fase de expansión, fase de estancamiento y fase de recesión) es la consecuencia de una determinada situación coyuntural en la economía.

El análisis de la coyuntura económica proporciona una serie de criterios para la interpretación de las variables económicas y para la predicción de sus efectos sobre la cotización de los activos del mercado financiero, lo cual será de gran ayuda al asesor financiero a la hora de definir la distribución de activos (*asset allocation*) de la cartera que gestiona.

Las herramientas de este análisis son los indicadores de coyuntura económica, los cuales permiten identificar la fase del ciclo en el que la economía se encuentra y estimar su evolución previsible en un futuro a medio plazo.

Enumeremos ejemplos de indicadores de coyuntura para cada una de las categorías mencionadas.

- Actividad económica: producto interior bruto, producción industrial, paro, variación de inventarios, ventas al por mayor y al por menor, consumo de cemento, solicitudes de hipotecas, construcción nuevas viviendas, ...

- Inflación: IPC, índice precios industriales, capacidad de utilización industrial, costes laborales.

***Tabla 3. Selección de indicadores de coyuntura**

Indicadores de coyuntura		
Tipo de Indicador por su naturaleza económica	Indicador	Tipo por momento del cambio de tendencia
Actividad-Oferta	Producto interior Bruto	Coincidente
	Producción Industrial	Coincidente
	Capacidad utilización industrial	Coincidente
	Balanza comercial y corriente	Coincidente
	Beneficios empresariales	Retardado
	Paro	Retardado
Actividad-Demanda	Ventas al menor	Coincidente
	Ventas al por mayor	Coincidente
	Consumo de cemento	Coincidente
	Solicitudes hipotecas	Coincidente
	Matriculaciones vehículos	Coincidente
Actividad-Sentimiento	Indice expectativas económicas	Adelantado
	Indicadores avanzados OCDE	Adelantado
	Confianza del consumidor	Adelantado
	ISM	Adelantado
	Encuesta presupuestos familiares	Adelantado
Indicador clima industrial	Adelantado	
Inflación	Indice precios al consumo	Retardado
	Indice precios industriales	Retardado
	Costes laborales	Retardado
Política monetaria	Tipos interés directores	Coincidente
	Masa monetaria	Coincidente
Política fiscal	Presupuesto del Estado	Coincidente
	Déficit público	Coincidente

Fuente: Elaboración propia

- Política monetaria: masa monetaria, tipos interés directores.
- Política fiscal: déficit público, presupuestos del estado, impuestos...
- Interacciones internacionales, balanza de pagos, balanza corriente...

Es importante identificar para cada indicador el grado de coincidencia y sincronía del mismo respecto al momento del ciclo económico, o si por el contrario, tiende a adelantarse o retrasarse respecto al mismo.

Los indicadores de coyuntura avanzados ofrecen señales precursoras sobre el futuro comportamiento de la actividad económica o de los precios. En este grupo situaríamos las encuestas de sentimiento de consumidores o empresariales.

Estos indicadores tienden a comportarse adelantándose respecto al ciclo de entre uno y tres trimestres. Entre ellos tenemos al índice Ifo de sentimiento empresarial alemán, el Consumer Confidence publicado por el Conference Board o los índices ISM generados por el Institute for Supply and Demand.

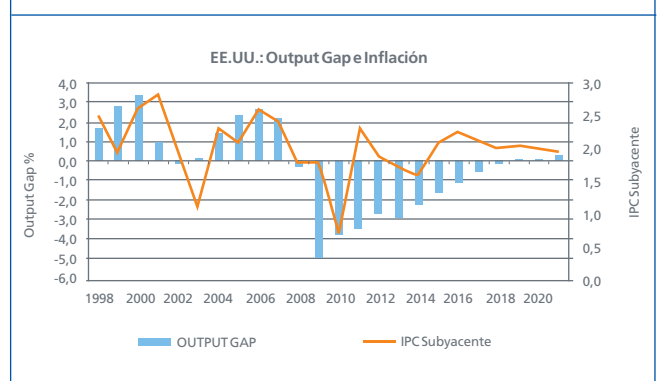
La mayor parte de indicadores de coyuntura tienden a situarse dentro del grupo de indicadores coincidentes. Los indicadores de este grupo son coincidentes con el momento del ciclo económico. En este grupo identificamos indicadores de actividad económica como el producto interior bruto, producción industrial, ventas al por menor, balanza comercial y balanza corriente.

La naturaleza de algunos indicadores nos permite identificarlos como retrasado respecto al momento del ciclo económico. Dentro de este grupo englobaríamos el índice de paro. Ante una situación adversa, una empresa tiende primero a ajustar sus compras y proveedores y si esto no es suficiente, el paso siguiente será considerar un ajuste de plantilla. Lo mismo es válido en momentos de crecimiento. En consecuencia, el paro suele aumentar una vez ya han empezado los problemas económicos y viceversa. Otro grupo de indicadores que identificaríamos como retardados respecto al ciclo serían los de inflación.

