

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 381 | JULIO-AGOSTO 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
El BCE mueve ficha

ECONOMÍA INTERNACIONAL
*¿Hay un cambio de tendencia
del comercio mundial?*

UNIÓN EUROPEA
*Banco de Inglaterra: nuevas medidas
para nuevos tiempos*

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Inversión en España: cantidad y ¿calidad?

DOSSIER: MATERIAS PRIMAS: FUENTE DE CRECIMIENTO

*La evolución de las materias primas:
una perspectiva a largo plazo*

*El curioso caso de las tierras raras:
la crisis que no será*

*¿Podría resistir América Latina un shock
negativo en las materias primas?*

Petróleo: la estabilidad tiene un precio

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2014

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

30 de junio de 2014



• Jordi Gual

Economista Jefe

• Oriol Aspachs

Director de Economía Europea

• Enric Fernández

Director de Análisis Económico

• Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros
y Economía Internacional**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *El BCE mueve ficha*10 *Tipos bajos y poca volatilidad: un arma de doble filo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *¿Hay un cambio de tendencia del comercio mundial?*16 *El retorno de la inversión en EE. UU.: más vale tarde que nunca***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Banco de Inglaterra: nuevas medidas para nuevos tiempos*22 *Hungría: una recuperación que pierde fuelle***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Inversión en España: cantidad y ¿calidad?*28 *La mejora del consumo de los hogares en España va sobre ruedas*29 *La reforma tributaria y el ajuste del déficit público***32 DOSSIER: MATERIAS PRIMAS:
FUENTE DE CRECIMIENTO**32 *La evolución de las materias primas: una perspectiva
a largo plazo*

Carlos Martínez Sarnago

34 *El curioso caso de las tierras raras: la crisis que no será*
Clàudia Canals36 *¿Podría resistir América Latina un shock negativo
en las materias primas?*

Àlex Ruiz

38 *Petróleo: la estabilidad tiene un precio*

Jordi Singla Martínez

Recuperación y demanda interna

La reactivación de la economía española a lo largo de los últimos meses ha sorprendido a muchos analistas por su continuidad y vigor, en el contexto de una zona euro cuya expansión aún presenta claroscuros. Se esperaba que la recuperación vendría impulsada por la demanda externa, como así ha ocurrido, pero no se anticipaba que la demanda interna reaccionara con la celeridad y el nervio que estamos observando. El inesperado empuje del mercado interior, especialmente el consumo privado y la inversión en equipos, seguramente se debe al drástico cambio en la confianza de empresarios y familias, una vez abandonados los escenarios apocalípticos que se barajaban hace tan solo uno o dos años. Además, el regreso a España de la financiación privada internacional ha sido clave para aliviar las tensiones financieras internas y contribuir a detener la caída de los precios de los activos del país.

En el momento actual proliferan las propuestas de política económica que consideran que la demanda interna debe ser reforzada para impulsar más el crecimiento y de este modo absorber con mayor rapidez la enorme bolsa de paro que todavía padece la economía española. Según esta visión, no es prudente esperar que la reactivación provenga solo de la demanda externa. Por un lado, por su menor peso relativo en la economía. Y, por otro, porque mayores esfuerzos en la reducción de los costes laborales por unidad de producto pueden ser perjudiciales ya que inciden, se argumenta, en el poder adquisitivo de la población y, en último término, en el consumo y en el ritmo de actividad.

Sin embargo, es importante resaltar los serios riesgos que corre la economía española si su crecimiento de los próximos años se basa exageradamente en la demanda interna. Si esto ocurriera, seguramente sería posible alcanzar con cierta rapidez tasas de expansión del PIB cercanas al 3%, pero ello sería a costa de deshacer parte de lo andado en la corrección de los desequilibrios que se ha logrado en los últimos tiempos.

Un crecimiento acelerado de la demanda interna revertiría las ganancias de competitividad y el equilibrio de las cuentas exteriores del país que se consiguió ya el año pasado. Comportaría, probablemente, un ajuste más rápido de las cuentas públicas, pero sería un ajuste basado no en cambios estructurales en los presupuestos públicos, sino en la evolución cíclica de la economía. Y, por último, se detendría también el proceso de desapalancamiento, que aún no se puede dar por finalizado dada la magnitud del endeudamiento privado del país. Es posible, en definitiva, que un fuerte impulso de la demanda interna provocara un periodo de bonanza, pero a este le seguiría una etapa de ajuste cuando los mercados financieros internacionales o las autoridades europeas exigieran políticas que encauzasen de nuevo la corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

La recuperación de la economía española debe continuar basándose principalmente en su competitividad exterior, ampliando el superávit frente al resto del mundo para restablecer gradualmente una posición de endeudamiento externo que reduzca su vulnerabilidad ante los vaivenes del sentimiento de los inversores internacionales. La expansión de la demanda interna será una consecuencia del éxito de esta estrategia y paulatinamente irá ganando fuerza conforme mejore la renta disponible de los ciudadanos. Además, el esfuerzo para continuar recuperando competitividad es clave tanto por sus efectos beneficiosos en el equilibrio exterior como en la generación de empleo. Así, no se trata de un enfoque que incida negativamente en el consumo y la demanda interna, puesto que estas magnitudes dependen fundamentalmente de la evolución del empleo y, en particular, de las expectativas que tienen los ciudadanos sobre la probabilidad de encontrar un puesto de trabajo.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de junio de 2014

CRONOLOGÍA

JUNIO 2014

- 5 El BCE sitúa el **tipo refi en el 0,15%** y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el **-0,10%**. Adicionalmente, anuncia un amplio paquete de medidas entre las que destacan las **operaciones de refinanciación condicionadas al crédito (TLTRO)**, que se celebrarán trimestralmente a partir de septiembre de 2014 hasta junio de 2016.

MAYO 2014

- 23 Standard & Poor's revisa al alza la **nota crediticia de España** de BBB- a BBB.
- 25 Elecciones al **Parlamento Europeo** para la legislatura 2014-2019.

ABRIL 2014

- 29 La **Autoridad Bancaria Europea** publica la metodología y los **escenarios macroeconómicos** para la realización de los test de estrés del sistema bancario europeo.

MARZO 2014

- 7 El Consejo de Ministros aprueba un **Real Decreto-Ley para la refinanciación y la reestructuración de la deuda empresarial** con el objetivo de facilitar la supervivencia de empresas viables con elevada carga financiera.
- 20 El Consejo Europeo y la Eurocámara llegan a un acuerdo para modificar la propuesta inicial sobre el **Mecanismo Único de Resolución** (se acortan los plazos para la dotación del fondo único de resolución y se simplifica la toma de decisiones).

FEBRERO 2014

- 3 **Janet Yellen** es investida presidenta del Comité de Mercado Abierto de la **Reserva Federal** de los Estados Unidos.

ENERO 2014

- 15 **España** cierra con éxito el **programa de ayuda financiera** para la recapitalización de la banca.

AGENDA

JULIO 2014

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
Tasa de ahorro de los hogares (primer trimestre).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (mayo).
- 16 Comercio exterior (junio).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 21 Cuentas financieras (primer trimestre).
- 24 Encuesta de población activa (segundo trimestre).
- 29 Ejecución presupuestaria del Gobierno (junio).
- 30 Avance del PIB de España (segundo trimestre).
Avance IPC (julio).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
Avance del PIB de Estados Unidos (julio).
- 31 Balanza de pagos (mayo).

AGOSTO 2014

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 7 Índice de producción industrial (junio).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18 Comercio exterior (julio).
Créditos, depósitos y tasa de morosidad (junio).
- 28 Avance IPC (agosto).
Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).
- 29 Ejecución presupuestaria del Gobierno (julio).
Balanza de pagos (junio).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (agosto).

2014, un año que va de menos a más

El crecimiento mundial se acelerará en lo que resta de año. Situados en el ecuador del ejercicio 2014, ¿qué cabe esperar para la segunda mitad del año? Las previsiones que se manejan apuntan a que el ritmo de actividad a nivel global, que había tendido a decepcionar en el inicio de 2014 pero que está mejorando apreciablemente en el 2T, tienda a acelerarse en los dos últimos trimestres del año. Esta tendencia permitirá que, en 2014, el crecimiento mundial se sitúe en el 3,4%, su mejor registro desde 2011. En 2015, la actividad prolongará su expansión, alcanzándose un avance del PIB mundial del 3,9%. Esta perspectiva positiva no ha impedido que los bancos centrales mantengan los mensajes y las actuaciones ultra expansivas: la Fed ha reiterado que la normalización monetaria será lenta mientras el BCE ha adoptado un amplio paquete de medidas que buscan, en última instancia, alejar la amenaza deflacionista y afianzar la recuperación europea. Como resultado de estas actuaciones, los tipos de interés se han mantenido en niveles bajos (EE. UU.), cuando no han descendido (Alemania), las primas de riesgo de los bonos (corporativos, emergentes y periféricos) se han reducido y las bolsas han tendido a subir. A pesar de que estos desarrollos financieros son positivos, preocupa que el tono acomodaticio de los bancos centrales pueda acrecentar el grado de complacencia frente al riesgo.

EE. UU. vuelve a crecer. A medida que nos alejamos del atípico 1T, notablemente afectado por unas condiciones climáticas adversas y por el retraso en la puesta en marcha del *Obamacare* (los consumidores pospusieron sus visitas médicas esperando que entrase en vigor la cobertura sanitaria para ahorrar en la factura), parece claro que la reactivación gana en intensidad y solidez. En intensidad, porque con los indicadores de alta frecuencia en la mano es probable que el crecimiento del 2T se sitúe en la zona del 4% intertrimestral anualizado; en solidez, porque el patrón del crecimiento se va a beneficiar de una mayor contribución del consumo privado, uno de sus componentes menos volátiles. Este aumento de la actividad se está viendo acompañado de dos tendencias positivas adicionales: a pesar de un cierto repunte en abril y mayo, los precios siguen sin mostrar tensiones preocupantes y el mercado laboral se está comportando mejor de lo previsto, especialmente en materia de creación de empleo.

Recuperación gradual, pero fragmentada, en la eurozona. El crecimiento de la eurozona se situó en el 1T en el 0,9% interanual, un ritmo de avance del PIB que, a tenor

de la evolución de los indicadores de actividad avanzados, podría repetirse o incluso mejorar moderadamente. Sin embargo, dos aspectos continúan siendo preocupantes. El primero, el contraste que se observa entre economías como la alemana o algunas de las periféricas, en las cuales la recuperación se está tornando más dinámica, y Francia, Italia o los Países Bajos, cuyos registros siguen decepcionando. Fuera de la eurozona, cabe destacar el tono expansivo de la economía británica, cuya evolución reciente justifica una revisión al alza del crecimiento previsto para 2014. El segundo ámbito de preocupación es el mantenimiento de la inflación en cotas bajas. En esta tesitura, el BCE ha optado por actuar con un amplio paquete de medidas expansivas (rebaja del tipo de interés, nuevas operaciones de liquidez para la banca, etc.) que busca relajar las condiciones monetarias, reactivar el crédito bancario y combatir el riesgo de deflación. En nuestro escenario central, a medida que avance 2014 y, con mayor claridad, en 2015, la recuperación tenderá a consolidarse facilitando que la inflación remonte posiciones, alejándose de las preocupantes cotas actuales.

La demanda interna apunta el crecimiento de la economía española. El progreso de los indicadores más recientes de consumo, inversión y del mercado laboral señalan que la demanda interna sigue siendo el principal responsable del creciente vigor de la economía española. Este avance de la demanda interna ha provocado un notable repunte de las importaciones, lo que ha frenado la corrección del déficit comercial. Con todo, se espera que en los próximos meses las exportaciones retomen tasas de crecimiento más robustas ayudadas por el excelente comportamiento del turismo. Si se le suma el efecto, todavía no cuantificable, de las medidas expansivas del BCE y de la reforma fiscal española, el riesgo es que el crecimiento acabe siendo superior al que manejamos. A pesar de este contexto de recuperación interna, la evolución de los precios –en mayo la inflación se situó en el 0,2% interanual– motiva que revisemos moderadamente a la baja la previsión de la inflación para 2015, que ahora situamos en el 1,1% (1,3% anterior). En este contexto, de reactivación económica, y también de los ingresos fiscales, el Gobierno presenta una reforma tributaria con el objetivo de reducir el esfuerzo fiscal de empresas y familias. Destacan los cambios en el IRPF: reducción del número de tramos, de 7 a 5, y una rebaja de los tipos impositivos.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2012	2013	2014	2015	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,2	2,9	3,4	3,9	3,3	3,3	3,4	3,6	4,1	4,0
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,8	1,9	2,2	3,1	1,5	2,1	2,3	2,8	4,2	3,5
Eurozona	-0,6	-0,4	1,0	1,5	0,9	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
Alemania	0,9	0,5	1,9	1,8	2,3	1,8	1,8	1,9	1,5	1,8
Francia	0,0	0,3	0,7	1,2	0,8	0,4	0,7	0,9	1,2	1,2
Italia	-2,6	-1,9	0,2	1,2	-0,5	0,1	0,5	0,6	1,1	1,1
España	-1,6	-1,2	1,2	1,7	0,5	1,0	1,4	1,7	1,8	1,8
Japón	1,4	1,5	1,4	1,3	2,8	1,0	0,7	1,0	-0,2	1,4
Reino Unido	0,3	1,7	2,8	2,1	3,1	3,0	2,6	2,4	2,1	2,0
Países emergentes										
Rusia	3,4	1,3	0,5	1,4	0,9	0,2	0,4	0,7	1,0	1,2
China	7,7	7,7	7,5	7,4	7,4	7,6	7,3	7,6	7,9	7,6
India ²	4,5	4,7	5,4	6,4	4,6	4,8	5,1	5,7	5,7	6,3
Brasil	1,0	2,5	1,7	2,4	1,9	0,9	1,9	2,0	2,3	2,4
México	4,0	1,1	2,9	3,8	1,8	2,5	3,3	4,0	3,7	3,8
Polonia	2,1	1,6	3,2	3,5	3,5	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Turquía	2,1	4,0	2,3	3,4	4,3	1,3	1,5	2,2	3,0	3,2
INFLACIÓN										
Mundial¹	4,0	3,3	3,5	3,3	3,3	3,5	3,6	3,6	3,5	3,3
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,9	1,8	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8
Eurozona	2,5	1,4	0,8	1,3	0,7	0,6	0,9	1,2	1,2	1,3
Alemania	2,1	1,6	1,1	1,7	1,0	0,9	1,1	1,4	1,5	1,6
Francia	2,2	1,0	0,9	1,5	0,9	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4
Italia	3,3	1,3	0,6	1,3	0,5	0,4	0,6	0,9	1,2	1,3
España	2,4	1,4	0,4	1,1	0,0	0,2	0,4	0,9	1,0	1,1
Japón ³	0,0	0,4	2,9	1,8	1,5	3,6	3,4	3,0	3,3	0,9
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	2,1	1,7	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,8	6,4	5,1	6,4	6,9	6,4	6,0	5,4	5,2
China	2,7	2,6	2,5	2,8	2,3	2,2	3,0	2,6	3,0	2,9
India ⁴	7,3	6,4	6,2	6,5	5,7	5,2	4,1	6,2	8,6	6,8
Brasil	5,4	6,2	6,4	5,7	5,8	6,4	6,8	6,5	6,0	5,8
México	4,1	3,8	3,9	3,3	4,2	3,6	4,0	3,9	3,6	3,4
Polonia	3,8	1,2	1,1	2,2	0,9	1,0	1,2	1,3	2,0	2,2
Turquía	8,9	7,5	8,2	6,6	8,0	8,7	8,2	8,0	6,7	6,7

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal y coste de factores. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo prevista para abril de 2014. 4. Precios de venta al por mayor.

Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	2015	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,8	-2,1	1,7	1,4	1,6	1,9	1,6	1,5	1,4	1,4
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	-1,1	-2,1	-0,2	-0,5	-2,6	-1,2	-4,0	-3,0
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	0,1	2,3	-1,1	0,8	0,2	0,7	1,4	2,2
Bienes de equipo	-3,9	2,3	8,1	5,5	11,3	7,8	6,6	6,6	5,1	5,6
Construcción	-9,7	-9,6	-5,4	0,2	-8,7	-4,8	-4,4	-3,8	-1,0	0,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	0,7	0,8	0,6	1,1	0,5	0,7	0,3	0,6
Exportación de bienes y servicios	2,1	4,9	5,3	5,5	8,1	3,1	4,5	5,5	7,0	5,9
Importación de bienes y servicios	-5,7	0,4	4,5	3,0	9,3	3,5	2,0	3,0	2,7	2,9
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	1,2	1,7	0,5	1,0	1,4	1,7	1,8	1,8
Otras variables										
Empleo	-4,8	-3,4	0,8	1,4	-0,3	0,7	1,2	1,5	1,7	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	24,8	26,1	24,8	23,6	25,9	24,8	24,1	24,4	24,5	23,6
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,4	1,1	0,0	0,2	0,4	0,9	1,0	1,1
Costes laborales unitarios	-3,0	-1,5	-1,2	0,5	-0,9	-1,4	-1,2	-1,4	0,4	0,6
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	-1,2	0,8	1,1	1,4	0,4	0,6	0,9	1,1	1,2	1,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	-0,6	1,5	1,7	2,0	1,1	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-10,6	-7,1	-5,6	-4,2	-7,0					

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,33
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,26	0,71	0,24	0,23	0,27	0,31	0,36	0,58
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,60	1,14	0,56	0,55	0,61	0,69	0,82	1,02
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,53	1,45	0,36	0,40	0,58	0,78	1,07	1,31
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,84	3,63	2,75	2,62	2,85	3,14	3,40	3,55
Euro										
Refi BCE	0,88	0,54	0,19	0,15	0,25	0,22	0,15	0,15	0,15	0,15
Euríbor 3 meses	0,57	0,22	0,24	0,19	0,30	0,30	0,19	0,18	0,18	0,18
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,53	0,53	0,56	0,57	0,49	0,48	0,49	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,09	0,25	0,14	0,11	0,04	0,06	0,13	0,21
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,52	1,94	1,68	1,43	1,42	1,55	1,69	1,87
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,29	1,33	1,35	1,29	1,37	1,37	1,34	1,31	1,30	1,29
¥/euro	102,71	129,65	141,35	144,05	140,98	140,98	141,93	141,48	141,98	143,37
£/euro	0,81	0,85	0,82	0,85	0,83	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	109,39	109,43	107,74	109,65	111,61	108,47	108,63	109,12
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	81,15	84,88	78,61	79,96	83,30	82,80	83,78	84,48

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Sube la temperatura

La combinación de buenos datos de crecimiento económico con las actuaciones o mensajes ultraexpansivos de los bancos centrales ha ejercido, nuevamente, una influencia muy poderosa sobre los mercados. La Fed ha reiterado el mensaje *dovish* e insiste en que la normalización monetaria será lenta. Por su parte, el BCE ha adoptado un ambicioso paquete de medidas para apuntalar el crecimiento de la eurozona y alejar la amenaza deflacionista. La reacción de los inversores ha sido clara: los tipos de interés y *yields* libres de riesgo se han mantenido en niveles bajos (EE. UU.) o incluso han descendido aún más (Alemania); las primas de riesgo de los bonos corporativos, periféricos y emergentes se han estrechado, y las bolsas han subido hasta nuevos máximos históricos en algunos índices. Las volatilidades están en niveles muy bajos en todas las clases de activos. Uno de los eslabones clave de esta dinámica es el aumento del apetito por el riesgo entre los inversores. Sin embargo, el tono acomodaticio de los bancos centrales puede exagerar el grado de complacencia frente al riesgo, y provocar procesos de sobrecalentamiento de las cotizaciones y/o un endeudamiento insostenible.