2. Cambios en el orden económico

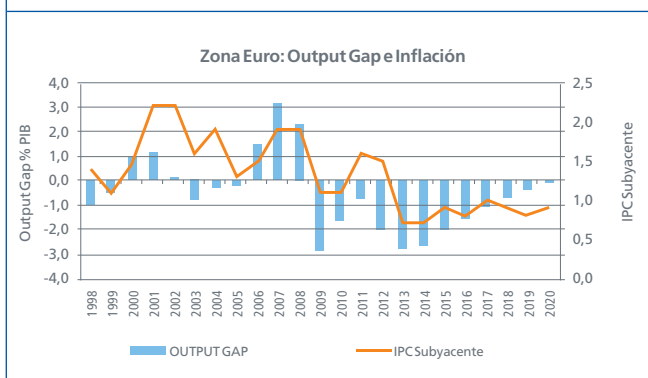
Tras la crisis del banco de inversiones estadounidense Lehman Brothers en el 2008, los bancos centrales y los gobiernos aplicaron medidas expansivas de política monetaria y política económica. Sin embargo, pasados unos años, la aplicación de medidas expansivas están precisando de un periodo de tiempo superior al de otras crisis para ver los efectos positivos de las mismas. Algo ha cambiado respecto a décadas anteriores y salidas de recesión anteriores en el pasado.

En los últimos años observamos el desarrollo de nuevos elementos que afectan la relación entre los datos macroeconómicos y su impacto en los mercados financieros. Identi-

Gráfico 1. Estados Unidos: output gap e inflación subyacente

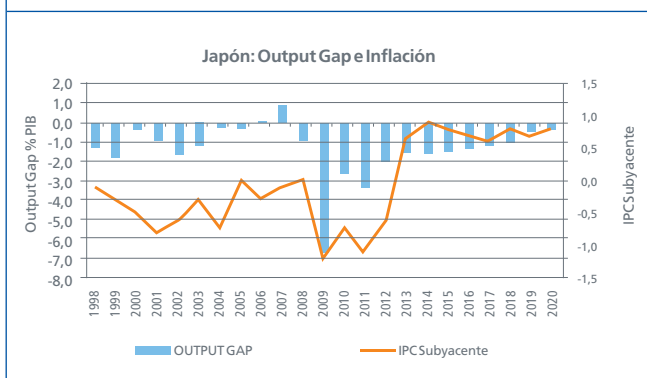
Fuente: elaboración propia y Bloomberg

Gráfico 2. Zona euro: output gap e inflación subyacente



Fuente: elaboración propia y Bloomberg

Gráfico 3. Japón: output gap e inflación subyacente



Fuente: elaboración propia y Bloomberg

fiquemos elementos de cambio en el orden económico.

La economía globalizada implica un nuevo orden en el que las economías desarrolladas y en vías de desarrollo compiten en un entorno amplio. Los elementos que configuran la nueva economía mundial son:

- Sobrecapacidad productiva
- Mercado laboral global
- Incremento de productividad
- Gran volumen de deuda
- Menor protección social
- Mayor poder de grandes corporaciones
- Libertad movimientos capitales
- Mayor volatilidad en los mercados financieros

2.1. Sobrecapacidad productiva

En los años ochenta y noventa, el Fondo Monetario Internacional promovió medidas para estimular las economías en vías de desarrollo. Diversos estados latinoamericanos y asiáticos adoptaron las medidas recomendadas (alineación de sus divisas al dólar estadounidense, medidas de control de la inflación, facilitar las medidas de captación de capitales extranjeros para la inversión en activos directos o en sus mercados financieros, inversión en infraestructuras...). Este proceso tuvo sus efectos con algunos episodios graves como la crisis iniciada en Asia en 1997 y que se extendió en América Latina y Rusia en 1998. No obstante, una vez superado y corregido, el proceso siguió adelante. Desde los años ochenta y noventa, la inversión directa construyendo plantas industriales e infraestructuras en muchas economías emergentes ha sido imparable. Hoy en día, observamos sobrecapacidad productiva a nivel mundial en numerosos sectores, como en la producción de acero, textil, bienes industriales, tecnología... Los productores de acero asiáticos (principalmente chinos) afectan a la capacidad de los productores históricos en Escandinavia, Reino Unido o Rusia).

El sector servicios también está inmerso en esta globalización. Cada vez más compañías del mundo desarro-

llado y en vías de desarrollo recurren a la externalización de servicios (por ejemplo, los call-center, contabilidades, sistemas de back-office, desarrollo software...). Este proceso en el que compiten muchas de las economías, afecta por igual a toda clase de empresas, independientemente de su tamaño. Esta globalización de producción y servicios tiene un impacto directo en los precios de bienes y servicios, materias primas o salarios. Este ejemplo lo tenemos en grandes corporaciones, pero también en pequeñas y medianas empresas en la práctica totalidad de sectores, donde tiene que ajustar sus precios de venta ante la competencia de precio proveniente de otras partes del mundo.

En la situación que describimos, el crecimiento económico de las economías de Estados Unidos y de Europa es insuficiente para compensar el exceso de capacidad y ser capaces de generar inflación.

Tabla 4. Evolución de la productividad de las economías desarrolladas y emergentes

ECONOMIAS DESARROLLADAS PIB por persona empleada	1995	2000	2005	2010	2015
EE.UU (en USD)	60.137	73.898	90.941	105.841	119.448
% Incremento (base 100=1995)	100	123	151	176	199
U.E (en USD)	42.996	51.692	62.747	74.454	84.071
% Incremento (base 100=1995)	100	120	146	173	196
Zona euro (en USD)	48.831	56.933	67.160	80.344	90.047
% Incremento (base 100=1995)	100	117	138	165	184
Japón (en USD)	72.046	67.052	59.398	50.146	42.778
% Incremento (base 100=1995)	100	93	82	70	59

ECONOMIAS EMERGENTES PIB por persona empleada	1995	2000	2005	2010	2015
China (en USD)	3.292	5.107	8.826	16.239	24.529
% Incremento (base 100=1995)	100	155	268	493	745
Brasil (en USD)	17.671	20.018	22.547	27.878	30.021
% Incremento (base 100=1995)	100	113	128	158	170
India (en USD)	4.852	5.274	6.743	10.496	15.159
% Incremento (base 100=1995)	100	109	139	216	312
Rusia (en USD)	13.851	16.385	26.549	44.744	49.591
% Incremento (base 100=1995)	100	118	192	323	358

Fuente: OECD, Dataset: level of GDP per capita and productivity. http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PDB_iv

En Estados Unidos el output gap (diferencia entre PIB observado y el PIB potencial) se acerca a cero y la inflación se sitúa en la zona del 2%. La definición del PIB potencial o output gap se puede concretar de distintas formas y estimar de distintas maneras. En su versión más simple y también más comúnmente utilizada, se define como el nivel de producción compatible con una inflación subyacente estable en torno a su nivel objetivo. Ello requiere, a su vez, que el grado de utilización de la capacidad productiva y, en particular, la tasa de desempleo esté a un nivel que no genere presiones sobre los precios y salarios, ya sea al alza o a la baja. Dicha tasa de desempleo es la denominada tasa de paro estructural o NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*).

En la eurozona el *output gap* está en negativo, con una mejora muy lenta y la inflación subyacente se mantiene en torno al 1,1%.

En la zona euro, la situación política y financiera global, el momento del ciclo, la pirámide poblacional y la falta de reformas lastran el crecimiento. La zona euro debería crecer por encima del potencial varios años consecutivos para cerrar el exceso de capacidad (output gap) e impulsar la inflación hasta los niveles objetivos.

Algunos autores apuntan a una «japonización» de la zona euro, con crecimientos económicos bajos y con ausencia de inflación (aún con políticas monetarias expansivas). Japón mantiene un output gap negativo y niveles de inflación inferiores al 1%.

Las políticas monetarias pierden efectividad sobre el PIB e inflación. Aunque el PIB de la zona euro apunta hacia una mejora progresiva, las medidas adicionales del BCE no parecen elevar el ritmo de crecimiento de forma rápida y generan distorsiones en los mercados financieros.

2.2. Mercado laboral global

Los salarios en las economías desarrolladas sufren de la competencia directa de los niveles de salarios en las economías en vías de desarrollo. A mayor número de empresas industriales y de servicios instaladas en economías en vías de desarrollo, mayor es la presión en los salarios de las economías desarrolladas.

Pese a existir la movilidad laboral, y que existan movimientos migratorios, una parte significativa de las personas están vinculadas a un territorio, lo mismo que muchas de las empresas en las que desarrollan su actividad. Ante una mayor competencia de producto externo a menores precios, se reducen las oportunidades de trabajo y existe presión a la baja en los salarios de las economías desarrolladas. Ello, a su vez, aumenta la precariedad y modera la capacidad de consumo.

Incremento de la productividad. La productividad es la relación entre la cantidad de productos obtenida por un sistema productivo y los recursos utilizados para obtener

dicha producción. También puede ser definida como la relación entre los resultados y el tiempo utilizado para obtenerlos: cuanto menor sea el tiempo que lleve obtener el resultado deseado, más productivo es el sistema. El PIB per cápita tiene una fuerte correlación con la productividad. El PIB por persona empleada es considerado como una medida muy próxima a la productividad.

La OCDE genera estadísticas sobre PIB per cápita y PIB por persona empleada como medidas de productividad de las diversas economías mundiales. La tabla muestra como en el periodo 1995 – 2015, las economías en vías de desarrollo de China, India y Rusia incrementaron su PIB per cápita a un ritmo netamente superior al de las economías desarrolladas como Estados Unidos, Unión Europea o la zona euro. China incrementó su producto interior bruto per cápita en 745; India, en 312 o Rusia, en 358. Estados Unidos o Europa incrementaron su PIB per cápita en torno a 190 en el mismo periodo. Japón constituye un caso de economía desarrollada con una reducción notable del PIB per cápita.

Las décadas de los ochenta y los noventa trajeron cambios tecnológicos de primer orden. Nos referimos a las telecomunicaciones y los ordenadores. La capacidad de disponer de ordenadores a precios baratos, permitió saltos cuantitativos y cualitativos de primera magnitud en toda clase de procesos de fabricación y servicios. Lo mismo sucede con el cambio en las telecomunicaciones altamente fiables y cada vez más baratas. La combinación de ambas condiciones genera una revolución y un incremento de productividad y competitividad que se ha calificado por muchos estudiosos como segunda revolución industrial.

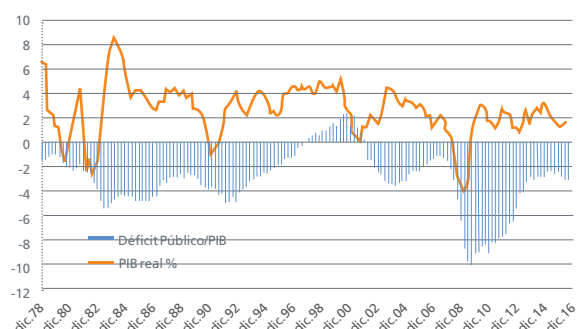
Hoy en día, la tecnología y las telecomunicaciones permiten tener conectados en tiempo real fábricas, centros