El BCE imprime mayor laxitud a su política. La entidad cumplió con creces las expectativas y en la cita de junio decidió poner en marcha un amplio y ambicioso paquete de medidas expansivas (véase el Focus «El BCE mueve ficha»). Entre ellas destacan los recortes del tipo rector al 0,15% y de la remuneración de la facilidad de depósito al -0,10%, así como la concesión de préstamos a muy largo plazo a los bancos condicionada a la concesión de nuevo crédito (TLTRO, por sus siglas en inglés). Los motivos que justifican estas actuaciones son: (i) la conveniencia de relajar las condiciones monetarias (tipos a corto plazo y la cotización del euro), (ii) la necesidad de reactivar el crédito bancario, y (iii) el propósito de combatir el riesgo de deflación. Estas acciones podrían ayudar a una mejora gradual de la coyuntura económica y a un aumento de la inflación. No obstante, Draghi insistió en la disposición de la entidad para ampliar aún más los estímulos si fuera preciso. En este sentido, el BCE anunció que va a emprender preparativos para un eventual programa de compras de ABS (titulizaciones, posiblemente de créditos bancarios a pymes). El debate sobre su conveniencia y viabilidad es intenso. El presidente del BCE ha insinuado que tal herramienta solo se utilizará si la concesión de crédito y las expectativas de inflación no flexionan al alza. De momento, la reacción de los mercados monetarios ha sido inmediata, destacando el descenso de los tipos EONIA y euríbor a niveles mínimos. En los mercados de deuda también se ha observado un descenso de las *yields*. Por su parte, el tipo de cambio del euro ha cedido posiciones frente al dólar, pero no mucho: todavía se encuentra alrededor de los 1,36 dólares.

La Reserva Federal, sin prisa. La reunión del FOMC no levantó tanta expectación como la del BCE, aunque podría llegar a tener más impacto a medio plazo sobre los mercados. El tono fue claramente *dovish*. Es cierto que, tal como se esperaba, la Fed acordó un nuevo paso en el *tapering*, con la reducción de 10.000 mi-

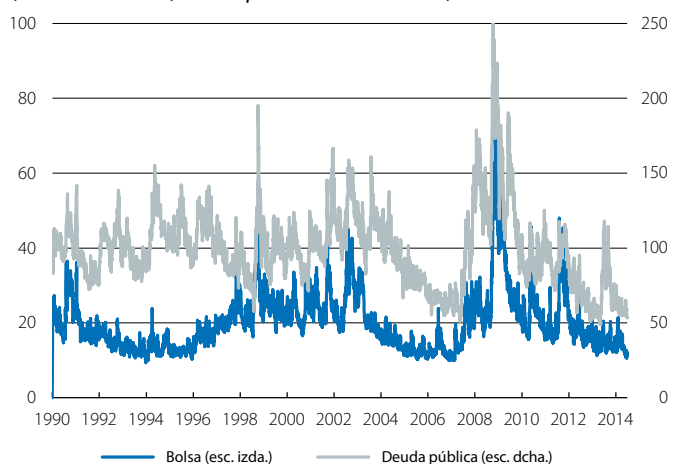
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: volatilidad implícita en los mercados financieros

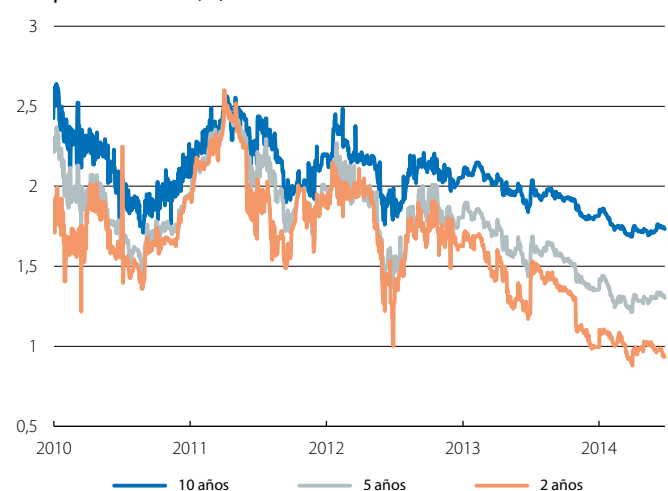
(Bolsa: índice VIX, deuda pública: índice MOVE)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: expectativas de inflación

Swaps de inflación (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

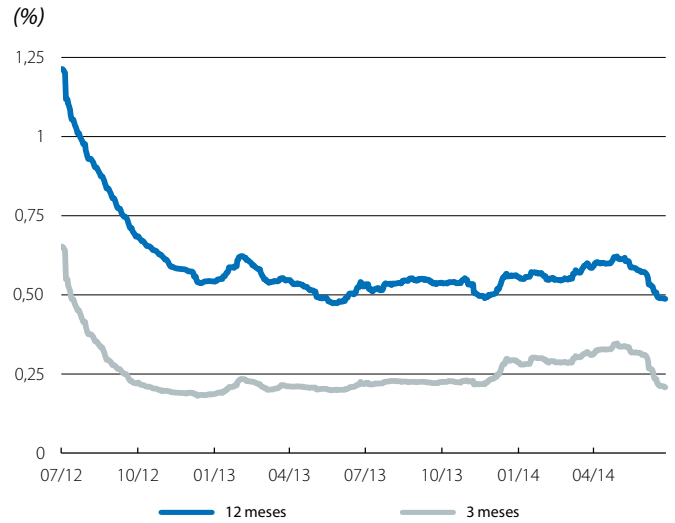
llones de dólares en el importe de las compras mensuales de bonos (que quedan en 35.000). Pero el resto de contenidos apuntan hacia la laxitud. De hecho, se esperaban más detalles sobre la hoja de ruta para la normalización monetaria y, sin embargo, la presidenta Yellen optó por concretar poco al respecto, aunque sí procuró transmitir el mensaje de que no hay prisa para dar el giro a la estrategia de la entidad. Insinúo que, una vez finalizado el *tapering* (a finales de año), se procederá a reinvertir los bonos que venzan, manteniendo así el tamaño del balance de la entidad. Con respecto a los tipos de interés oficiales, la consigna es mantenerlos en niveles bajos durante largo tiempo. La política de orientación (*forward guidance*) es, hoy por hoy, ambigua. Entre los miembros de la Fed hay consenso sobre la fecha de inicio de las subidas de tipos (mediados de 2015) y el nivel de equilibrio a largo plazo (3,75%). Pero hay mucha discrepancia sobre el ritmo de las subidas: para algunos el nivel apropiado a finales de 2016 ya debería de ser el 3,75%, mientras que para otros, tan solo el 1%. Yellen se posicionó a favor de un ritmo lento. Los mercados reaccionaron con agrado: estabilidad en los *treasuries* y subidas del S&P 500. Pero todo indica que el debate sobre la normalización monetaria permanecerá muy vivo, y posiblemente generará más volatilidad de la que ahora se observa.

Los países emergentes apuntan en la dirección correcta, pero a distintos ritmos. El diagnóstico agregado para estos países continúa mejorando. En el contexto de baja volatilidad que impera en los mercados financieros internacionales, los flujos de capitales hacia los mercados emergentes comienzan a recuperarse después de las salidas sufridas entre mayo de 2013 y principios de este año. Destacan dos puntos en este movimiento: (i) los sólidos indicadores de coyuntura en China, apoyados en el efecto positivo de las medidas de estímulo fiscal y monetario, y (ii) el avance, aunque modesto, en la corrección de los desequilibrios en los países asiáticos. El contrapunto lo ponen países como Brasil y Turquía, cuyas economías siguen sometidas a una excesiva presión inflacionista.

La laxitud monetaria deja huella en el mercado de bonos norteamericanos. La estabilidad de las TIR de los *treasuries* continúa siendo la tónica dominante, en un escenario de escasa volatilidad. A la vista de esta evolución, parece que los inversores han otorgado más peso al tono *dovish* de la presidenta de la Fed que al debate abierto entre los miembros de la institución sobre el nivel apropiado de los tipos de interés para los próximos años. Adicionalmente, la confirmación del socavón del PIB en el inicio del año y la lenta recuperación del consumo de las familias han influido en el ánimo de los agentes a lo largo de junio. No obstante, si como esperamos la actividad económica sigue expandiéndose y el mercado laboral sigue mejorando, ante las primeras señales de repunte de la inflación, cabe esperar que los próximos meses sean testigos de un alza de los tipos de interés a lo largo de todos los tramos de la curva.

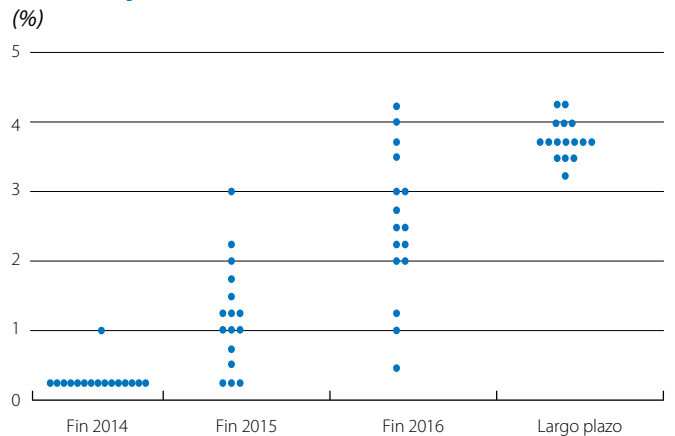
Las *yields* de la deuda soberana europea han vuelto a descender. Las medidas adoptadas por el BCE y el posicionamiento de la Fed han sido argumentos suficientes para que el *search for yield* de los inversores se haya intensificado. Ello ha favoreci-

Eurozona: tipos de interés euríbor



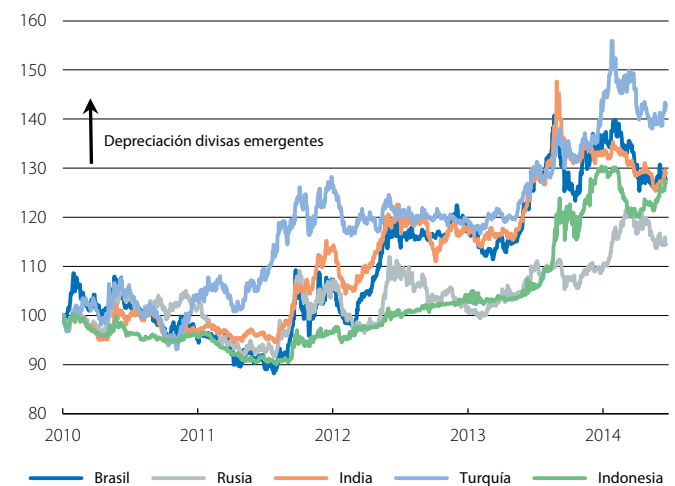
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fed: nivel apropiado para el tipo de interés oficial según los miembros del Comité del 18 de junio



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Cotización de divisas emergentes frente al dólar (Enero 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

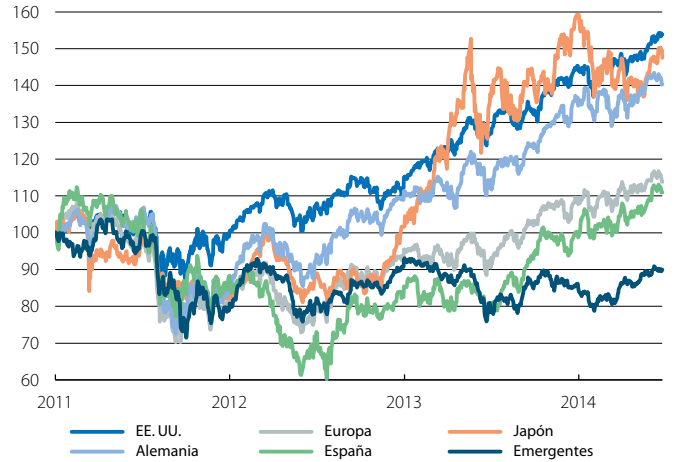
do la disminución de la rentabilidad del *bund* alemán a 10 años hasta el 1,25% a finales de junio. En cuanto a la periferia, el comportamiento ha sido bueno, pero se aprecia que el *rally* de los últimos trimestres pierde velocidad. Así, la prima de riesgo soberano española ha oscilado alrededor de los 135 puntos básicos, un nivel que se antoja alineado con las variables fundamentales. A medio plazo, es previsible que las medidas del BCE favorezcan en mayor medida la deuda periférica frente a la de los países del núcleo. En España, el Tesoro ha cerrado el primer semestre del año con un balance positivo, habiendo cubierto el 57% del total de emisiones brutas previstas para el ejercicio.

La renta variable gana posiciones. El incremento del apetito por el riesgo, reforzado por unas volatilidades muy reducidas, marca el buen momento de las bolsas internacionales. Índices como el S&P 500 y el DAX, en los que persisten ciertas señales de sobrecompra, han establecido nuevos máximos históricos. A la mejora de las cotizaciones han contribuido varios factores, como la laxitud monetaria, la mayor afluencia de capitales hacia la renta variable, la capacidad de expansión de los múltiplos (superior en el mercado de acciones que en el de bonos) y el repunte de la actividad de fusiones y adquisiciones globales. En España, el Ibex 35 se ha situado durante gran parte de las sesiones de junio por encima de los 11.000 puntos, gracias a la consolidación del crecimineto y a los anuncios del BCE. Sin embargo, en el entorno actual se identifican varios aspectos que podrían amenazar la bonanza bursátil: unas ratios de valoración elevadas en la bolsa de EE. UU., unos indicadores de sentimiento exuberantes y la probable caída en la complacencia por parte de los inversores. Tampoco se deberían obviar los riesgos derivados del conflicto entre Rusia y Ucrania, ni las recientes tensiones en Irak con sus consecuencias sobre el precio del petróleo. Por su parte, los índices bursátiles de países emergentes han seguido revalorizándose durante las últimas semanas. La estabilización de las primas de riesgo de sus economías y la liquidez proporcionada por las autoridades monetarias desarrolladas han sido el catalizador para el retorno de los flujos extranjeros.

Los bonos corporativos aprovechan la coyuntura. La actuación de los bancos centrales está siendo clave para el desarrollo de los mercados de capitales, y en concreto para la renta fija privada. Las últimas novedades en el terreno monetario están facilitando, aún más si cabe, la caída de los *spreads* de los bonos de compañías de países desarrollados a niveles muy reducidos. En Europa, a excepción de la deuda corporativa sénior, 2014 está siendo un buen año para el mercado primario. La cifra del volumen total de emisiones en el primer semestre se sitúa cerca de los 800.000 millones de euros, un 12% superior a la del mismo periodo de 2013. Los bonos híbridos y *high yield*, junto con la deuda subordinada de las entidades financieras, están abasteciendo el aumento de la demanda de productos de alto riesgo y elevados rendimientos. La sobreactividad en estos segmentos del mercado de bonos se sitúa en niveles similares a los anteriores a la crisis financiera. Esta circunstancia está encendiendo alertas sobre la posible formación de burbujas de crédito en algunos sectores, y la irracionalidad de ciertas emisiones en un contexto en el que se rebajan las garantías para los bonistas.

Evolución de las principales bolsas internacionales

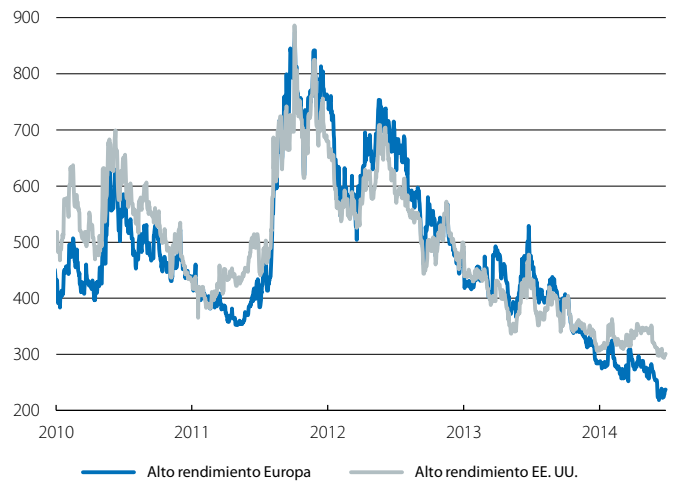
(Enero 2011 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Deuda corporativa: primas CDS

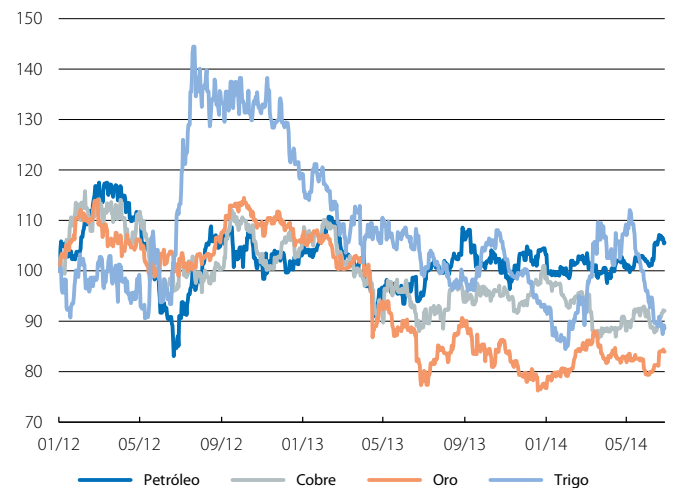
(p. b.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · El BCE mueve ficha

Después de varios meses aplazando lo inevitable, en la reunión de junio, el BCE decidió lanzar un nuevo paquete de medidas de estímulo monetario. Las repetidas intervenciones de Mario Draghi recordando que estaba preparado para actuar habían generado enormes expectativas, y lo anunciado no defraudó. La cantidad y variedad de medidas tomadas dan credibilidad a las palabras del presidente del BCE. A continuación se describen brevemente para analizar su posible impacto.