Tabla 5. Deuda pública, ratios y rating

ZONA ECONÓMICA	Deuda Pública (MM USD)	% Deuda Pública (PIB)	Rating S&P
	AÑO 2015		
Estados Unidos	13.422.918,0	74%	AA+
Japón	9.754.298,0	228%	A+
China	3.494.562,0	17%	AA-
Italia	2.114.102,0	136%	BBB-
Reino Unido	2.066.790,0	91%	AAA
Francia	1.894.945,0	98%	AA
Alemania	1.672.751,0	72%	AAA
España	1.076.344,0	101%	BBB-
Brasil	880.526,0	67%	BB
India	790.944,0	52%	BBB-
Canadá	726.665,0	95%	AAA
Corea del Sur	666.040,0	35%	AA-
México	488.462,0	45%	BBB+
Australia	314.564,0	44%	AAA
Rusia	153.156,0	14%	BB+

Fuente: Global economic Watch, World Bank, Bloomberg WCDM

Gráfico 4. Estados Unidos: déficit público y PIB



Fuente: elaboración propia y Bloomberg

de diseño, tiendas, almacenes... sin importar la localización. Esta combinación de tecnología y telecomunicaciones baratas han implicado el desarrollo de las plataformas logísticas a nivel mundial. Otra consecuencia es el aumento de la competencia y de la competitividad entre las diversas zonas económicas.

2.3. Deuda pública

Otro elemento destacable en este ciclo económico se refiere a la masa de deuda pública, la cual no ha dejado de aumentar de forma sostenida en el transcurso de la última década. Tras la crisis de 2008, la recuperación del crecimiento económico ha sido anémica y la inflación muy baja, lo que complica y retrasa los planes de reducción de deuda de los estados.

Para superar la crisis de la deuda resultante de la primera y segunda crisis del petróleo en los años setenta, en los noventa muchos gobiernos en las economías desarrolladas implementaron ambiciosos planes de privatización, con lo que redujeron los niveles de deuda a proporciones manejables.

En la última década esa tendencia de contención se rompió y se acentuó a partir de la crisis financiera de 2007-2008. El fuerte crecimiento de las emisiones de renta fija pública y privada dejó al sector bancario en situación precaria, una vez se empezaron a producir un deterioro de una parte de las emisiones de menor calidad. Los bancos centrales tuvieron que priorizar la salvación de los bancos y de los gobiernos favoreciendo el negocio del carry trade durante unos años. Los bancos centrales inyectaron grandes cantidades de dinero en el sistema bancario, el cual a su vez invirtió una parte significativa en renta fija. El resultado era que el sector bancario generaba un beneficio entre la rentabilidad obtenida por la inversión en renta fija y financiado a un tipo de interés del banco central netamente inferior. Los beneficios generados con el *carry trade* permitieron aumentar el ritmo de las provisiones de morosidad de aquellas emisiones de titulizaciones sub-prime de menor

calidad y la crisis del sector inmobiliario. Además, al comprar renta fija, permitía dar liquidez a los estados. Sin embargo, ese flujo de dinero de los bancos centrales se quedó en una porción significativa entre el sistema bancario y los estados y llegó en menor medida a las empresas y familias. Ese exceso de deuda y la necesidad de amortizar la morosidad de la crisis inmobiliaria y de las titulizaciones sub-prime de peor calidad ha limitado de forma significativa la capacidad y efectividad de las políticas monetarias.

2.4. Menor protección social, cambio de modelo de consumo

Los patrones de consumo en las economías desarrolladas tienden a debilitarse por la combinación de precariedad laboral, extensión del modelo mileurista, menor estabilidad, envejecimiento de la población en las economías desarrolladas y falta de visibilidad sobre el futuro. La consecuencia es un patrón de consumo debilitado, tanto por la parte de las generaciones más jóvenes que tienen dificultades para incrementar sus ingresos y tener visibilidad en su carrera profesional, como por las generaciones más mayores que se ven sometidas a procesos de ajuste. En ambos casos, en un entorno de competencia elevado y cambios en las economías, los hábitos de consumo y ahorro se ven modificados y globalmente aminoran la capacidad de aportar crecimiento sostenido por la parte de consumo en muchas de las economías desarrolladas.

2.5. Posicionamiento de las grandes corporaciones.

Las grandes corporaciones son los verdaderos beneficiarios de la economía globalizada, con capacidad para estar presentes en los mercados de producción y consumo más adecuados y adaptarse para buscar mejores condiciones de costes y oportunidades. Nos hallamos ante un nuevo entorno para la industria y los servicios.

Adrià Morón explica el proceso de forma precisa en «¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!». Las empresas tradicionalmente manufactureras abandonan la etapa de producción de los bienes (a través del outsourcing) y dejan de estar registradas como manufacturas en las estadísticas oficiales, pero mantienen las etapas de preproducción (investigación y desarrollo, diseño, ingeniería) y de posproducción (estrategia de ventas, marketing, logística), que de hecho es donde el trabajo aporta un mayor valor añadido.

Un ejemplo de este tipo de empresas es Apple, famosa por sus dispositivos móviles y ordenadores: Apple se encarga del diseño, el desarrollo y la comercialización de sus productos, pero subcontrata la producción a empresas como Foxconn, con un importante grado de automatización y que, mayoritariamente, producen fuera de los EE. UU.

Otras empresas, en cambio, permanecen en el sector

manufacturero pero complementan su producción tradicional de bienes con la de servicios, lo que se denomina terciarización de la industria.

Empujadas por los factores estructurales mencionados anteriormente, las manufacturas tienen incentivos a producir servicios: les permite fidelizar a los compradores (piénsese en campañas de marketing o de imagen corporativa), diferenciar el producto (como el sistema operativo iOS, solo disponible para teléfonos iPhone) y obtener una fuente de ingresos más estable (por ejemplo, con una vida media superior a 10 años, los coches ofrecen ingresos más regulares a través de los servicios de mantenimiento y reparación que por sus ventas).

2.6. Libertad de movimientos de capitales

La libertad de movimiento de capitales es una realidad, tanto para la inversión en activos directos como en los mercados financieros.

En el primer caso, la inversión directa en edificios, maquinaria y actividad empresarial real tiene un efecto a largo plazo y un impacto sobre la economía del país receptor de la inversión. La empresa que efectúa la inversión espera obtener rentabilidad futura por la inversión realizada.

En el segundo caso hallamos los mercados de capitales, con euforias y pánicos. Todo contribuye a provocar volatilidad y flujos de capitales entre mercados financieros. La inversión en activos financieros tiende a tener un horizonte más cortoplacista y a sufrir recurrentemente sobrerreacciones al alza o la baja.

La mayor volatilidad en los mercados financieros, con el uso extendido de derivados financieros y una mayor facilidad para el robotrading implica en muchos momentos, movimientos que escapan a la lógica macroeconómica clásica.

2.7. Guerra de divisas

En el mundo globalizado con libertad de movimientos de



bienes y capitales, en la medida que las economías pierden ventaja competitiva por sus costes, utilizan la depreciación en las divisas convertibles o la devaluación en las divisas no convertibles. Por ejemplo, el yuan chino, una divisa no convertible, tras años de revalorización suave continuada respecto al dólar, desde el verano de 2015 ha efectuado varias rondas de devaluación de su divisa. Con ello busca mejorar su posición exportadora. Ese ajuste tiene implicaciones en otros pares de divisas y en la economía real y las bolsas

En el último año también hemos vivido el efecto de la caída del petróleo, o las menores compras de materias primas tales como hierro o cobre por parte de China que han tenido un impacto en la cotización de divisas de países dependientes de las materias primas como Australia, Rusia, Brasil, Canadá o Noruega.

2.8. Conclusión.

Nos hallamos ante un nuevo orden económico. Alberto Espelosin, economista y gestor del fondo Abante Pangea, ha elaborado su visión del encadenamiento de acontecimientos. En su informe de junio de 2016 pone de relieve la existencia de una cadena en la que la globalización unida al arbitraje de salarios tiene como consecuencia el uso de la deuda para mantener el estado del bienestar y la implementación de políticas monetarias no convencionales y la consecuencia final serían las devaluaciones por parte de las economías emergentes.

Alberto Espelosin considera que los mecanismos de política económica se han roto por la no demanda de crédito. El mecanismo habitual de la política monetaria, tal como funcionó en crisis anteriores, se basaba en aplicar medidas de política monetaria expansiva (descenso de tipos de interés, incremento de la masa monetaria) con el objetivo de incentivar el crédito, facilitando que empresas y familias incrementasen su capacidad de inversión, generándose más empleo y en consecuencia mejorar la tasa de ahorro y de consumo.

Tabla 7. Cuadro de coyuntura

	Actividad Económica	Inflación	Política Monetaria	Política Económica	Balanza Pagos	Otros Indicadores
EE.UU						
Reino Unido						
Zona Euro						
Japón						
China						
India						
Rusia						
Brasil						

Fuente: elaboración propia

En el ciclo iniciado en 2008, los bancos centrales han aplicado medidas de política monetaria muy expansivas destinadas a incentivar el crédito, pero no se produce el esperado efecto de incentivación en la economía dado que se ve frenado por factores tales como la existencia de la competencia proveniente de las economías emergentes, el envejecimiento de la población y la presión a la baja en los salarios.

3. Indicadores de coyuntura

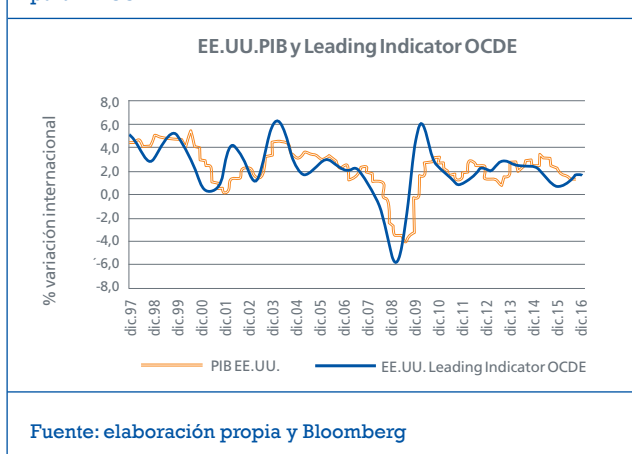
Nos referimos al nuevo entorno económico globalizado, en el que las medidas de política monetaria y económica no surten el efecto esperado. Hemos enumerado diversos elementos de cambio. ¿Qué indicadores de coyuntura debe incorporar el analista financiero que estudie el momento económico?

De entrada, es clave tener una visión global del momento económico de economías desarrolladas como Estados Unidos, zona euro, Reino Unido o Japón, y de las principales economías en vías de desarrollo como China, India, Rusia, Brasil o el Sudeste Asiático. Para ello podemos usar tablas de coyuntura con una selección de indicadores de actividad económica (PIB, encuestas de confianza empresarial y de confianza del consumidor, producción industrial, consumo...), inflación (índice precios al consumo, subyacente, índice precios industriales, costes laborales...), política monetaria (tipo interés banco central, masa monetaria), política económica (déficit público respecto PIB, deuda pública respecto PIB) y finalmente de balanza de pagos (balanza corriente respecto PIB).