El abanico de instrumentos que ha escogido el BCE ha sido amplio. La medida más convencional fue la reducción del tipo *refi* del 0,25% al 0,15%, un nuevo mínimo histórico. De mayor importancia son las reducciones en la facilidad de depósito (que pasa del 0,00% al -0,10%) y en el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito (del 0,75% al 0,40%). Estas tienen dos grandes objetivos: por un lado, estrechar el rango de fluctuación del EONIA (el tipo de interés interbancario a un día) y, por tanto, su volatilidad; por el otro, penalizar el exceso de liquidez que mantienen algunos bancos en el BCE e incentivar así la recuperación del crédito. Otra medida llevada a cabo es la extensión de las subastas de liquidez a corto plazo con cobertura total a tipo fijo hasta diciembre de 2016. Finalmente, en esta categoría de medidas, hasta cierto punto convencionales, también se anunció la finalización de las operaciones de esterilización de las compras de deuda soberana del programa SMP, lo que supondrá una inyección de liquidez adicional a los mercados.

En la categoría de medidas menos ortodoxas, y más sorprendentes, el presidente del BCE anunció la puesta en marcha de operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas al crédito (TLTRO, por sus siglas en inglés). Concretamente, se anunció la realización de subastas trimestrales a partir de septiembre de 2014 hasta junio de 2016, todas ellas a un tipo de interés fijo muy reducido (el *refi rate* más un diferencial de 10 p. b.) y con vencimiento de hasta cuatro años (septiembre del 2018). Las dos primeras subastas estarán sujetas a una asignación máxima del 7% del *stock* de crédito al sector privado¹ en fecha de 30 de abril de 2014. En estas dos, el BCE espera inyectar un máximo de 400.000 millones de euros. En cuanto a las siguientes subastas, el procedimiento es un poco más complejo: el montante máximo a solicitar dependerá del flujo de crédito neto² concedido al sector privado durante los meses precedentes a la subasta, del cual se podrá pedir hasta tres veces esa cantidad. Asimismo, el BCE anunció que fijará un crecimiento del crédito mínimo a las entidades que quieran acceder a estas subastas para asegurar

que la liquidez inyectada llega a las pymes. Unos requerimientos que cabrá analizar con detenimiento ya que de ellos dependerá el éxito de dicha medida.

En general, por lo tanto, las medidas anunciadas garantizan una fuente de financiación a un precio reducido durante un periodo largo de tiempo. Esto, sin lugar a dudas, fortalecerá el proceso de recuperación del crédito durante los próximos años. Pero es preciso recordar que para mejorar la capacidad crediticia de la economía sigue siendo imprescindible reducir la incertidumbre regulatoria, un factor especialmente acuciante este año ya que se están llevando a cabo la revisión de la calidad de los activos de la banca y los tests de estrés. Asimismo, el crecimiento del crédito sigue limitado por la demanda de crédito solvente, aspecto en el que la máxima autoridad monetaria poco puede hacer.

De lo que hay pocas dudas es que la rueda de prensa de Mario Draghi del mes de junio volvió a ser una muestra de su firme compromiso con el proceso de recuperación económica y la estabilidad de precios. En este sentido, además de las medidas comentadas, Mario Draghi anunció que el BCE se está preparando para, si es necesario, comprar ABS respaldados por créditos a pymes, una acción que hace poco tiempo era impensable. Como ya sucedió en verano de 2012 con el famoso *whatever it takes*, la inyección de confianza en los mercados financieros se ha notado: el coste de financiación, sobre todo de la deuda pública, se ha reducido. A medio y largo plazo, sin embargo, es imprescindible que los países más rezagados sigan tomando medidas estructurales para apuntalar su crecimiento y que la gobernanza de la eurozona se siga fortaleciendo. Si esto no se cumple, de poco servirá lo que haga el BCE.

Reacción de los mercados financieros al paquete de medidas del BCE *

Porcentaje, salvo indicación expresa

	Mayo	6 junio	Promedio 24-30 junio
<i>Refi rate</i>	0,25	0,15	0,15
EONIA	0,26	0,07	0,09
Euríbor 3 meses	0,33	0,27	0,21
Euríbor 12 meses	0,59	0,53	0,49
Deuda alemana a 10 años	1,40	1,36	1,27
Deuda española a 10 años	2,94	2,70	2,67
Prima de riesgo (p. b.)	154	134	140
Tipo de cambio del euro (en \$)	1,373	1,364	1,364
Expectativas de inflación **	1,37	1,39	1,33

Notas: * El BCE anunció el paquete de medidas expansivas en la reunión del 5 de junio.

** Computado como el diferencial del bono alemán a 10 años y el bono alemán a 10 años indexado a la inflación.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Se entiende como sector privado, las empresas no financieras y los hogares (excluyendo las hipotecas).

2. Se entiende como crédito neto el crédito nuevo menos el crédito vencido.

FOCUS · Tipos bajos y poca volatilidad: un arma de doble filo

La evolución de los mercados financieros internacionales ha sido, en conjunto, muy positiva durante la primera mitad del año. De hecho, tal vez demasiado en algunos ámbitos, en el sentido de que se podrían estar sembrando las condiciones para posteriores episodios de inestabilidad.

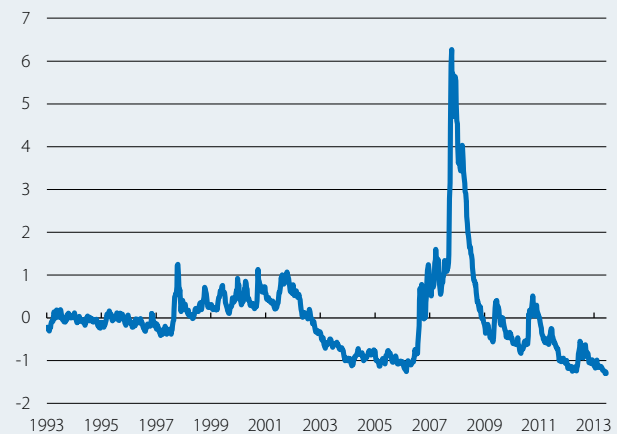
Los signos de la bonanza se perciben, en primer lugar, en el descenso de los tipos de interés libres de riesgo, en la reducción de las primas de riesgo y, por ende, en el aumento de las cotizaciones. Pero es incluso más llamativo el bajísimo nivel de las volatilidades, tanto las registradas como las implícitas en los instrumentos derivados. Simultáneamente, la negociación pulsa con vigor y fluidez tanto en los mercados primarios como en los secundarios. Como resultado, los índices que miden el grado de estrés en los mercados se encuentran de nuevo en la zona de mínimos históricos de 2007. Las principales razones de esta dinámica son conocidas: menor probabilidad de riesgos extremos (como la ruptura del euro, etc.), crecimiento moderado pero resistente, inflación baja y políticas monetarias expansivas. Este último factor es de especial importancia. Unos mercados financieros boyantes es precisamente uno de los objetivos intermedios de las actuales políticas monetarias de los países desarrollados. Pero es conveniente evitar excesos que, en caso de desbordar, acaben teniendo un efecto bumerán. Como no podía ser de otra manera, los guardianes de la estabilidad financiera están vigilantes. Se pueden leer muchas alertas en los informes que sobre esta materia han publicado durante estos tres últimos meses organismos como el FMI, el ESRB, el BCE o el FSOC. Pero ninguna es tan contundente como la del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), que en su reciente informe anual califica el clima de los mercados como eufórico y alejado de la realidad económica.

El BIS atribuye a las políticas de los bancos centrales un papel preponderante, casi exclusivo, en esta escena financiera. De entrada, provocando un doble efecto sobre los mercados de deuda pública de los países avanzados: tipos de interés (*yields*) muy bajos y muy estables, es decir, con apenas volatilidad. Estos dos efectos se combinan y refuerzan para poner en marcha un tercero: mayor asunción de riesgos y mayor apalancamiento por parte de los inversores, en su afán por obtener más rentabilidad (*search for yield*). Es fácil apreciar manifestaciones de este fenómeno. Por ejemplo, y con especial relevancia, el *boom* de los bonos basura, un mercado de moda entre los inversores y que cada vez da cabida a más empresas emisoras. A título anecdótico, llama la atención el aumento de las emisiones y la reducción de los *spreads* de los denominados *cat bonds*, instrumentos que transfieren al bonista el riesgo de catástrofes naturales como huracanes o terre-

motos. También es reveladora la proliferación de las estrategias de *carry trade* en los mercados de divisas.

Una excesiva prolongación de tipos bajos y volatilidad imperceptible puede exacerbar entre los inversores un falso sentimiento de seguridad, o un exceso de complacencia, que les incline a endeudarse adicionalmente para invertir en activos de riesgo. Esto haría más vulnerable al sistema ante cualquier contratiempo con capacidad de provocar un repunte inicial de la volatilidad, en tanto que podría (a través del mismo canal de la asunción de riesgos), revertir el sentido de la espiral en los mercados de alcista a bajista.

Índice de estrés financiero de la Fed de St. Louis * (Índice)

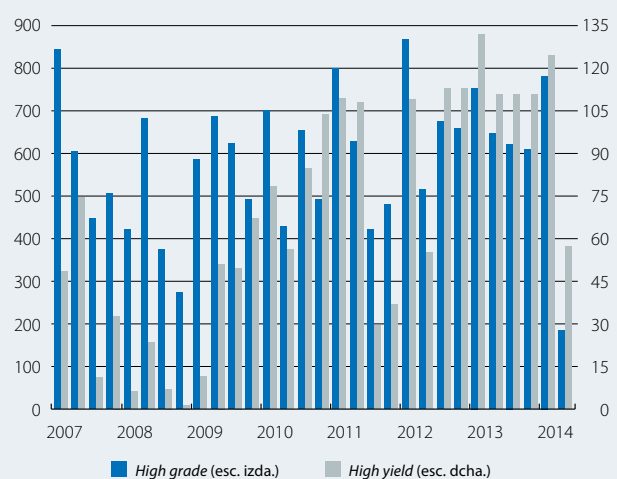


Nota: * El índice mide la tensión en los mercados financieros. En su elaboración se incluyen, entre otros, indicadores de tipos de interés, volatilidad, *spreads* de crédito y expectativas de inflación.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.

Emisión global de bonos corporativos *

(Miles de millones de dólares) (Miles de millones de dólares)



Nota: * Incluye emisiones de compañías financieras.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IIF.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-jun	30-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,15	0,25	-10	-10,0	-35,0
Euríbor 3 meses	0,21	0,31	-10	-8,0	-1,1
Euríbor 12 meses	0,49	0,57	-8	-6,8	-3,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,02	0,08	-6	-15,4	-7,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,03	0,06	-3	-18,8	-17,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,25	1,36	-11	-67,6	-46,7
Deuda pública a 10 años (España)	2,66	2,85	-19	-148,2	-193,5
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	142	150	-8	-80,6	-162,3
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,23	0	-1,5	-4,2
Líbor 12 meses	0,55	0,53	2	-3,8	-14,1
Deuda pública a 1 año	0,10	0,09	1	-1,5	-4,1
Deuda pública a 2 años	0,46	0,37	9	8,1	10,9
Deuda pública a 10 años	2,53	2,48	5	-48,6	6,6

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	30-jun	30-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	62	66	-4	-8,0	-52,4
Itraxx Financiero Sénior	68	73	-5	-20,2	-97,1
Itraxx Financiero Subordinado	103	112	-9	-27,0	-142,6

Tipos de cambio

	30-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,369	1,364	0,4	-0,4	4,8
¥/euro	138,740	138,740	0,0	4,1	-6,3
£/euro	0,800	0,814	-1,6	3,7	7,2
¥/\$	101,330	101,770	-0,4	3,7	-1,8

Materias primas

	30-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	496,4	498,0	-0,3	8,8	6,0
Brent (\$/barril)	112,1	110,7	1,3	0,9	8,8
Oro (\$/onza)	1.327,3	1.249,7	6,2	9,9	5,8

Renta variable

	30-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.960,2	1.923,6	1,9	6,1	21,4
Eurostoxx 50	3.228,2	3.244,6	-0,5	4,2	23,5
Ibex 35	10.923,5	10.798,7	1,2	10,5	38,6
Nikkei 225	15.162,1	14.632,4	3,6	-5,9	10,6
MSCI emergentes	1.050,8	1.027,7	2,2	4,8	11,6
Nasdaq	4.408,2	4.242,6	3,9	5,5	28,4

COYUNTURA · El camino de la recuperación deja atrás la zona de baches del primer semestre

El crecimiento global recupera vigor de cara a la segunda mitad de año. EE. UU., Japón y China han resistido razonablemente bien los obstáculos, de distinta naturaleza en cada caso, que han debido afrontar. Entre los emergentes, también dominan las dinámicas constructivas, pero con excepciones destacadas. La perspectiva de normalización de la política monetaria estadounidense constituye el desafío más importante para que la expansión global consiga asentarse.

ESTADOS UNIDOS

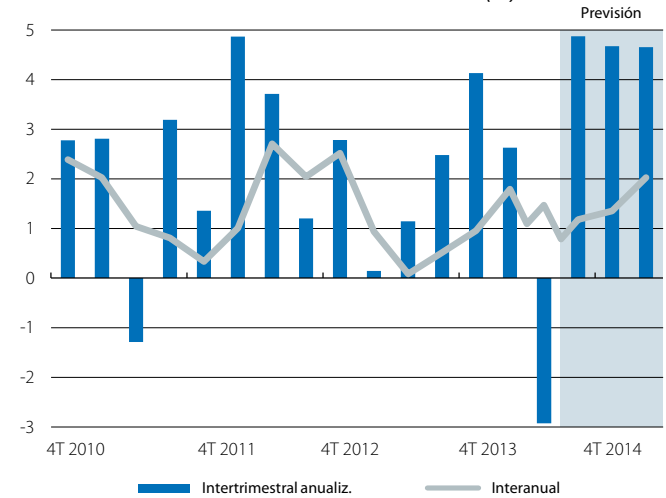
La contracción del PIB en el 1T fue profunda, pero no modificó la tendencia subyacente de recuperación. El PIB retrocedió un 2,9% intertrimestral anualizado en el 1T 2014, y no el 1,0% inicialmente calculado. En términos interanuales la cifra queda en el 1,5%. El efecto escalón de este primer trimestre, muy influido por el mal tiempo y otros factores puntuales, nos hace revisar a la baja nuestra previsión para el conjunto de 2014 del 2,6% al 2,2%, en línea con las revisiones de la Fed y del FMI. Sin embargo, los últimos indicadores sugieren que la recuperación sigue en marcha, y la perspectiva es de un crecimiento robusto para lo que queda de 2014 y 2015 (ejercicio en el que esperamos un avance del 3,1%).

Además del mal tiempo, el socavón se explica por el retraso en la implantación del *Obamacare*. Este factor, que incidió sobre el gasto privado en sanidad, da cuenta de dos tercios de la revisión bajista del PIB. Ante el aplazamiento hasta abril de la implantación del Affordable Care Act (la ley que obliga a disponer de un seguro médico y que abarata los costes para las rentas bajas), los consumidores pospusieron sus visitas médicas esperando que entrara en vigor la cobertura sanitaria para ahorrar en la factura. Tras estos efectos transitorios, esperamos que el consumo privado recupere vigor en coherencia con la mejora de las expectativas, tal y como muestra la subida del índice de confianza del consumidor del Conference Board, que en junio alcanzó el nivel de los 85,2 puntos, el máximo después de la Gran Recesión. El incremento de las ventas minoristas de mayo, con un avance intermensual del 0,3% (tras una revisión alcista de abril), y los indicadores cualitativos que se recogen en el *Beige Book* de la Fed también apuntan hacia un consumo sensiblemente más sólido en el 2T y siguientes.

Las perspectivas para la inversión mejoran a paso firme. El índice ISM de sentimiento y actividad empresarial de mayo volvió a subir, tanto en manufacturas como en servicios, y el índice de actividad elaborado por Markit señala que esta mejora continuará en junio, con unos niveles que se corresponden a crecimientos del PIB cercanos al 4% intertrimestral anualizado. Desde el final de la Gran Recesión, la inversión se ha mostrado remisa a confirmar estas buenas expectativas, con una recuperación que se está demorando respecto al resto de la economía.

EE. UU.: PIB

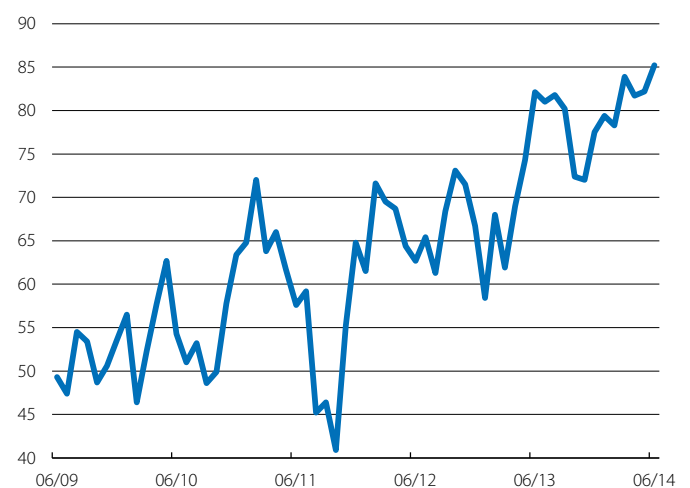
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: confianza del consumidor

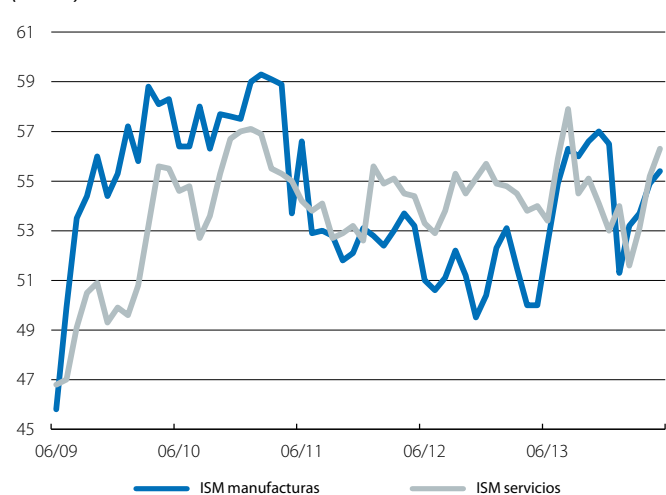
(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Conference Board.

EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Institute for Supply Management.

Pero la acumulación de factores favorables (léase el Focus «El retorno de la inversión en EE. UU.: más vale tarde que nunca» en este mismo informe) debe propiciar que en el segundo semestre de 2014 finalmente asistamos a un despegue inversor.

La vivienda sale del bache y recupera la senda del crecimiento, aunque con un ritmo de avance lógicamente más moderado que en 2012 y 2013, cuando se partía de niveles muy bajos. Las ventas de inmuebles repuntaron en mayo y las viviendas iniciadas de ese mismo mes alcanzaron ya el 66% del nivel de 1995-2000, es decir, previo a la burbuja (en noviembre de 2009 se tocó fondo con un escaso 35%). El índice Case-Shiller de precios de la vivienda que engloba 20 áreas metropolitanas también ratifica el buen tono del mercado inmobiliario, con un avance en abril modesto pero que da continuidad a la tendencia alcista. El índice acumula una recuperación del 25,2% desde mayo de 2009 (en términos absolutos, cerca de la mitad de lo perdido en la Gran Recesión).

El IPC sigue moderado, pero no tanto. Los precios no presentan tensiones inflacionistas preocupantes, a pesar de que en abril y mayo sorprendieran al alza. La tasa interanual de mayo se situó en el 2,1%, superando el 2% por primera vez desde abril de 2012. Para el IPC subyacente, sin energía ni alimentos, la tasa fue del 1,9%. Cabe recordar que el objetivo de la Fed (2% a largo plazo, algo más elevado en la actual fase del ciclo) no se refiere al IPC, sino al deflactor del gasto de consumo personal (PCE), cuya tasa está algo más abajo, concretamente en el 1,8% interanual (1,5% sin energía y alimentos).

El mercado laboral volvió a sorprender en positivo con 217.000 nuevos puestos de trabajo en mayo, por encima del promedio de 150.000 de los tres meses de invierno. La tasa de paro se mantuvo en el 6,3% pero la persistencia de la baja tasa de actividad (62,8%) sigue señalando que el mercado laboral dista de una recuperación completa.

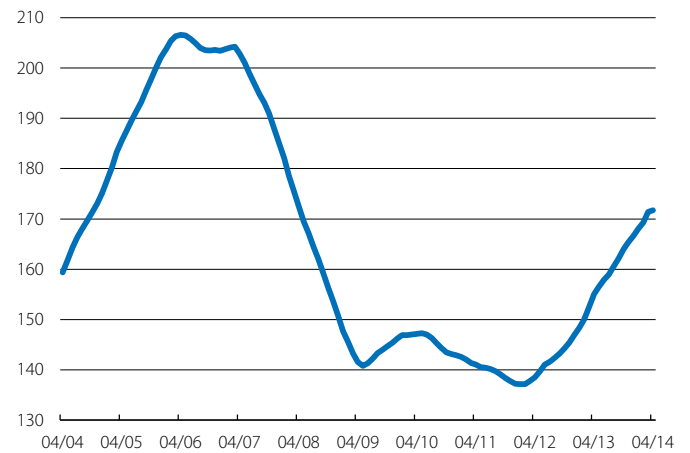
La Fed reitera su apuesta por una estrategia lenta de normalización monetaria. El Comité del día 19 de junio acordó un nuevo paso en el *tapering*: rebaja de 10.000 millones que dejará las compras de deuda mensuales en 35.000 millones. Pero insistió en que los tipos de interés oficiales permanecerán bajos durante largo tiempo. No obstante, las dinámicas que se observan en el mercado de trabajo y en la inflación pueden cuestionar que esto acabe siendo efectivamente así. Además, la Fed también deberá tener en cuenta el sobrecalentamiento de algunos mercados financieros. Es decir, la atención de inversores y del resto de agentes económicos volverá a dirigirse hacia la política monetaria norteamericana.

JAPÓN

La economía nipona sufre una sacudida pero no descarrila. Las consecuencias de la subida del IVA de abril (del 5% al 8%) parecen mayores de lo previsto. Así, en el 1T la economía creció un 1,6% intertrimestral (un 2,8% interanual) aupada por la fuerza del consumo privado y la inversión a causa del adelanto del gasto para sortear el incremento del IVA efectivo a partir del 1 de abril. Pero así como el PIB del 1T creció por encima de lo

EE. UU.: índice Case-Shiller del precio de la vivienda

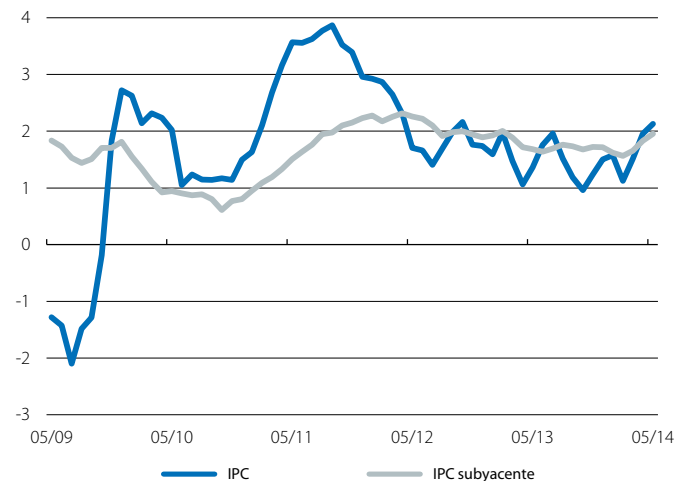
(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Standard & Poor's.

EE. UU.: IPC

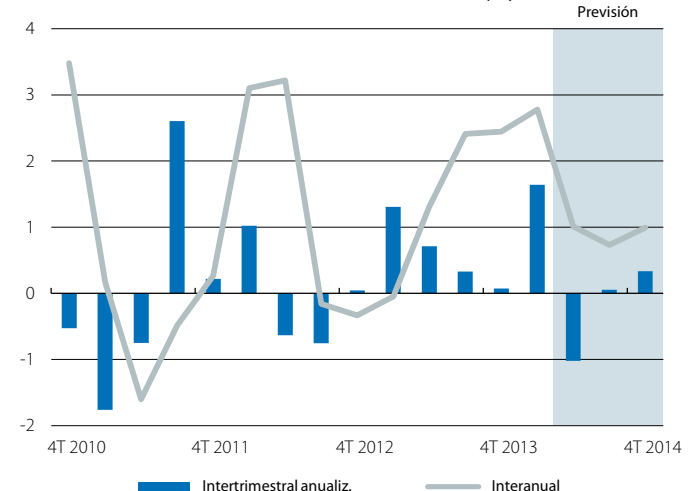
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Dept. of Commerce.

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

normal, el consenso de analistas prevé una fuerte contracción en el 2T por el mismo efecto distorsionador, que puede observarse perfectamente en los indicadores de actividad más recientes. Así, la producción industrial, que había repuntado un 7,6% interanual en marzo, se desaceleró en abril hasta el 3,8%. Lo mismo sucedió con las ventas minoristas, que cayeron un 13% en abril, tras superar las expectativas en marzo. Más allá de este ruido en los indicadores, hay elementos para pensar que la expansión se mantiene en pie: las últimas lecturas del índice PMI de actividad y sentimiento empresarial y las buenas cifras de ventas de automóviles en mayo son signos alentadores. No obstante, la verdadera medida del efecto de la subida del IVA sobre la actividad la proporcionarán los datos del 3T.

En el plano de los precios, la deflación queda atrás, pero podría haber tocado techo. El IPC subió un 3,7% interanual en mayo (3,4% en abril) aupado por los precios energéticos y por el efecto del IVA, mientras que el IPC subyacente, sin alimentos ni energía, repitió el 2,2% de abril. Sin embargo, la bajada intermensual de los precios del área de Tokio ya en junio sugiere que la inflación será algo más moderada en los próximos meses.

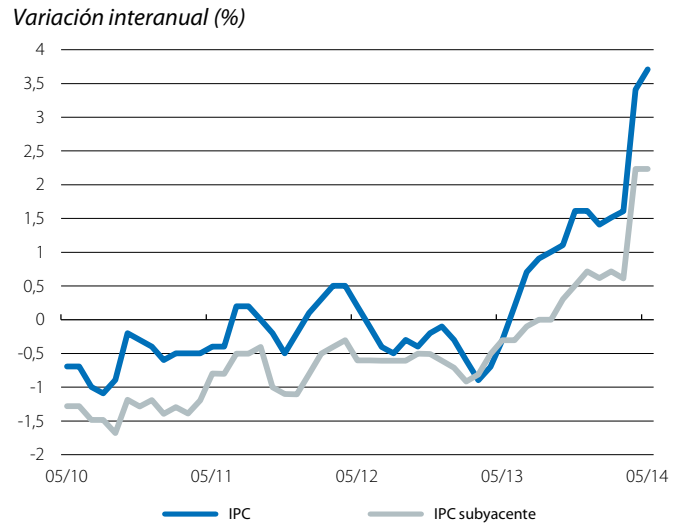
EMERGENTES

China recupera un tono de actividad más firme y perfila un aterrizaje suave. La producción industrial avanzó un 8,8% en mayo, algo por encima del registro de abril. Asimismo, el índice PMI oficial registró una ligera subida en mayo (del 50,4 al 50,8) apoyada en los pedidos nuevos (el PMI de Markit también subió, aunque quedó justo por debajo del umbral de los 50 puntos). Por lo que respecta a la demanda, las ventas al por menor también aceleraron, creciendo un 12,5% interanual. Por otra parte, se intensifica la concesión de nuevos créditos, alentada por las políticas de apoyo al crecimiento de las autoridades (que también se instrumentan a través de medias fiscales y monetarias). La inflación sigue siendo moderada (el tímido incremento de mayo hasta el 2,5% interanual se debió a los precios alimenticios), dejando margen para esas políticas expansivas.

En algunos emergentes considerados vulnerables, la corrección de los desequilibrios se estanca. La persistencia de un déficit por cuenta corriente y de una inflación elevados en Brasil y Sudáfrica (6,4% y 6,1%, respectivamente) no deja espacio a políticas expansivas en un entorno de desaceleración de sus economías (crecimiento de PIB del 1T 2014 del 1,9% y 1,8%, respectivamente). Turquía avanzó un más robusto 4,3% interanual, pero la elevada inflación (9,7%) y el déficit por cuenta corriente (7,4% del PIB) hacen prever una ralentización.

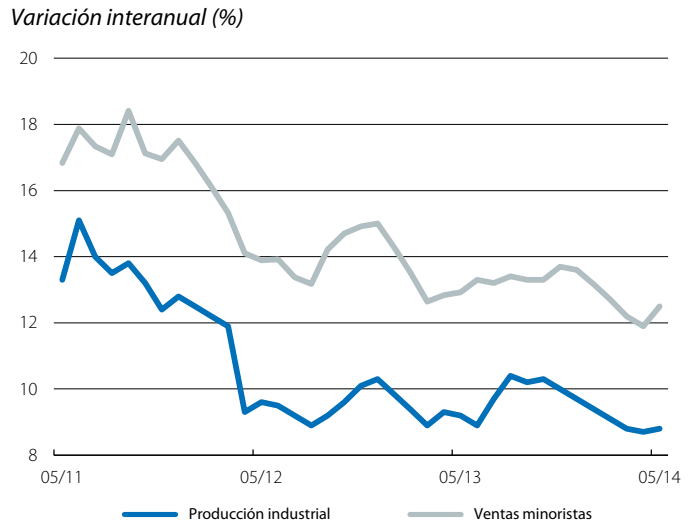
La India también vive una inflación al alza, pero la victoria electoral de Marendra Modi hace esperar que el crecimiento se acelere hasta el 5%. La expectativa de un Gobierno estable y el talante reformista de Modi permiten esperar la puesta en marcha de una autentica reforma del sector público, una dinamización del mercado laboral y un aumento de la inversión en infraestructuras. El repunte al 6% en mayo del índice de precios mayoristas (la medida de la inflación en la India) era relativamente esperado, mientras que el resultado electoral debería fortalecer la posición antiinflacionista del Banco de la Reserva de la India.

Japón: IPC



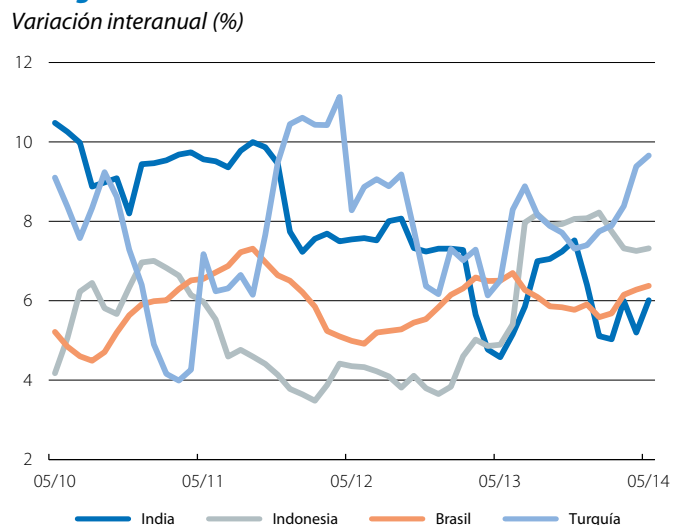
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

China: producción industrial y ventas minoristas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Estadística de China.

Emergentes: IPC



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas estadísticas nacionales.

FOCUS · ¿Hay un cambio de tendencia del comercio mundial?

El comercio internacional fue uno de los principales damnificados durante los años de crisis, pero se recuperó rápidamente proporcionando una importante fuente de crecimiento para la economía global. Sin embargo, en los últimos trimestres, los datos de comercio han empezado a flaquear, un hecho hasta cierto punto desconcertante ya que los principales países desarrollados se encuentran inmersos en la fase de consolidación de su proceso de recuperación y en los países emergentes, aunque la situación sea muy distinta en cada caso, no se espera un proceso de desaceleración generalizado.

La desaceleración del comercio no es alarmante, pero sí notable y generalizada: se observa tanto en los principales países desarrollados como en los emergentes. Destaca la desaceleración de las exportaciones que ha tenido lugar en EE. UU., a pesar de que en este caso los factores meteorológicos adversos jugaron un papel decisivo. Entre los años 2010 y 2013, la tasa de crecimiento intertrimestral promedio de las exportaciones de bienes y servicios se situó en el 1,3%, mientras que en el 1T 2014 se produjo un descenso del 2,3%.

La evolución de las exportaciones es bastante volátil a corto plazo y, por lo tanto, los datos de los últimos meses podrían enmarcarse dentro de estos movimientos erráticos que a menudo se producen. Sin embargo, es interesante apuntar que, en determinados países, la velocidad de crecimiento de las exportaciones ha modificado su patrón habitual durante los últimos trimestres. Históricamente, la tasa de crecimiento de las exportaciones, en términos reales, era superior a la del PIB. Las ganancias de eficiencia que aportaba una mayor integración de la actividad productiva de un país a la cadena de valor global eran claves para sustentar el crecimiento de la actividad. Sin embargo, en los años 2012 y 2013, a nivel global, la tasa de crecimiento de las exportaciones fue casi la misma que la del PIB, un fenómeno prácticamente inaudito durante los últimos 30 años.

Los principales responsables del cambio de tendencia son, sobre todo, EE. UU. y China (segunda y primera potencia exportadora, respectivamente). En el caso estadounidense, este se interpreta como un suceso temporal, ya que se debe al fuerte repunte de la demanda interna durante los últimos años una vez mejoró la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía. En el caso de China, en cambio, podríamos encontrarnos ante un fenómeno de más largo recorrido: el cambio de modelo que el nuevo ejecutivo está impulsando para reequilibrar las fuentes de crecimiento, con un mayor protagonismo de la demanda interna. Según previsiones del FMI, ello hará que en los próximos años el crecimiento de las exportaciones de China sea muy similar al de su PIB, o incluso inferior.

Más allá del caso de China, y de los vaivenes temporales típicos en las series de comercio internacional, es difícil pensar que el comercio internacional deje de ser uno de los principales ejes sobre los que se vehiculan las ganancias de productividad globales y, por lo tanto, el crecimiento. Pero se deberá seguir su evolución con detenimiento.

Evolución de las exportaciones de bienes y servicios*

Variación intertrimestral (%)

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2009	Promedio 2010-2013	2014**
EE. UU.	1,1	-0,2	1,3	-2,3
Eurozona	1,4	-1,3	1,3	0,3
Reino Unido	1,2	-0,7	0,9	-1,0
Japón	1,9	-1,6	0,9	3,2
China	5,1	1,1	2,1	0,7
India	5,6	0,8	3,2	0,2
Brasil	2,7	-0,2	2,0	-0,1
Rusia	2,0	0,1	1,0	-5,1

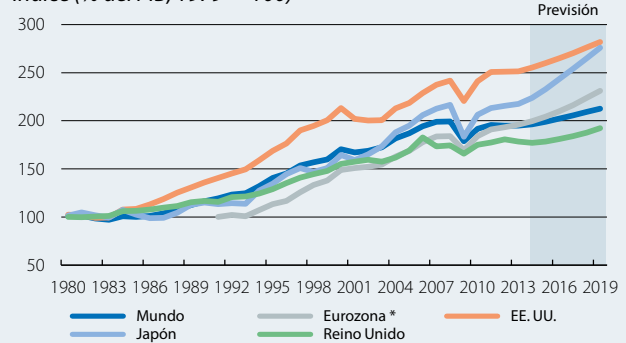
Notas: * Datos en términos reales.