Con el cuadro de coyuntura que abarcaría los indicadores habituales de seguimiento económico para las principales economías desarrolladas y en vías de desarrollo, obtendríamos una visión global. En un mundo cada vez más globalizado, el análisis de coyuntura, debe tener muy en cuenta la relación que existe entre las diferentes áreas económicas.

Hemos añadido una columna que hemos denominado

Gráfico 6. Estados Unidos: PIB y el indicador avanzado OCDE para EE.UU.



otros indicadores de coyuntura.

Con el nuevo escenario que hemos descrito, incorporaremos diversos indicadores útiles para el análisis de coyuntura. En los años recientes se han ido convirtiendo en relevantes para el analista de inversiones y para los mercados financieros.

De entre la lista de indicadores para incorporar en el análisis identificamos:

- Indicadores avanzados de la OCDE
- Materias primas
- Diferenciales de crédito
- Flujos de capitales en los mercados financieros
- Flujos de divisas

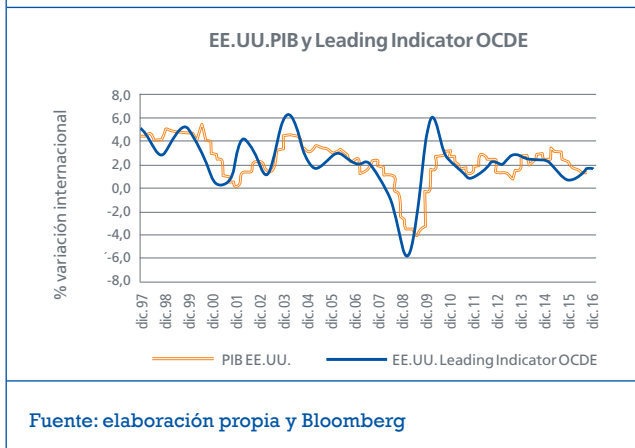
3.1. Indicadores avanzados OCDE

Los indicadores avanzados de la OCDE (Composite Leading Indicators, CLI) están diseñados para detectar puntos de inflexión en el ciclo económico y variaciones en el output gap. El enfoque de los indicadores avanzados de la OCDE es identificar puntos de máximos y mínimos en el ciclo económico, dando una aproximación más cualitativa que cuantitativa para cambios a corto plazo. La evolución de los indicadores avanzados de la OCDE tiende a anticiparse al ciclo económico.

El gráfico presenta la evolución del indicador avanzado OCDE para Estados Unidos comparado con el producto interior bruto estadounidense para las últimas dos décadas. Las dos series muestran una elevada correlación, donde los puntos de inflexión de los indicadores avanzados se adelantan de forma consistente al PIB. Habitualmente el tiempo de anticipación lo situamos entre seis a nueve meses.

Los componentes de los indicadores avanzados están adaptados a las características relevantes de cada economía. Los componentes tienen en cuenta la importancia económica, el comportamiento cíclico, la calidad de información, la disponibilidad y el acceso a los datos. El número de componentes de los indicadores

Gráfico 7. Evolución cotización materias primas



avanzados OCDE oscila entre cinco y nueve según el país que consideran. En general, los componentes incluyen los indicadores financieros y monetarios, la actividad económica, el consumo, las encuestas de sentimiento empresarial y de consumo.

El 84% de los componentes de los indicadores avanzados para las economías del G-7 y de las grandes economías emergentes están disponibles dentro de los sesenta días del periodo de referencia. El resto de componentes con un periodo de publicación superior son extrapolados.

Los indicadores avanzados OCDE se publican mensualmente. La OCDE revisa periódicamente los componentes para asegurar la fiabilidad y utilidad del indicador.

3.2. Las materias primas

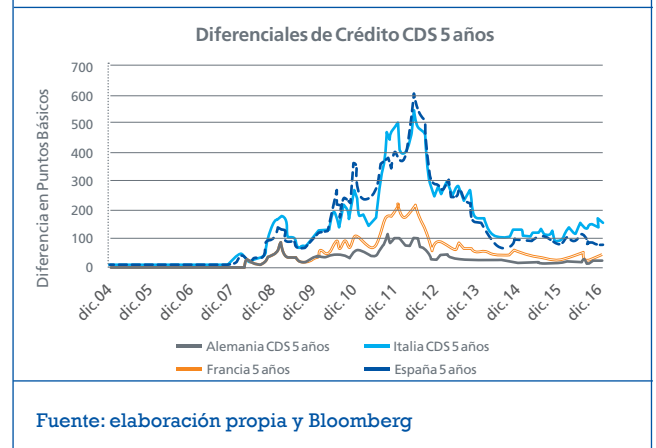
La evolución en el precio de las materias primas (petróleo, cobre, acero...) es uno de los indicadores para el análisis del momento de coyuntura. China es uno de los grandes importadores mundiales de petróleo, hierro o cobre. La expectativa de un incremento o decremento de sus previsiones de importación tiene un impacto en otras economías exportadores de materias primas como Australia o Brasil. En el caso del petróleo tenemos un escenario de exceso de oferta, en el que muchos países son productores y exportadores de petróleo, lo cual influye en economías en las que tiene un peso significativo como Rusia, Canadá, Noruega, Indonesia... El oro nos puede dar una indicación de búsqueda de refugio.

Para el analista, el precio de las materias primas le ofrece un indicador que da pistas sobre algo que puede tener un efecto sobre las economías y los mercados financieros en términos de actividad económica, inflación o sentimiento de mercado.

3.3. Diferenciales de crédito

La cantidad de deuda pública y corporativa en circulación en los mercados financieros internacionales está en niveles

Gráfico 8. Evolución de los diferenciales del crédito soberano CDS a 5 años



históricos máximos. El sistema bancario internacional sigue en el proceso de ajuste de la burbuja sub-prime. En este caso, podemos incorporar como indicadores a los índices de Credit Default Swap (CDS) para estados soberanos y para entidades financieras. Con ello tendremos un indicador que actuará como una señal de alerta en los momentos en los que los diferenciales del CDS se incrementen.

En el gráfico del CDS de riesgo soberano observamos como en los meses recientes tenemos un repunte de los CDS en el caso de los diferenciales de crédito soberanos de España e Italia. Los niveles actuales son muy inferiores a los del periodo 2011 cuando se produjeron los rescates en diversos estados miembros de la Unión Europea.

El caso del CDS de Deutsche Bank muestra un deterioro significativo en 2016, que los sitúa al mismo nivel que el periodo álgido de 2011. Un elemento de vigilancia y preocupación.

Al igual que en el caso anterior, nos sirve de señal de aviso de mejoras o empeoramiento de las condiciones. No obstante, deberemos profundizar en las razones de cada caso particular.

Gráfico 9. Evolución CDS Senior Deutsche Bank

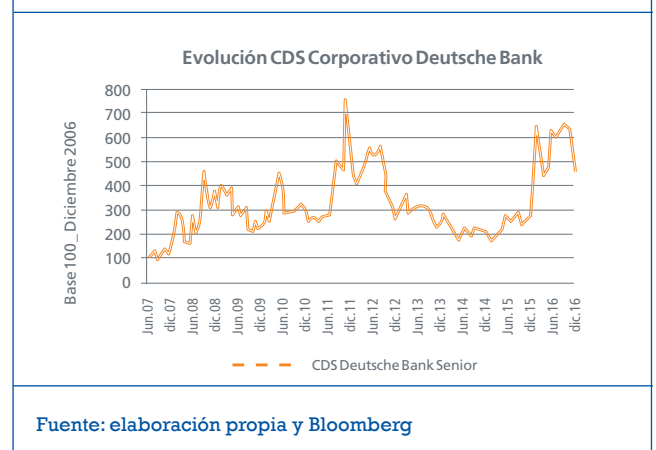
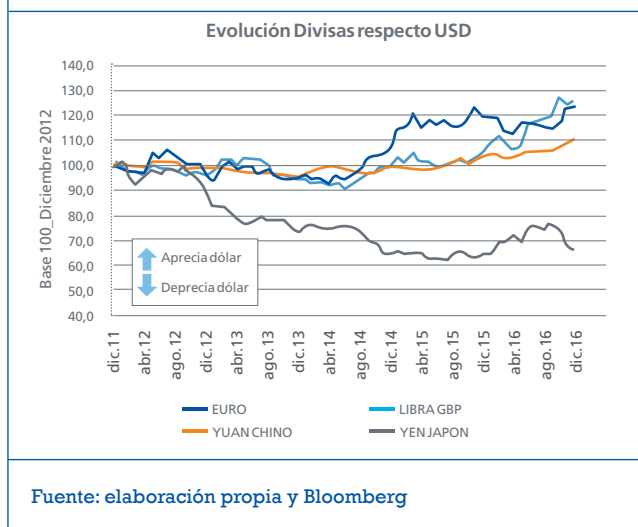


Tabla 8. Flujos capitales por tipos activos en EE.UU. Enero-diciembre 2015

FLUJOS ETF en MERCADO EE.UU. ENERO-DICIEMBRE 2015				
Clase Activo	Números Fondos	Flujo Neto (Miles Millones \$)	Capitalización (Miles Millones \$)	% Capitalización
Renta Variable	1.764	170.926,29	1.619.180,09	10,6%
Internacional	836	109.123,97	417.052,70	26,2%
Doméstico EE.UU.	918	61.802,32	1.202.127,39	5,1%
Renta Fija	409	60.736,30	313.663,59	19,4%
Internacional	90	4.931,25	25.861,95	19,1%
Doméstico EE.UU.	319	55.805,05	287.801,64	19,4%
Alternativos	93	1.417,16	5.201,62	27,2%
Asset Allocation	59	1.706,18	5.499,28	31,0%
Divisas	48	(129,98)	3.883,84	(3,3%)
Materias Primas	204	4.906,94	57.807,40	8,5%
Derivados	8	22,75	22,15	102,7%
Otros	1	-	-	-
Total	2.586	239.586	2.005.258	11,9%

Fuente: ¡Bloomberg - XLTP XETFM

Gráfico 10. Evolución divisa yen, libra, yuan y euro



3.4. Flujos de capitales

Los flujos de capitales miden la cantidad de dinero que entra y sale de los diversos mercados financieros y tipos de activos. Nos dan una medida del sentimiento de mercado de los inversores. Su monitorización y análisis nos dan una imagen de los flujos netos que entran y salen de las bolsas, de la renta fija y de otras clases de activos. Con ello tenemos otro buen indicador del sentimiento de mercado de los inversores.

En las tablas tenemos los flujos de ETF en el mercado estadounidense para distintas clases de activos en el periodo de enero a diciembre de 2015 y el periodo de enero a julio de 2016. Durante el año 2015 hubo entradas netas de inversores en la renta variable, principalmente la internacional. En 2016, apenas hay entradas en bolsa, principalmente con un pequeño incremento en renta variable estadounidense y salida neta de renta variable internacional. La renta fija ha mantenido un flujo de entradas netas principalmente en renta fija estadounidense en ambos periodos. Podemos interpretar que los mercados están asumiendo el escenario con incertidumbres en el crecimiento en China, Europa, menores expectativas de mejora en el crecimiento de beneficios, percepción de que los bancos centrales están en la fase final de medidas expansivas...