** Promedio en 2014 hasta último dato disponible.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Eurostat.

Países desarrollados: evolución del comercio de bienes y servicios en relación con el PIB

Índice (% del PIB; 1979 = 100)

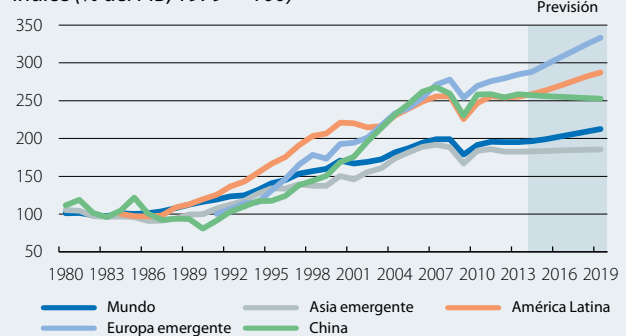


Nota: * Para la eurozona 1991 = 100.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

Países emergentes: evolución del comercio de bienes y servicios en relación con el PIB

Índice (% del PIB; 1979 = 100)



Nota: Para América Latina 1984 = 100, y para Europa emergente 1991 = 100.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

FOCUS · El retorno de la inversión en EE. UU.: más vale tarde que nunca

La economía estadounidense todavía no se ha recuperado plenamente de la Gran Recesión, una crisis de magnitud excepcional en múltiples dimensiones: intensidad, duración y alcance geográfico, todo ello envuelto de disfunciones financieras que no se presenciaban desde comienzos del siglo pasado. Estas circunstancias no solamente marcaron el periodo estrictamente recesivo (entre finales de 2007 y mediados de 2009), sino que se han trasladado a la fase de recuperación. Después de casi cinco años, el ritmo de crecimiento de EE. UU. todavía se muestra tímido en comparación con otros periodos posrecesivos. Y, en buena medida, esto es consecuencia de la debilidad que muestra la inversión empresarial. Tras una recesión, es habitual que las empresas con *stocks* bajo mínimos y una demanda en ascenso aumenten sus gastos de capital. Generalmente, esta acción inicial va de la mano de una mejora de los niveles de confianza tanto de empresarios como de consumidores, lo cual acentúa y extiende el ánimo inversor a través de un proceso que se retroalimenta. Sin embargo, en el ciclo actual el motor de la inversión no tuvo ni un arranque rápido ni la capacidad de ganar revoluciones con posterioridad. La comparación con el ciclo de los años ochenta es muy ilustrativa: en esta ocasión se ha tardado más del doble de tiempo en recuperar el volumen de inversión previo a la crisis. Este pobre comportamiento tiene implicaciones importantes, tanto a corto (sobre la creación de empleo) como a largo plazo (sobre el crecimiento potencial).

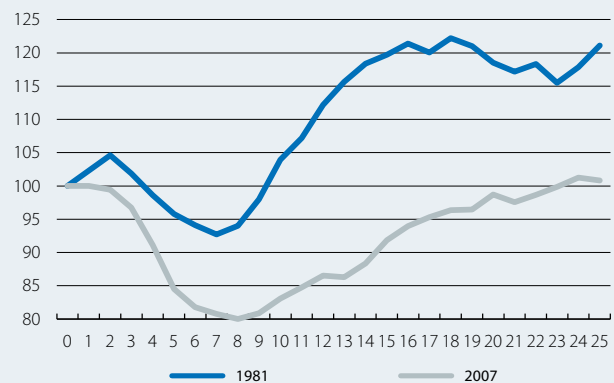
El escaso vigor del componente inversor ha sorprendido a propios y extraños, en especial ante unas condiciones en principio propicias: tipos de interés reales bajísimos (han llegado incluso a situarse en negativo), beneficios empresariales totalmente recuperados y balances corporativos saneados. Un factor que ha actuado en contra es la incertidumbre, de entrada por la complejidad de la crisis y después por unas respuestas de política económica tan agresivas como innovadoras (desde el frente monetario hasta el fiscal, pasando por el regulatorio) y por lo tanto plagadas de incertidumbres. Otra explicación es que durante esta recuperación la economía de EE. UU. ha dispuesto, en conjunto, de un exceso de capacidad mucho más elevado que en ciclos anteriores, aplacando la necesidad de inversión en medio de una atonía económica general.

Con todo, este 2014 se presenta como el año en el que la inversión retomará el pulso perdido. Este restablecimiento se apoya en cuatro factores básicos. Primero, la mejora de las perspectivas económicas del conjunto del país. En esa dirección apuntan, una vez superado el bache del primer trimestre por las condiciones meteorológicas adversas, la mayoría de índices de sentimiento empresarial y de confianza de los consumidores. Segundo, una menor incerti-

dumbre económica y política. Esta última ha remitido gracias a que republicanos y demócratas han alcanzado ciertos acuerdos de mínimos en materia de política presupuestaria, y conforme se van digiriendo los grandes cambios en la regulación financiera. Tercero, el envejecimiento del capital, precisamente por la falta de inversiones de los últimos años. Esta circunstancia apremia a las empresas a sustituirlo, máxime en un contexto propicio para el resurgimiento de la industria localizada en el interior de EE. UU. de la mano de fenómenos como la revolución energética del petróleo y el gas *shale*. Y cuarto, la continuidad de unas condiciones financieras favorables. Sobre la base de estos factores, nuestro escenario central anticipa un repunte de la inversión en los próximos trimestres, que sitúe su tasa de crecimiento en un robusto 8% anualizado en la segunda mitad de 2014 y en torno al 6% en 2015.

EE. UU.: evolución de la inversión no residencial

Índice, base 100 en el nivel de la inversión al inicio de la crisis

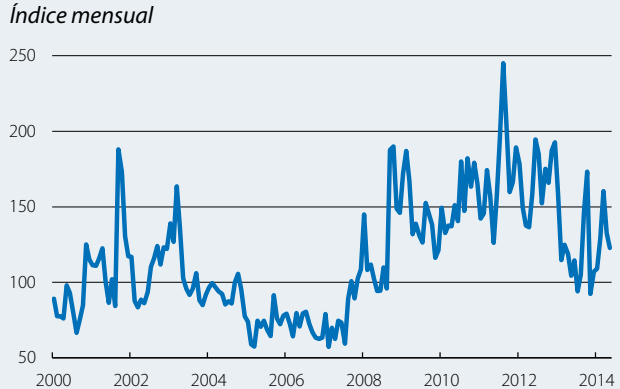


Nota: El eje horizontal corresponde al número de trimestres desde que empezó la crisis. Trimestres base: 1981: 2T 1981 = 100; 2007: 4T 2007 = 100.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: incertidumbre de la política económica

Índice mensual



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Scott Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis en www.PolicyUncertainty.com.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
Actividad									
PIB real	2,8	1,9	1,6	2,0	2,6	1,5	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,7	3,7	3,6	2,3	3,7	3,2	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	75,1	81,0	74,0	80,5	81,7	82,2	85,2
Producción industrial	3,8	2,9	2,5	2,7	3,3	3,4	3,8	4,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	50,8	55,7	56,7	52,7	54,9	55,4	...
Viviendas iniciadas (miles)	784	930	865	882	1.025	925	1.071	1.001	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141	158	156	161	165	170	172	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,5	7,2	7,0	6,7	6,3	6,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	58,9	58,9	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,3	–2,8	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Precios									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4	2,0	2,1	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	...

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Department of Commerce, Department of Labor, Federal Reserve, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Actividad								
PIB real	1,4	1,5	1,3	2,4	2,4	2,8	–	...
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,7	44,0	41,7	38,8	37,0	39,3
Producción industrial	0,2	–0,6	–3,0	2,0	5,8	8,3	3,8	2,1
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–5,0	6,0	4,0	12,0	16,0	17,0	–	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,0	4,0	3,9	3,6	3,6	3,5
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,4	–2,4	–1,9	–2,1	–2,4	–2,8	–2,8	–2,8
Precios								
Precios de consumo	0,0	0,4	–0,3	0,9	1,4	1,5	3,4	3,7
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	–0,4	0,0	0,5	0,6	2,2	2,2

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

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

CHINA

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Actividad								
PIB real	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4	–	...
Ventas al por menor	14,3	13,1	12,6	12,8	13,0	13,1	11,9	12,5
Producción industrial	10,0	9,9	9,1	10,1	10,0	0,0	8,7	8,8
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,8	51,3	50,3	50,4	50,8
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	230	260	269	252	260	234	235	250
Exportaciones	8,0	7,9	3,8	3,9	7,4	–3,4	0,9	7,0
Importaciones	4,3	7,3	4,9	8,4	7,1	1,7	0,8	–1,6
Precios								
Precios de consumo	2,7	2,6	2,4	2,8	2,9	2,3	1,8	2,5
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas y Thomson Reuters Datastream.

COYUNTURA · Niveles de inflación moderados llevan al BCE a actuar

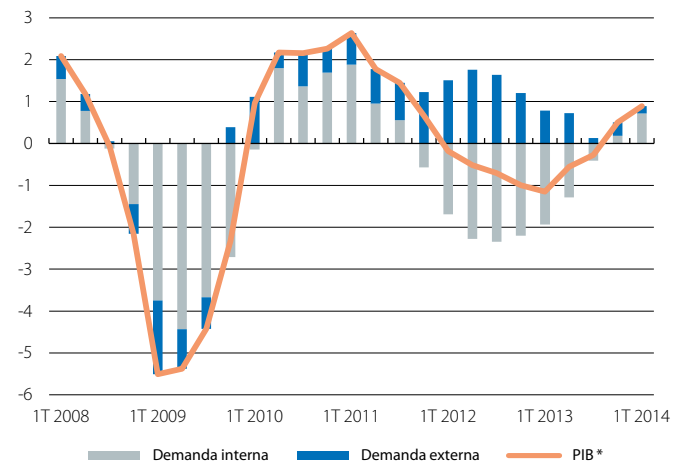
La recuperación en la eurozona continúa según el guion previsto: gradual y con diferencias entre países. En el 1T 2014, el PIB avanzó un 0,9% interanual y la mayoría de indicadores avanzados de actividad y confianza sugieren que el ritmo de crecimiento se mantuvo en el 2T, e incluso pudo mejorar ligeramente. Al mismo tiempo, sin embargo, es importante enfatizar que la recuperación sigue siendo desigual entre los países de la región. Destaca positivamente Alemania, con un crecimiento más robusto y equilibrado, y los países periféricos, cuya recuperación se consolida. Esta nota favorable sigue ensombrecida por la incertidumbre acerca de la recuperación económica de Francia. En cuanto al conjunto de la región, si bien la recuperación está en marcha, la demanda doméstica sigue débil en algunas regiones, y ello, junto con un mercado laboral todavía sin normalizar, hace que la inflación se mantenga en tasas insólitamente bajas. Esta situación ha obligado al BCE a actuar, mediante el anuncio de un paquete de medidas de estímulo monetario cuyo objetivo es el de anclar las expectativas de inflación y apoyar la recuperación de la región.

El crecimiento del PIB en el 1T está impulsado por la demanda interna, con una contribución al crecimiento interanual de 7 décimas. Destaca la evolución de la inversión, que creció un 1,9% interanual frente al -0,1% en el 4T 2013. La inversión en maquinaria y bienes de equipo, con un avance del 2,9% interanual, sigue siendo una de las principales protagonistas. Por países, Alemania sigue liderando el ranking, con un crecimiento de la inversión del 6,6%. En cuanto a la evolución de la demanda externa, cuya contribución al crecimiento de la región fue de 2 décimas, despunta la aceleración de las importaciones, que crecieron un 4,1% anual (2,5% en el 4T), empujadas por la mejora de la demanda interna.

Los indicadores de confianza son esperanzadores para el 2T. A pesar de que el índice PMI compuesto para la eurozona en mayo y junio descendió ligeramente desde los 54,0 puntos hasta los 53,5 y los 52,8 puntos, respectivamente, sigue estando claramente en terreno expansivo, por encima de los 50 puntos. Este retroceso solo deshace parcialmente el avance logrado en abril (nivel más alto de los últimos tres años), por lo que, en promedio, el 2T sigue estando por encima del 1T. Por ello, esta leve corrección sigue siendo compatible con una recuperación que gradualmente va ganando fuerza. En la misma línea, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea retrocede ligeramente 6 décimas en junio movido por el deterioro de la confianza de la industria y del consumidor. Por países, continúa la divergencia en el ritmo de expansión. En Francia los indicadores se mantienen débiles, alimentando las dudas sobre la economía gala. En cambio, en el resto de países europeos la tendencia es opuesta y todo apunta a que la actividad sigue creciendo a buen ritmo.

Eurozona: crecimiento del PIB

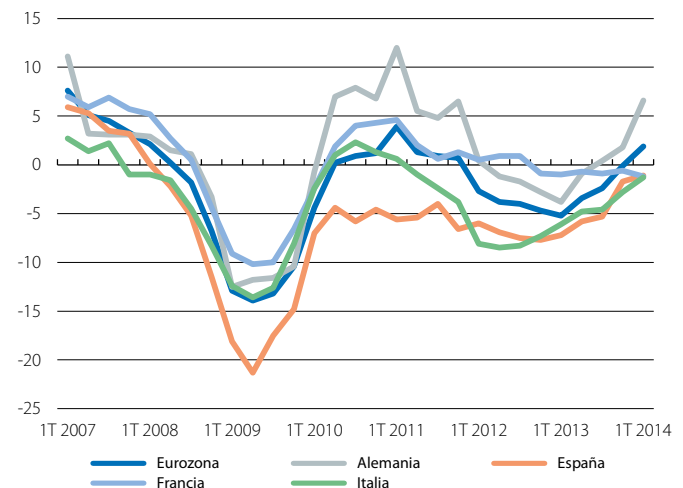
Contribución al crecimiento (p. p.)



Nota: * Variación interanual (%).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Formación bruta de capital fijo

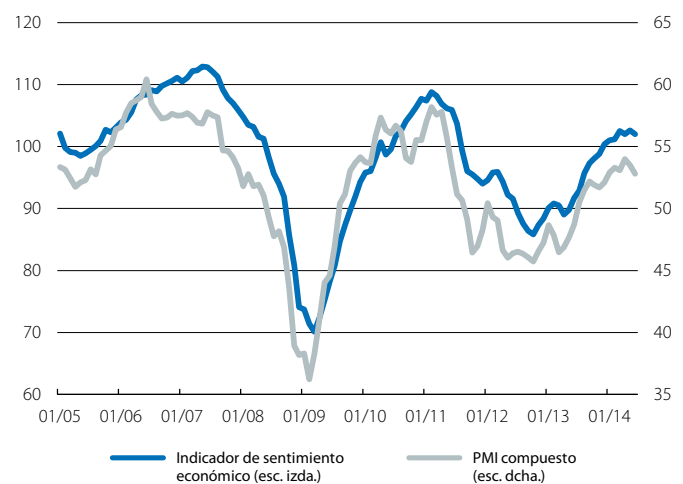
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: indicadores de actividad

(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit y de la Comisión Europea.

Los indicadores de actividad certifican la ligera mejora en el 2T. Los datos de producción industrial y de ventas minoristas disponibles hasta el momento parecen confirmar lo que anticipaban los indicadores de confianza. En cuanto al primero, la producción industrial en abril avanzó un 1,2% interanual (respecto al 0,5% en marzo), por encima de la media del 1T, aupado por el aumento de la producción de manufacturas no energéticas y manteniendo la tendencia ascendente. En cuanto a la demanda, las ventas minoristas avanzaron en abril un 2,4% interanual (frente al 1,0% en marzo), sugiriendo que la demanda interna seguirá impulsando el crecimiento del PIB en el conjunto de la región gracias a la mejora de la confianza de los hogares y a la estabilización del mercado laboral. Desagregando por países, las desigualdades siguen acentuándose, siendo Francia la más rezagada.

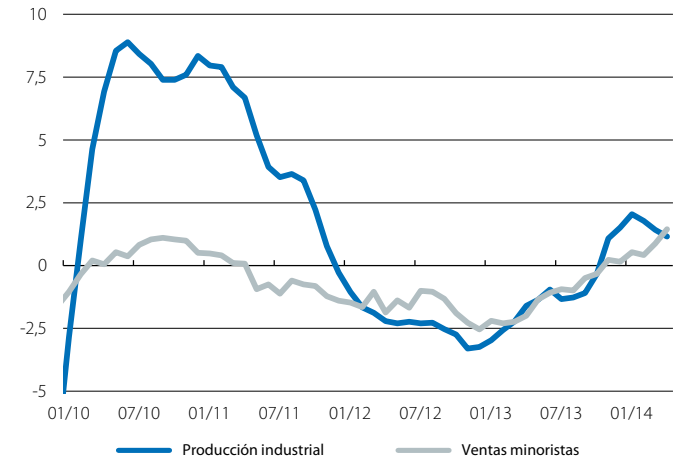
Debilidad en el sector exportador. Las exportaciones de bienes iniciaron el año con buenos registros, pero esta tendencia positiva se ha enfriado en marzo y abril. Concretamente, en abril las exportaciones disminuyeron un -0,7% interanual (frente al -0,8% en marzo) y los indicadores avanzados no auguran un cambio sustancial de tendencia. El indicador de las expectativas del volumen de exportaciones para los próximos tres meses de la Comisión Europea se reduce ligeramente en el 2T, a la vez que el indicador de nuevos pedidos para exportar también disminuye. La debilidad en los indicadores avanzados, por lo tanto, augura que la flaqueza del sector exportador en el 1T podría mantenerse en el 2T. A pesar de ello, dado que la contracción del mes de abril de las importaciones de bienes ha sido más pronunciada que la de las exportaciones, es probable que la demanda externa siga contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB del conjunto de la región.

El mercado laboral empieza a mostrar signos de mejora. Para el conjunto de la eurozona, el empleo avanzó un tímido 0,1% intertrimestral en el 1T, siendo el segundo trimestre consecutivo con tasas positivas desde el 2T 2011. A pesar de ello, siguen habiendo grandes diferencias entre las cuatro principales potencias europeas: en Alemania es donde más creció el empleo, con un 0,3% intertrimestral, seguido de España, con un 0,2%. En cambio, Francia se mantuvo en los mismos niveles que el trimestre anterior, e Italia continuó por la senda de destrucción de ocupación con un -0,1%. Por ello, visto este tímido avance para el conjunto de la región, la tasa de desempleo se mantiene en cotas elevadas (11,7% en abril). Otro factor que subraya esta situación de atonía en el mercado laboral son los costes laborales, que siguen moderados, con un ligero avance en el 1T 2014 generalizado, mayor en Francia y Alemania, lo que permite a los países periféricos seguir ganando competitividad.

La inflación se mantiene en cotas bajas y obliga al BCE a actuar. Después de los vaivenes de los últimos datos en la tasa de inflación a causa del efecto calendario por Semana Santa, el dato de junio se situó en el 0,5% interanual (0,5% en mayo), lo que confirma la debilidad en el crecimiento de los precios. Esta situación llevó al BCE a actuar mediante un paquete de medidas de estímulo monetario con el objetivo de cumplir con su

Eurozona: ventas minoristas y producción industrial

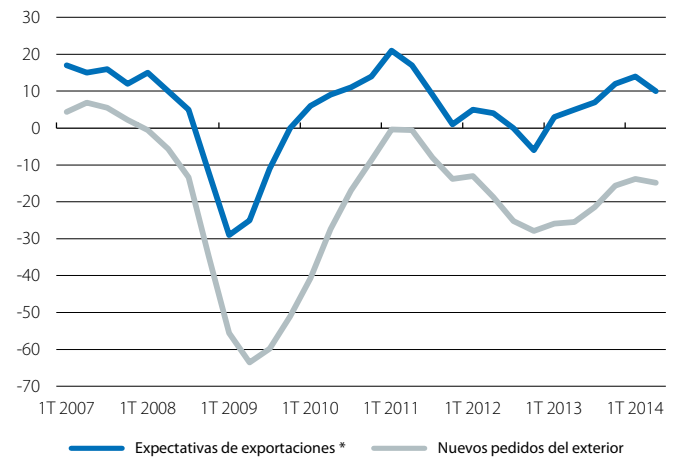
Variación interanual (%), promedio 3 meses



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: sector exterior

(Índice)

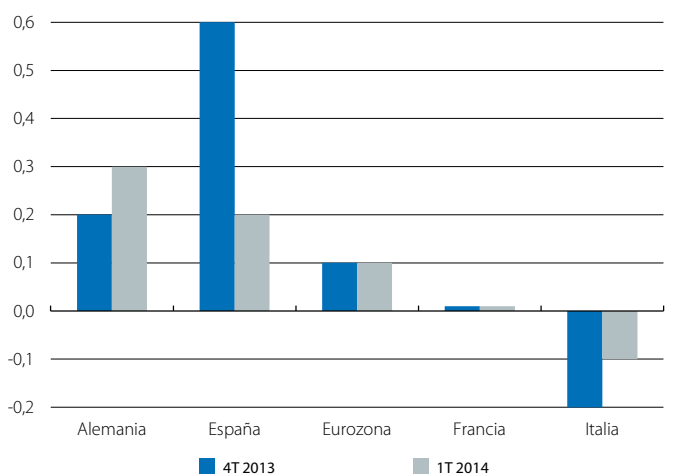


Nota: * Indicador que forma parte del índice de sentimiento económico y recoge las expectativas del volumen de exportaciones en los próximos 3 meses.

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

Ocupación

Variación intertrimestral (%)



Nota: Datos corregidos por estacionalidad.

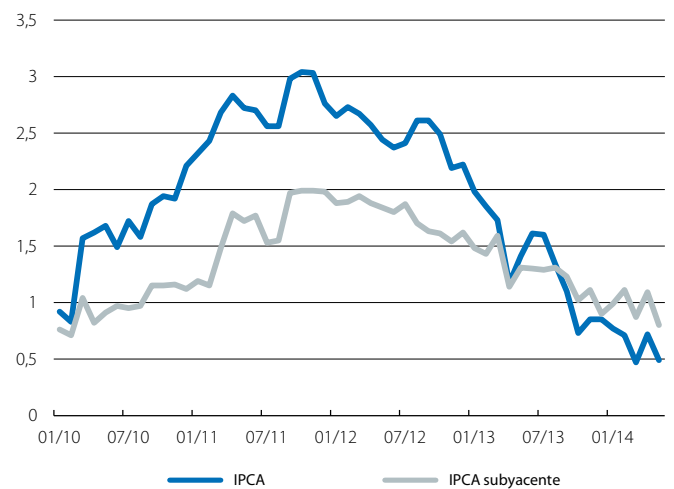
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

mandato de estabilidad en los precios y mantener ancladas las expectativas de inflación. En este paquete, formado tanto por medidas convencionales como no ortodoxas, destacan las operaciones de refinanciación condicionadas por la concesión de crédito al sector privado (véase el Focus «El BCE mueve ficha» para una discusión más detallada). A pesar de la debilidad actual en los precios, en los próximos meses se empezará a observar un cambio de tendencia en la tasa de inflación a medida que la confianza en la capacidad de crecimiento se vaya recuperando y la demanda interna vaya ganando impulso. A corto plazo, el repunte en los precios del petróleo a raíz de las tensiones geopolíticas en Irak y en Ucrania también apoyarán el cambio de tendencia de la inflación. En este contexto, esperamos que la tasa de inflación se sitúe ligeramente por encima del 1% a finales de 2014, y que en 2015 se mantenga alrededor del 1,5%, una cifra más acorde con la situación económica del conjunto de la eurozona. Una desviación significativa respecto a este escenario podría forzar de nuevo al BCE a tomar más medidas de estímulo monetario.

Por países, destaca la incertidumbre en torno a la recuperación económica de Francia. La economía francesa se estancó en el 1T 2014 con un crecimiento nulo respecto al trimestre anterior. De hecho, el PIB no anotó una tasa de crecimiento negativa gracias al aumento de las existencias, ya que la demanda externa tuvo una aportación negativa al crecimiento y el consumo de los hogares y la inversión anotaron sendos retrocesos (-0,5% y -0,9%, respectivamente). Los indicadores de actividad y confianza para el 2T tampoco son alentadores. La producción industrial retrocedió un 2,0% interanual en abril (frente al -0,2% en el 1T), igual que las exportaciones de bienes, que se contrajeron un -6,4% anual, aunque en este caso la mayor caída de las importaciones podría hacer que el sector exterior acabe contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB. Los indicadores de confianza van en la misma línea de pesimismo: el índice PMI compuesto se mantiene por debajo de los 50 puntos y, más notorio aún, por debajo del registro promedio del 1T.

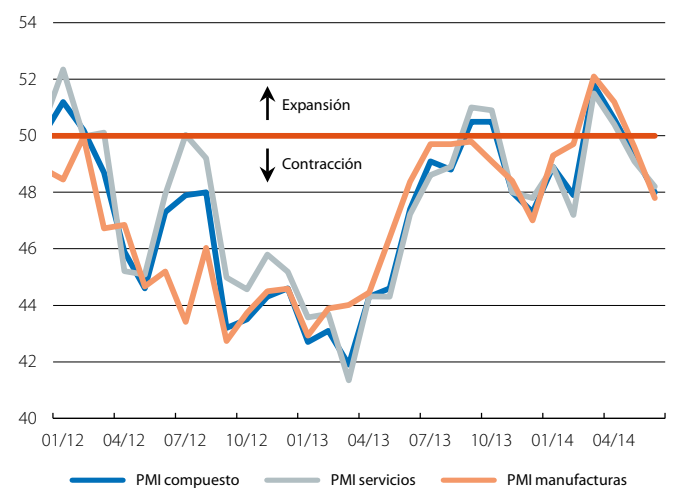
Ligero contratiempo para el Gobierno portugués. El Tribunal Constitucional anuló algunas de las medidas que el Gobierno había aprobado para reducir el déficit público. Las medidas anuladas están valoradas en 800 millones de euros, y entre ellas destacan los recortes permanentes en los salarios de la Administración pública. Esto ha supuesto que Portugal finalice el programa de asistencia económica de la troika sin que se pueda ejecutar el último desembolso del programa de ayuda financiera, lo que obligará al Tesoro portugués a acudir a los mercados para paliar la pérdida de esta fuente de financiación. A pesar de que estaba previsto que una cuarta parte del ajuste fiscal presupuestado para 2014 se consiguiera a través de las medidas anuladas por el Tribunal Constitucional, el pleno compromiso del Gobierno con la consolidación fiscal, el buen ritmo de crecimiento de la economía lusa y la profundidad de las reformas estructurales ya implementadas están ayudando a que el mercado haya mantenido la confianza en la deuda pública portuguesa.

Eurozona: índice de precios de consumo armonizado
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Francia: evolución del índice PMI
(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

Portugal: prima de riesgo de la deuda soberana a 10 años

(p. b.)



Nota: Diferencia de la deuda soberana a 10 años portuguesa y alemana.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · Banco de Inglaterra: nuevas medidas para nuevos tiempos

Durante la crisis, los bancos centrales de las principales economías avanzadas se han encargado de proporcionar las condiciones necesarias para crear un entorno acomodaticio en los mercados mediante tipos de interés cercanos a cero y otras políticas monetarias no convencionales. A medida que la recuperación económica se consolida, esta situación de laxitud debería cambiar. Así pues, empiezan a surgir dudas acerca de cuándo tendrá lugar el punto de inflexión en la estrategia de política monetaria y qué país será el primero en dar el paso.

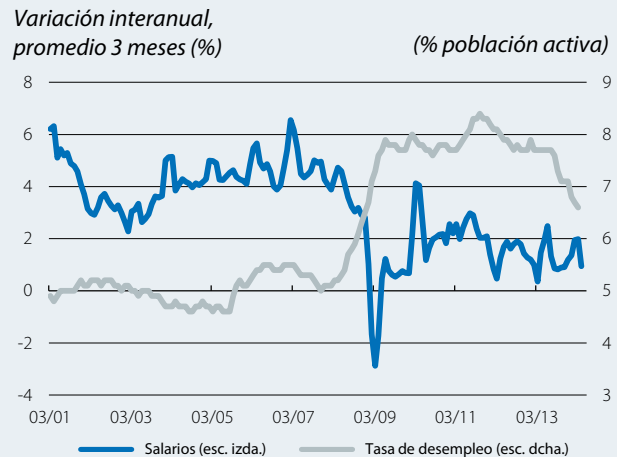
Algunas de estas incógnitas podrían empezar a despejarse a raíz de las declaraciones de Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés). En ellas alertaba de que los tipos de interés podrían empezar a subir antes de lo que anticipaban los mercados, que esperaban la primera subida del tipo de interés oficial en el 2T 2015. Los mercados no tardaron en reaccionar a sus declaraciones y actualmente pronostican la primera subida para finales de este año. Este cambio de tono en el discurso del gobernador se fundamenta en un entorno macroeconómico más alentador de lo esperado y en unas perspectivas favorables de crecimiento del PIB. Es por ello que podrían empezar a surgir riesgos de inflación y de creación de burbujas en ciertos activos, especialmente en el mercado inmobiliario. Vayamos por partes.

En cuanto a la estabilidad en los precios, la inflación se situaba en mayo en el 1,5%, alejada de los niveles que podrían preocupar al banco central. El consenso de analistas, sin embargo, espera que el año cierre alrededor del 2,0%. La contención en los precios dependerá, en gran medida, de la rapidez con la que continúe recuperándose el mercado laboral. La tasa de desempleo ya se encontraba en el 6,6% en mayo, y las perspectivas son todavía de mejora con un cierre de año de un 6,4% y un 5,7% en 2015, niveles muy cercanos a los anteriores a la crisis. Si bien esto podría evidenciar que el Reino Unido se aproxima a la plena ocupación, la trayectoria de los salarios descarta esta hipótesis ya que de momento no se observan presiones al alza sobre los sueldos, que siguen creciendo muy por debajo de lo que crecieron antes de la crisis (promedio del 1,1% interanual desde el inicio de año frente al 4,3% entre 2001 y 2007). Así pues, ello podría estar indicando que el excedente de capacidad disponible en el mercado laboral podría ser mayor del que indica la tasa de desempleo. Por ejemplo, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial está todavía por encima del nivel anterior a la crisis (un 27% en 2013 frente a un 25% histórico) y, a su vez, el porcentaje de estos ocupados a tiempo parcial que lo son de forma involuntaria ha aumentado hasta el 17,8%, frente al 9,6% anterior a la crisis.

Otro factor al que se achaca el cambio de tono del gobernador es el creciente desasosiego ante una posible burbu-

ja inmobiliaria. El precio de la vivienda está volviendo a crecer con vigor, situándose en abril en un 9,9% interanual, aunque no sea una tendencia generalizada en todas las regiones, sino especialmente intensa en la capital. Teniendo en cuenta este riesgo, y antes de empezar a normalizar la política monetaria, el BoE ha decidido usar herramientas macroprudenciales que limiten la deuda hipotecaria de los hogares y reduzcan así su vulnerabilidad. Entre estos instrumentos destaca que los préstamos hipotecarios que superen en 4,5 veces los ingresos anuales de los clientes no podrán representar más del 15% del total de los nuevos préstamos hipotecarios de las entidades británicas, y que estas deberán realizar ejercicios de estrés sobre los tipos de interés al que conceden los préstamos para valorar la capacidad de pago de los clientes. De la efectividad de estos nuevos instrumentos y de lo que ocurra en el mercado laboral dependerá, en gran medida, el momento y el ritmo de la subida de los tipos de interés.

Reino Unido: mercado laboral



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la ONS.

Reino Unido: evolución del precio de la vivienda y de las hipotecas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la ONS y el BCE.

FOCUS · Hungría: una recuperación que pierde fuelle

Tras caer un 1,7% en 2012, la economía húngara creció un 1,2% en 2013. La recuperación de la actividad ha proseguido en el 1T de este año, momento en el que el crecimiento se situó en el 3,2% interanual, pero esta cifra no debe extrapolarse. Se prevé que el PIB avance a tasas más contenidas en los próximos trimestres, de manera que se irá materializando una suave expansión económica, con el crecimiento situado en la zona del 2% en 2014 y 2015. Esta trayectoria dejará a Hungría rezagada respecto a sus vecinos regionales, que progresivamente irán mostrando más dinamismo. De cumplirse con lo previsto, en 2015, la República Checa crecerá un 2,5%, Eslovaquia y Rumanía, cerca de un 3% y Polonia, un 3,5%. ¿Qué explica que la recuperación magiar, apenas iniciada, se quede rápidamente sin fuelle?

El problema esencial de Hungría es que su recuperación depende críticamente de dos factores: el estímulo de la política fiscal (en gran medida concretado en un repunte de la inversión pública, cofinanciada por la Unión Europea) y monetaria (a través de la bajada de tipos y la provisión de liquidez) y la recuperación de las exportaciones (sobre todo automovilísticas). Por el contrario, la demanda interna, y en especial la inversión privada, va a seguir contenida. En definitiva, una preocupante ausencia de impulso privado interno. Esta trayectoria no es de extrañar, toda vez que Hungría ha ido padeciendo una política económica heterodoxa que ha alterado negativamente la percepción de los inversores y empresarios sobre la calidad del entorno para hacer negocios del país.

En efecto, desde 2010, Hungría ha adoptado una política económica, cuanto menos, cuestionable. Con el propósito del crecimiento a corto plazo y de reducir su déficit fiscal, ha primado medidas de carácter excepcional y, por tanto, no recurrentes o sostenibles en el tiempo, muchas veces revestidas de tintes populistas. Así, entre otras, se optó por tasar impositivamente sectores con amplia participación de la propiedad extranjera, como la banca o las cadenas de distribución comercial, se forzó a las entidades financieras a aceptar el canje de los créditos en divisas por otros en moneda nacional a tipos favorables para los deudores y se renacionalizó parte del sistema privado de pensiones.

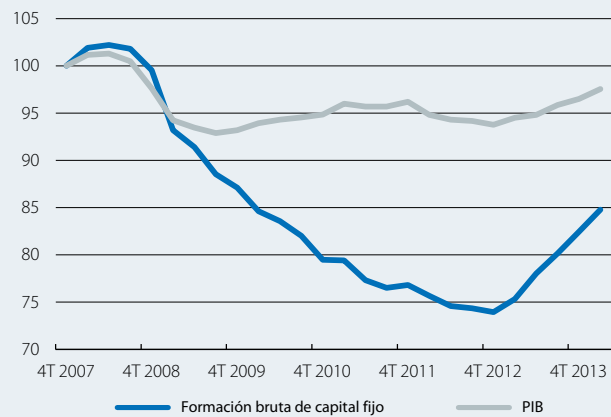
A pesar de las múltiples advertencias, especialmente de los organismos internacionales, sobre las limitaciones y conrindicaciones de este tipo de prácticas, no hay visos de cambios en el horizonte. Los resultados de las legislativas de abril pasado, que permitieron al Gobierno mantenerse con una holgada mayoría parlamentaria, ratificaron, a su vez, el éxito electoral de estas medidas populistas y la perspectiva de que la política económica seguirá sin cambios que la alejen de la heterodoxia. En este sentido se mueven algunas de las propuestas anunciadas: que el 50% de la banca sea de propiedad húngara o la interven-

ción del Estado en el sector energético. En este contexto, atípico respecto a las coordenadas por las que transita la política económica de los países avanzados, afortunadamente se ha preservado el rigor presupuestario, en parte porque se trata de un requisito ineludible para garantizar la financiación europea de la inversión pública, uno de los pocos pilares internos de crecimiento.

Sin embargo, a medio y a largo plazo, la mejora del crecimiento potencial no será posible si no se recuperan un marco normativo *business-friendly* y la ortodoxia de la política económica. El deterioro de la competitividad es acelerado. Entre 2009 y 2014, el indicador *Doing Business* del Banco Mundial, que refleja la facilidad para hacer negocios en los países, muestra que Hungría ha perdido 13 puestos en el *ranking*, pasando de ser el 41º mejor país para realizar actividades empresariales a situarse en la posición 54. Una tendencia preocupante que ratifica la pérdida de atractivo internacional de la economía y que refleja el peaje que está pagando la actividad empresarial en el país. Y sin impulso privado de calado, la tesitura de 2015 –recordemos: Hungría alejándose del ritmo de crecimiento de sus vecinos– puede empezar a ser más la norma que la excepción.

Hungría: la inversión no sigue el ritmo del PIB

Índice (4T 2007 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Central de Estadística Húngara.

Principales indicadores económicos

	2013	2014 (p)	2015 (p)
Crecimiento PIB real (%)	1,2	2,1	2,2
Inflación IPC (%) (f)	0,4	2,7	3,0
Tipo de cambio florín/€ (f)	297,1	303,0	295,0
Saldo cuenta corriente (% PIB)	3,1	2,7	2,2
Saldo fiscal (% PIB)	-2,4	-2,9	-2,9
Deuda pública (% PIB)	79,2	80,3	79,5

Nota: (p) Previsiones; (f) dato a final de año.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream, FMI, AMECO e IIF.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,6	-0,9	-1,1	-0,5	0,2	0,9	2,4	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	-1,0	-1,1	1,6	1,2	1,4	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-20,8	-15,9	-14,4	-11,2	-8,6	-7,1	-7,5
Sentimiento económico	90,8	93,8	90,2	95,3	99,1	101,6	102,0	102,6	102,0
PMI manufacturas	46,2	49,6	47,9	50,9	51,9	53,4	53,4	52,2	51,9
PMI servicios	47,6	49,3	47,5	50,9	51,3	52,1	53,1	53,2	52,8
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,6	-0,8	-1,0	-0,8	-0,4	0,1	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	11,3	12,0	12	12,0	11,9	11,8	11,7	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,3	10,3	10,2	10,4	10,4	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,1	12,3	12,5	12,7	12,6	...	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	26,2	26,1	25,8	25,3	25,1	...	...

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

Sector exterior

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Saldo corriente: zona del euro	1,6	2,7	2,3	2,4	2,7	2,8	2,9	...
Alemania	7,4	7,5	7,5	7,4	7,5	7,5	7,5	...
Francia	-2,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	...
Italia	-0,3	1,0	0,4	0,7	1,0	1,4	1,5	...
España	-1,2	0,8	0,4	0,8	0,8	0,4	0,3	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	97,8	101,6	100,8	101,9	103,1	103,8	104,5	103,8

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat, 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,2	-2,8	-2,9	-3,1	-2,8	-2,5	
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	...	
Depósitos									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	9,3	7,6	6,6	5,9	5,2	4,9	
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	0,1	0,3	-1,5	-2,5	-2,4	-1,9	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-15,5	-17,2	-16,8	-13,6	-15,3	-13,4	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	2,1	1,8	1,6	1,6	1,6	...	