3.5. Divisas

Vivimos en un periodo en el que las economías tratan de mantener sus niveles de competitividad de sus productos. En economías con sesgo exportador, mantener un nivel de tipo de cambio atractivo es básico. Con muchas economías compitiendo y la moderación de crecimiento en muchas zonas, la guerra de divisas se convierte en una realidad. El tipo de cambio constituye uno de los indicadores que nos da señales sobre tensiones. Por ejemplo, en agosto de 2015, el banco central de China efectuó una devaluación del Yuan que provocó un impacto negativo en las bolsas mundiales,

hecho que se repitió nuevamente en la segunda devaluación en diciembre de 2015 y enero de 2016. El banco central de Japón ha mantenido una depreciación continuada de su divisa como parte de sus medidas de política monetaria expansiva.

En nuestro cuadro de coyuntura, incorporamos la cotización de las diversas divisas para que actúen como señal de posibles tensiones.

Conclusión

Los indicadores propuestos tienen por finalidad generar señales de alerta que adviertan de factores que contribuirán positiva o negativamente a la economía. Dado el nivel de globalización de las economías y de los mercados financieros, estos indicadores propuestos se convierten en señales de acción rápida que nos advierten del sentimiento de los mercados. La crisis de 2008 nos ha dejado cambios significativos en el modelo económico, en los que las medidas de política monetaria y económica expansivas han resultado poco eficaces y la visibilidad sobre el futuro desarrollo de las economías deja muchos puntos en entredicho.

El premio Nobel Robert J. Shiller plantea en su obra Irrational Exuberance la necesidad de incorporar indicadores económicos que den señales sobre el sentimiento de los inversores. Esos indicadores son útiles para detectar momentos de euforia que lleven los precios a niveles excesivos y viceversa. En su análisis incluye cambios como la tecnología y la globalización. En esta misma línea, Michael Pettis en su obra The Great Rebalancing analiza los cambios en las economías mundiales, el cambio en las relaciones de fuerzas y los ajustes previsibles.

Estos dos reputados académicos han documentado los cambios en el orden económico global y dan su visión sobre como cambiarán la aplicación de las medidas de ajuste, y el impacto posible en los mercados financieros. La forma

de analizar la coyuntura económica deberá incorporar ineludiblemente el estudio de un número de economías desarrolladas y emergentes, e indicadores diversos que nos den señales de alerta (precios inmobiliarios, cotización de divisas y materias primas, los diferenciales de crédito de estados y de emisores corporativos, flujos de inversión directa y en activos financieros).

En resumen, un entorno más complejo y global al que debemos adaptar nuestro análisis.

Bibliografía

Brun, Xavier et al.: *Cómo interpretar la información económica*, Barcelona: Profit Editorial, 2010.

Dirección de Análisis: *Estrategia Renta Variable Segundo Semestre 2016*, Barcelona: Banco Sabadell, Junio 2016.

Espelosin, Alberto: *AGF – Abante Pangea*, Madrid: Abante, Junio 2016.

International Monetary Fund: *World Economic Outlook*, Washington DC: IMF, Octubre 2016.

Pettis, Michael: *The Great Rebalancing: Trade, Conflict and the Perilous Road Ahead for the World Economy*, New York: Princeton University Press, 2013.

Astolfi, Roberto ; Gamba, Michela ; Guidetti, Emmanuelle; Pionnier, Pierre-Alain : *The use of short-term indicators and survey data for predicting turning points in economic activity*, Paris: OECD Statistics Working Papers 2016/08, 2016.

Shiller, Robert: *Irrational Exuberance*, Princeton NJ: Princeton University Press, 2015.

Morrón, Adrià: *¡La industria ha muerto! ¡Larga vida a la industria!*, Informe Mensual Número 406, CaixaBank Research: Noviembre 2016.

Sobre el autor

Ramon Alfonso es analista financiero en GAR Investment Managers. Cuenta con experiencia como gestor de cartera y analista bursátil con más de veinte años de experiencia. En los últimos diez años, ha sido capaz de obtener altos rendimientos en sus carteras de acciones, superando a sus *benchmarks*. Invierte utilizando la estrategia value y el análisis fundamental. Utiliza y desarrolla modelos que proporcionan base cuántica para realizar proyecciones eficaces e identificación de inversiones atractivas con altos retornos potenciales. También imparte clases, conferencias y cursos sobre gestión de carteras, análisis de capital desde 1995 en distintos centros de formación, entre ellos, el Instituto de Estudios Financieros.

MBA por la Universidad Ramon Llull y licenciado en Geografía e Historia por la Universidad Autónoma de Barcelona. Ha dedicado su carrera profesional a los mercados financieros desde los años ochenta, como auditor en Arthur Andersen y la tesorería o gestoras de Banco Sabadell, GesCaixa, Fibanc, Credit Andorra, Lombard Odier, Strategic Investment Advisors y desde 2011 en GAR Investment Managers. Desde 1994 ha mantenido una amplia actividad docente en finanzas en el Institut d'Estudis Financers (IEF) y diversas escuelas de negocios, además de conferencias y cursos in-company.

Otras publicaciones ODF

Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El venture capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: Una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^o Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuáles es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya

abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico
DT: Documento de Trabajo
NT: Nota Técnica
L: Libro