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

COYUNTURA · La recuperación gana intensidad apoyada en la demanda interna

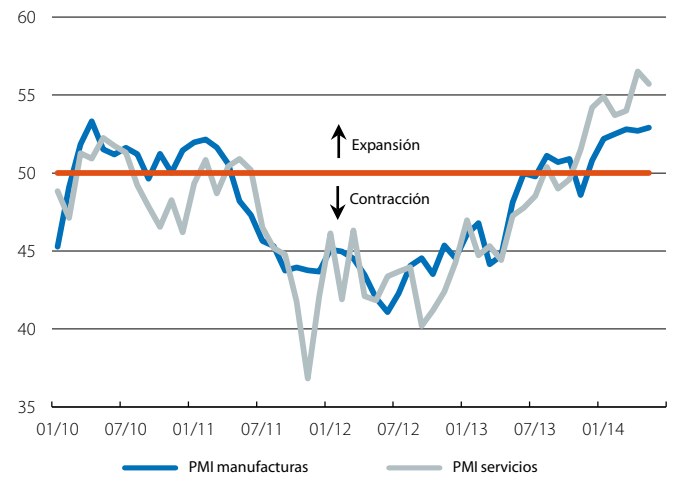
La composición del crecimiento se reorienta hacia la demanda nacional. El progreso de los indicadores más recientes de consumo, inversión y mercado laboral señalan que la demanda interna sigue siendo el principal responsable del creciente vigor de la economía española. Este avance de la demanda interna ha provocado un notable repunte de las importaciones, lo que ha frenado la corrección del déficit comercial. Aunque en los próximos meses se espera que las exportaciones retomen tasas de crecimiento más robustas ayudadas por el excelente comportamiento del turismo, hemos revisado la previsión del superávit corriente ligeramente a la baja para 2014 y 2015.

Los indicadores de oferta mantienen una tónica ascendente. La reactivación de la actividad industrial es cada vez más evidente. La producción industrial aumentó un 4,3% interanual en abril (0,9% de marzo). El buen pulso de la producción de bienes de equipo y de consumo duradero (9,0% y 4,1% interanual, respectivamente) sugieren nuevos avances de la inversión y el consumo. Asimismo, los índices PMI de manufacturas y servicios continúan en niveles acordes con una tasa de crecimiento similar a la del 1T 2014, o incluso ligeramente superior.

El consumo de los hogares sigue su tendencia alcista. La recuperación sostenida del consumo privado es fundamental para garantizar tasas de crecimiento del PIB similares a las de principios del año. En este sentido, es favorable que los distintos indicadores del consumo continúen avanzando a buen ritmo. La confianza del consumidor mantiene una clara trayectoria ascendente y ya se sitúa en niveles superiores a los anteriores a la crisis. Las ventas minoristas también reflejan la gradual mejora del consumo de los hogares, con un avance en el mes de mayo del 0,5% interanual. Por lo tanto, los datos otorgan, por el momento, continuidad al crecimiento del gasto familiar.

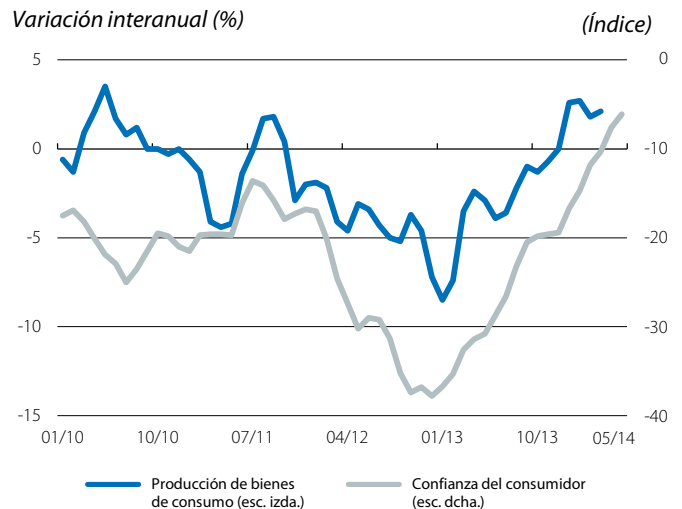
La recuperación del mercado laboral gana amplitud. Los afiliados a la Seguridad Social aumentaron por noveno mes consecutivo en mayo (56.600 personas, una vez corregidos los efectos estacionales). En general, la mejora del mercado laboral se ha concentrado en el sector servicios, pero la industria y la construcción también se sumaron a la creación de empleo este mes. Asimismo, las cifras de contratación reflejan la mejoría del mercado laboral. En concreto, el número total de nuevos contratos entre enero y abril de este año fue un 16,5% superior al registrado durante los mismos meses en 2013. Aunque la gran mayoría fueran temporales como es habitual, es destacable que los indefinidos crecieran a un ritmo más acelerado en marzo y abril tras la entrada en vigor de los nuevos incentivos a la contratación indefinida. En los próximos meses la continuidad de esta dinámica debería tener un impacto positivo en el empleo estable y ello debería ayudar a dinamizar el consumo

Indicadores de actividad (Índice)



Nota: Valores superiores a 50 puntos suelen ir relacionados con tasas de crecimiento positivo del PIB. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

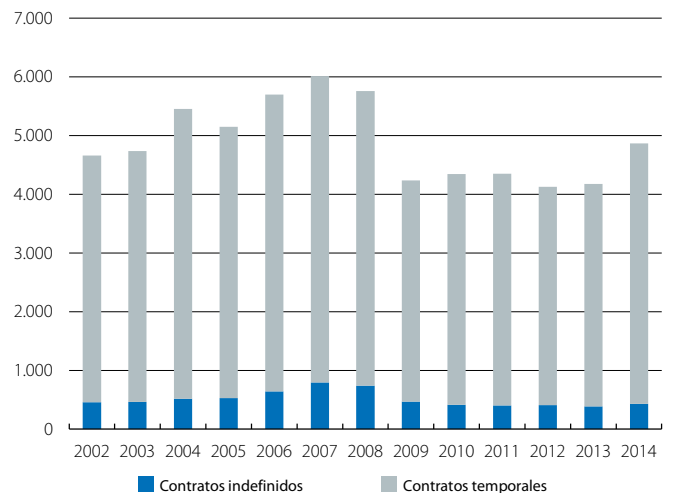
Indicadores de consumo (Índice)



Nota: Media móvil de 3 meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y de la Comisión Europea.

Contratos de empleo registrados

Datos acumulados de enero a abril (miles)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del MEySS.

privado. También ayudará el hecho de que, en el 2T 2014, las expectativas de desempleo para los próximos 12 meses, en -3,1 puntos, estén en cotas muy bajas, que no se observaban desde el año 2000.

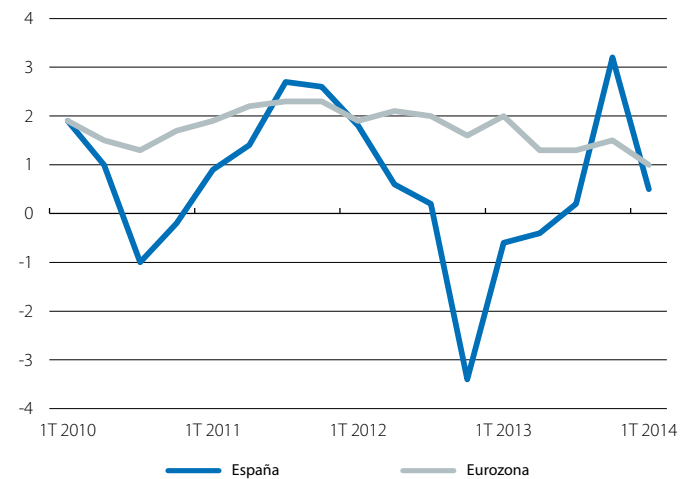
La moderación salarial se mantiene. En el 1T 2014, los costes laborales aumentaron un 0,5% interanual (0,1% intertrimestral) según el índice de costes laborales armonizado, un ritmo inferior al de la eurozona, donde lo hicieron un 1,0%. Ello implica que España siguió recuperando competitividad. La evolución de los salarios muestra diferencias notables entre sectores. Así pues, durante el 1T del año el ajuste salarial se concentró en el sector privado, ya que el público anotó un incremento del 0,4% intertrimestral. Asimismo, se observa que los sectores cuya actividad ha mejorado recientemente, como la hostelería, registraron tasas de crecimiento positivas de los costes salariales. Las subidas salariales pactadas en los nuevos convenios (0,5% interanual en mayo) indican que la contención de los costes laborales seguirá. Con todo, el poder adquisitivo de los trabajadores no debería reducirse mientras la inflación se mantenga en cotas bajas, lo que es importante de cara a la reactivación de la demanda interna.

La tasa de inflación sigue en niveles cercanos a cero. En junio, la tasa de inflación se redujo una décima, hasta el 0,1%. Los componentes que más influyeron en este retroceso fueron los alimentos y bebidas no alcohólicas y la energía eléctrica. Sin embargo, el repunte en los precios del petróleo a raíz de las tensiones geopolíticas en Irak y en Ucrania, y la gradual recuperación de la demanda interna, propiciarán un cambio de tendencia en los próximos meses. De esta forma, prevemos que el año cierre con una tasa de inflación del 0,9% en diciembre (0,4% para el conjunto de 2014). Para 2015, esperamos que la tasa de inflación se sitúe alrededor del 1,1%, aunque la incertidumbre sigue siendo muy elevada. Hasta la fecha, la recuperación de la inflación está siendo más lenta de lo que se preveía inicialmente. Un hecho especialmente sorprendente, ya que la recuperación de la actividad y del mercado de trabajo están siendo ligeramente mejores de lo previsto. En este contexto, es importante resaltar el compromiso que ha mostrado el BCE con la estabilidad de precios. Más allá de las medidas concretas (discutidas en el Focus «El BCE mueve ficha»), y de sus potenciales efectos, en la rueda de prensa que ofreció Mario Draghi el pasado mes de junio reiteró que, si es necesario, volverá actuar para asegurar que la tasa de inflación recupera niveles acordes con su mandato.

La recuperación de la demanda interna relanza las importaciones. Durante los cuatro primeros meses del año, las importaciones avanzaron un 4,9% interanual (respecto a un -3,5% en el mismo periodo de 2013). Destaca el buen pulso de las importaciones de bienes de consumo (12,6%), automóviles (23,6%) y bienes de equipo (12,5%). El avance de las exportaciones, en cambio, fue más moderado (1,4% interanual), aunque la senda ascendente de las ventas a la eurozona, del 4,8% interanual, induce a pensar que las perspectivas son favorables. Este ligero incremento del desequilibrio comercial, junto con el deterioro

Coste laboral por hora

Variación interanual (%)

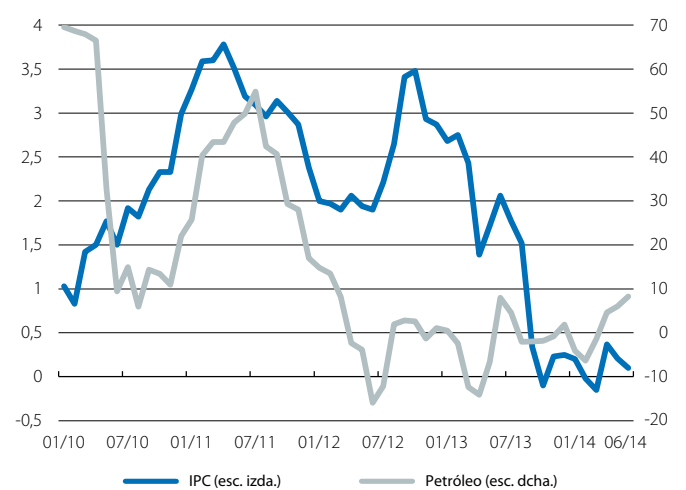


Nota: Datos corregidos de variación estacional.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Evolución del IPC y del precio del petróleo

Variación interanual (%)

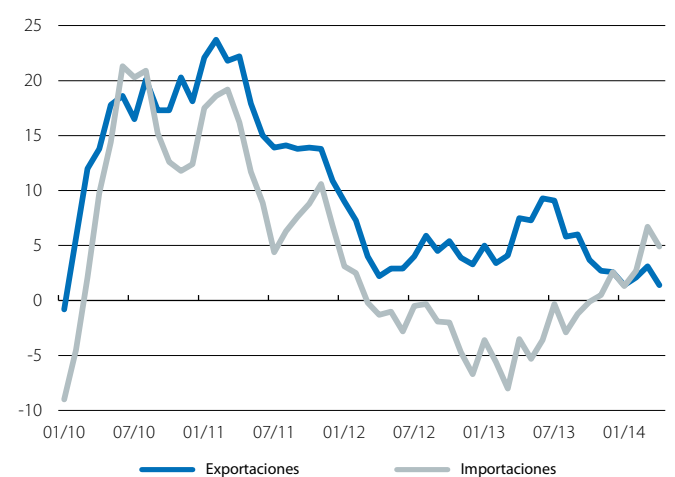
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y de Bloomberg.

Comercio exterior

Variación interanual, media móvil de 4 meses (%)



Nota: Datos corregidos de variación estacional.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

de la rúbrica de rentas del capital, explican el ligero descenso del superávit de la balanza por cuenta corriente en abril, del 0,39% al 0,34% del PIB (datos acumulados de 12 meses).

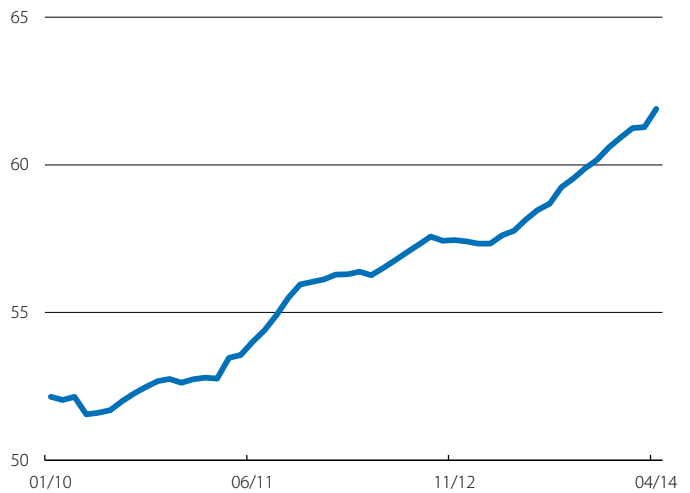
El buen comportamiento del turismo favorecerá el sector exterior en el 2T 2014. Los principales indicadores muestran que el sector turístico ha empezado la temporada alta con una tónica excelente. En mayo entraron 6,1 millones de turistas extranjeros (62,3 millones en datos acumulados de 12 meses). Destaca el aumento de turistas procedentes de Europa, una tendencia que todo apunta a que se reforzará durante los meses de verano, de forma que en 2014 se batirá una nueva marca. También es positivo que el gasto de los turistas internacionales siga aumentando (un 3,5% interanual en mayo). Recientemente, además, hay signos de que el turismo nacional empieza a reactivarse. En mayo, el número de viajeros residentes en España creció a una tasa muy similar a la de los extranjeros (cerca del 5% interanual). La reactivación del gasto en turismo es una muestra más del mejor tono que presenta el consumo de los hogares españoles.

La recuperación de la actividad crediticia a hogares y pymes va cogiendo fuerza. La conclusión del proceso de reestructuración de la banca y la consolidación del crecimiento económico están ayudando a apoyar la recuperación del crédito. Por ejemplo, el nuevo crédito a pymes continuó creciendo respecto al año pasado. En concreto, durante el mes de abril se concedió un 2,8% más que en el mismo mes de 2013. Esta reactivación de la nueva concesión contribuyó a suavizar el ritmo de contracción del saldo vivo del crédito en abril hasta el 7,2% anual (7,6% en marzo). Se espera que la recuperación en la nueva concesión se irá consolidando en los próximos meses a medida que la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española se vaya afianzando y que el proceso de revisión de la calidad de los activos de la banca (AQR, por sus siglas en inglés) y los test de estrés que lleva a cabo el BCE ratifiquen la solvencia de la banca española.

El ajuste del déficit público avanza lentamente. El déficit del Estado ascendió hasta el 2,5% del PIB en mayo, 1 décima por debajo del saldo de 2013. Esta ligera mejora se debe a la subida de la recaudación impositiva apoyada por el progreso de la actividad económica. En cambio, el gasto aumentó, sobre todo, en consumos intermedios y subvenciones. Aprobada la reforma tributaria para 2015, de la que se proveen más detalles en el Focus «La reforma tributaria y el ajuste del déficit público», la contención del gasto público será la clave para asegurar el cumplimiento de los objetivos de déficit. La evolución del déficit de las CC. AA., como la del Estado, está siendo muy parecida a la de 2013. En este caso, en el mes de abril el déficit era una décima superior al de 2013. Dado que el objetivo de déficit para 2014 se sitúa en el 5,5% del PIB, 1,1 p. p. por debajo del déficit de 2013, en los próximos meses deberíamos presenciar una aceleración del ajuste.

Entrada de turistas extranjeros

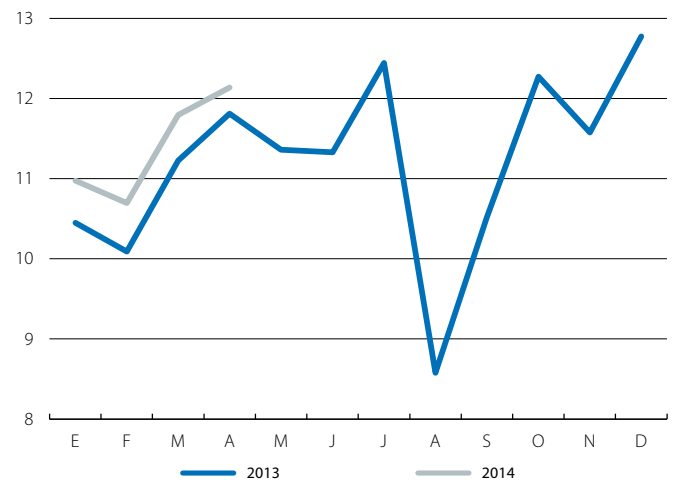
Datos acumulados de 12 meses (millones)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Frontur.

Nueva concesión de crédito a pymes

(Miles de millones de euros)

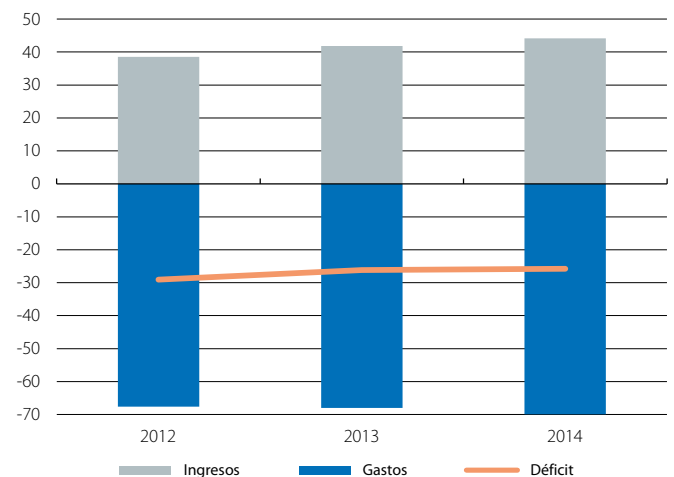


Nota: Menos de 1 millón de euros.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Evolución del déficit del Estado

Datos acumulados hasta mayo (miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IGAE.

FOCUS · Inversión en España: cantidad y ¿calidad?

La inversión fue una de las principales damnificadas por la crisis económica en España. Entre 2007 y 2013, la formación bruta de capital fijo (FBCF) descendió cerca de un 40% en términos reales, una caída claramente superior a la del PIB, del 8%. El peso de la inversión respecto al PIB pasó del 31% al 18%. Ahora que empieza a dar señales de recuperación, es un buen momento para hacer balance.

A pesar del desplome que experimentó la inversión, actualmente su peso respecto al PIB no es inferior al de los principales países desarrollados. En cambio, lo que sí parece una anomalía es la relevancia que tuvo durante los años previos a la crisis, fruto del *boom* inmobiliario: la inversión en construcción llegó a representar el 80% de la FBCF. Y es precisamente la inversión en construcción la que, entre los años 2007 y 2013, más se ha ajustado: en el 1T 2014 pasó a representar el 50% del total de la FBCF. La inversión en bienes de equipo y activos intangibles, las otras dos grandes partidas, siguen teniendo un peso respecto al PIB similar al de los principales países desarrollados. Por ejemplo, en España ascendía al 7,9% del PIB en el 1T 2014, mientras que en Alemania y el conjunto de la eurozona su peso se situaba en el 7,4% y el 7,6%, respectivamente.

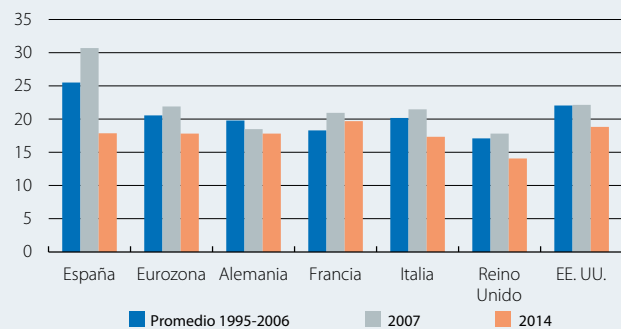
El volumen de inversión, por lo tanto, no parece que represente el principal problema en España, como mínimo cuando se compara con los principales países desarrollados. La calidad, sin embargo, es igualmente importante. Aunque es difícil obtener una medida directa de la calidad, los indicadores de competitividad que publica el Foro Económico Mundial son útiles, ya que permiten identificar en qué dimensiones existe un margen de mejora. Como se puede apreciar en la tabla adjunta, la puntuación que otorgan los principales indicadores que determinan la capacidad de una economía de dirigir sus recursos hacia los usos más eficientes no es muy buena si se compara con los principales países avanzados.

Otro factor determinante de la calidad y la cantidad de la inversión es la distribución del tamaño empresarial. Las grandes empresas suelen invertir una proporción mayor de sus recursos que las de tamaño inferior. La diferencia es especialmente notable por lo que se refiere a la inversión en I+D. Según datos de la fundación SEPI para el sector industrial español, las empresas de más de 200 trabajadores invirtieron entre 2008 y 2011 el 1,3% de sus ingresos, el doble que las empresas de menos de 200 trabajadores. Asimismo, la calidad de la inversión que llevan a cabo también parece que, por regla general, es mejor. Según la misma fuente, las grandes empresas suelen hacer un seguimiento más exhaustivo de los proyectos de innovación, y la tasa de éxito suele ser mayor.

Todo indica, por tanto, que España puede mejorar la calidad de su inversión. Los indicadores de competitividad ofrecen aspectos clave en los que puede mejorar la economía española. Un mayor tamaño empresarial también parece que sería de gran ayuda.

Formación bruta de capital fijo

(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Indicadores de competitividad *

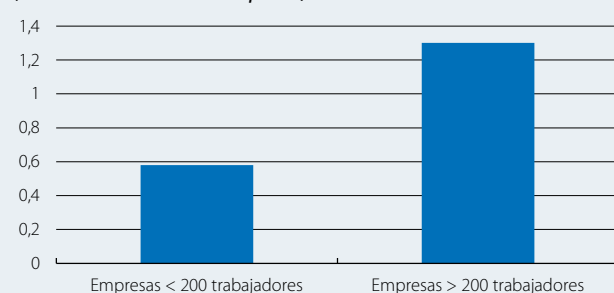
	España	Alemania	EE. UU.	Reino Unido	Francia	Italia
Índice de competitividad global	4,6	5,5	5,5	5,4	5,1	4,4
- Instituciones	4,1	5,3	4,6	5,4	4,8	3,5
- Infraestructuras	6,0	6,2	5,8	6,1	6,2	3,5
- Eficiencia mercado de bienes	4,3	4,9	4,9	5,1	4,4	4,2
- Desarrollo mercado financiero	3,7	4,7	5,3	5,0	4,6	3,3
- Factores de innovación	4,1	5,6	5,4	5,2	4,8	4,2
Capacidad para la innovación	3,7	5,6	5,6	5,2	4,8	4,2
Calidad de las instituciones científicas	4,6	5,8	6,0	6,2	5,6	4,4
Gasto de las empresas en I+D	3,4	5,5	5,4	4,7	4,7	3,6
Colaboración Universidad-Empresas en proyectos de I+D	4,0	5,4	5,7	5,6	4,5	3,7
Gasto público en I+D	3,2	4,3	4,3	3,6	3,6	2,7
Disponibilidad de científicos e ingenieros	5,2	4,9	5,3	4,8	4,8	4,7
Patentes por millones de habitantes	39,2	214,6	141,1	90,6	109,2	51,6

Nota: * Índice entre 1 y 7 excepto el indicador del número de patentes. Una cifra mayor indica mejor puntuación.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Global Competitiveness Report 2013-2014.

Inversión en I+D *

(% de las ventas de la empresa). Promedio 2007-2011



Nota: * Datos de la Encuesta de Estrategias Empresariales para empresas industriales.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la fundación SEPI.

FOCUS · La mejora del consumo de los hogares en España va sobre ruedas

El largamente esperado proceso de recuperación de la economía española que arrancó el pasado año y que poco a poco va cogiendo fuerza se ha visto acompañado por una nada desdeñable, y hasta cierto punto sorprendente, mejora del consumo de los hogares. Entre el 3T 2013 y el 1T 2014, el consumo de los hogares ha crecido a un ritmo del 0,5% intertrimestral en promedio, una tasa claramente superior al -0,3% que anotó entre 2007 y 2012, y que se aproxima al 0,8% del periodo 2000-2006.

La recuperación del consumo de los hogares está íntimamente ligada a una considerable mejoría del consumo de bienes duraderos. El consumo de este tipo de productos fue el que más disminuyó durante la recesión, cerca de un 25% en términos reales. Y ahora que la confianza en la capacidad de recuperación de la economía ha vuelto a calar entre la población, está empezando a ganar el terreno perdido. No obstante, según estimaciones de la OCDE, entre los años 2000 y 2006, el 10% en promedio del consumo de los hogares se destinaba a los bienes duraderos, una cifra similar a la del consumo de la eurozona o de los EE. UU. Actualmente, la proporción alcanza solo el 6%, con lo que el camino que queda para recuperar los niveles previos a la crisis aún es largo.

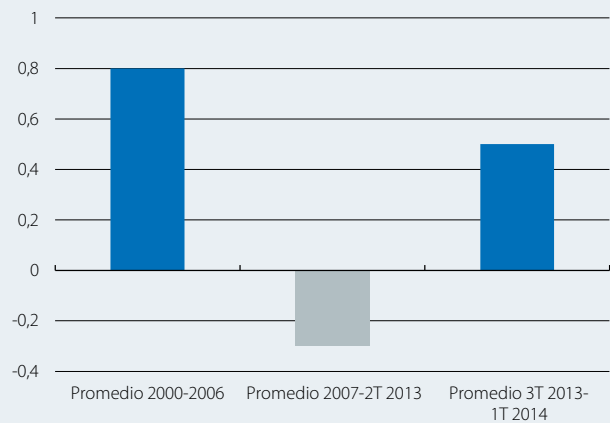
La compra de automóviles está siendo una de las principales protagonistas de que el consumo de bienes duraderos se haya recobrado. Durante los primeros seis meses del año, se vendieron 225.000 turismos a particulares, un crecimiento del 23% respecto a 2013. La aprobación por parte del Gobierno del plan PIVE 6, con una dotación de 175 millones de euros, y la continuada mejora de la confianza del consumidor hacen pensar que el buen ritmo de crecimiento de las ventas se mantendrá en los próximos meses. El sector del automóvil, incluyendo todas las actividades relacionadas con la automoción, como los seguros o los concesionarios, aporta el 6% del PIB y emplea cerca del 7% de la población activa de España, por lo que los datos recientes de consumo son especialmente alentadores.

Sin embargo, el enérgico aumento del consumo de bienes duraderos, y de vehículos en particular, está provocando un notable repunte de las importaciones. Puesto que la proporción de bienes importados en los bienes duraderos es superior a la de los no duraderos, no sorprende que la recuperación que nos ocupa vaya de la mano de un mayor crecimiento de las importaciones. Sirva de referencia que, entre enero y marzo de este año, el incremento de las importaciones de vehículos representara el 22,8% del aumento total de las importaciones de bienes.

El saldo por cuenta corriente cerró 2013 con un histórico superávit del 0,7% del PIB, pero una parte de la mejora que se registró durante los últimos años fue fruto de la caída de la demanda interna y, en particular, del desplome del consumo de bienes duraderos. Todo ello nos recuerda lo importante que sigue siendo para la economía española que sus agentes no cejen en el empeño de ganar competitividad.

Crecimiento del consumo de los hogares

Variación intertrimestral (%)

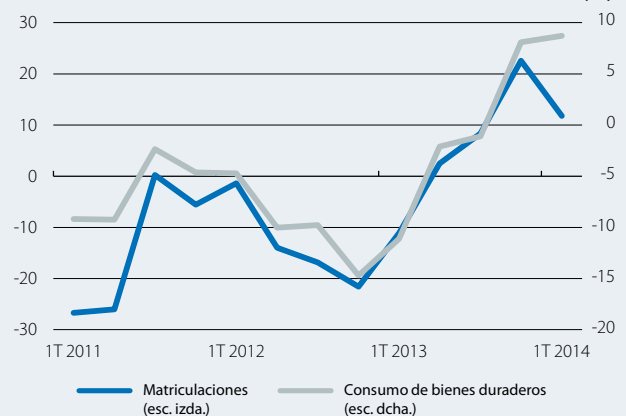


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Consumo de bienes duraderos y matriculaciones de vehículos

Variación interanual (%)

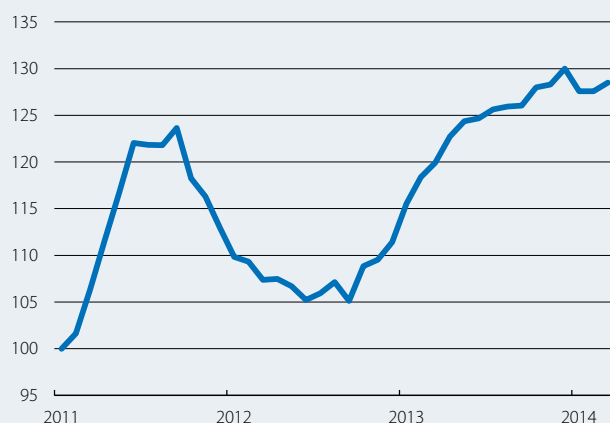
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE y de la ANFAC.

Saldo exterior de vehículos *

Acumulado de 12 meses (índice 100 = enero 2011)



Nota: * En términos nominales.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Comex.

FOCUS · La reforma tributaria y el ajuste del déficit público

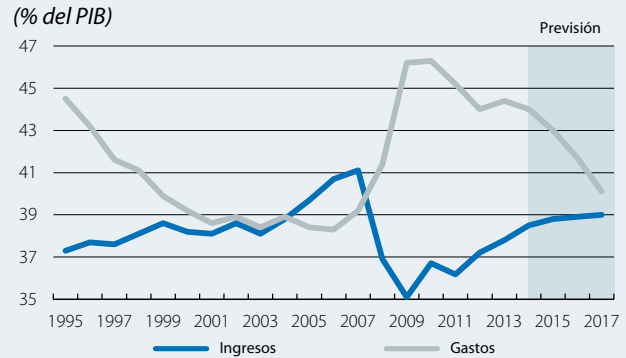
Aunque la corrección del déficit público durante los últimos años haya sido notable, todavía se encuentra a medio camino. Desde que en 2009 el déficit se situara en el 11,1% del PIB, se ha reducido 4,0 p. p. hasta el 7,1% con el que cerró 2013. Para llegar como mínimo al 3,0% acordado con Bruselas, aún faltan otros 4,1 p. p. En esta parte del sendero que todavía no se ha recorrido, una de las incógnitas que quedaban por resolver era cómo se distribuiría el grueso del ajuste fiscal pendiente, si se produciría a través de un aumento de la recaudación o mediante una reducción del gasto público.

Una comparativa a nivel internacional no ofrece pistas claras sobre cuál es el nivel adecuado de ingresos y gastos públicos. En España, los ingresos del conjunto de las administraciones públicas se situaron, en 2013, en el 37,8% del PIB. Una cifra claramente inferior al 44,7% de Alemania o al 51,8% de Francia, pero similar al 37,7% del Reino Unido y claramente superior al 30,7% de EE. UU. Por el lado de los gastos, la comparativa internacional tampoco proporciona pistas sobre cuál debería ser el nivel del gasto público: hay países con niveles superiores e inferiores. La decisión, resumida de forma muy sintética, consiste en determinar a qué nivel de equidad y provisión de bienes públicos aspira cada país, y con qué grado de eficiencia es capaz de proveerlos su sistema público. Es preciso, pues, que las resoluciones que modifiquen de forma sustancial y duradera este marco fueran acompañadas de un debate público de primer orden.

En este contexto, la reforma tributaria debía afrontar un gran reto: compatibilizar los objetivos tradicionales a largo plazo (relativos a la eficiencia y la equidad del conjunto del sistema, ya de por sí potencialmente en conflicto) con los de corto plazo (aumentar la recaudación a la vez que se estimula el crecimiento económico). La reforma tributaria presentada por el Gobierno ha sido amplia, modificando de manera considerable prácticamente todos los grandes tributos (véase la tabla para una breve descripción de las principales medidas anunciadas). A grandes rasgos, los objetivos que persigue son lograr un sistema más sencillo y transparente, que mejore así su eficiencia, y rebajar la presión fiscal sobre las personas y las empresas para estimular la recuperación de la actividad y la ocupación. Según estimaciones del Gobierno, la reforma presentada aumentará el PIB en 0,55 p. p. entre 2015 y 2016.

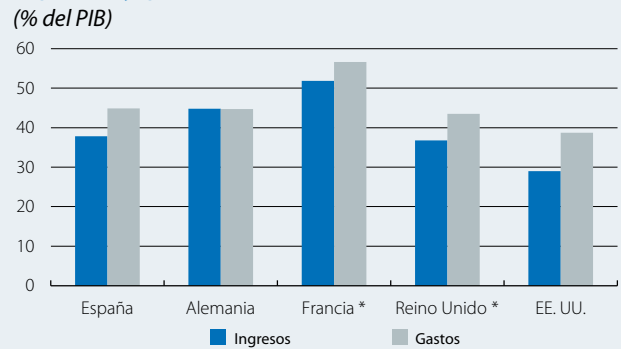
En el marco del proceso de consolidación fiscal, según las apreciaciones del Gobierno, los ingresos aumentarán alrededor de 1% del PIB hasta 2017, y se situarán en el 39,0% del PIB. El gran protagonista del ajuste pendiente será, por lo tanto, el gasto público, que está previsto que descienda hasta el 40,1% del PIB en el mismo año. De ello depende que el ajuste del déficit público siga por el buen camino.

Ingresos y gastos del sector público



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

Ingresos y gastos públicos en 2013



Nota: * Datos de 2012.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

Reforma tributaria

Principales medidas

IRPF	▼ Tipo mínimo: del 24,75% al 20% en 2015 y al 19% en 2016
	▼ Tipo máximo: del 52% al 45% en 2016
	▼ Número de tramos: de 7 a 5
	▼ Tipo de gravamen general: del 30% al 27,5% en 2015 y al 25% en 2016
Impuesto de sociedades	Pymes: incentivos que pueden reducir el tipo de gravamen al 20%
	Eliminación de determinadas deducciones (reversión de beneficios extraordinarios, etc.)
	Nuevos incentivos vinculados al incremento de patrimonio neto
IVA	Se mantiene un tipo del 30% para las entidades de crédito
	▲ Tipo a productos sanitarios: del 10% al 21%
	Reducción generalizada, también en dos fases (2015 y 2016)
Rendimiento del ahorro	En 2016, el tipo mínimo será del 19% y el máximo, del 23%
	Nuevo límite de 8.000 € a las exenciones por aportaciones a planes de pensiones
	Incentivos al ahorro a más de 5 años para aportaciones de menos de 5.000 €
Lucha contra el fraude fiscal	Publicación de la lista de morosos

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda y de las administraciones públicas.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
Industria									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-2,3	-2,4	0,1	-0,4	-0,5	1,6	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	-2,5	-0,7	1,1	1,5	4,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,1	-9,3	-8,0	-7,4
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	47,6	50,5	50,1	52,5	52,7	52,9	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-27,2	-24,0	-6,5	-8,9	13,9	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,7	0,7	-9,7	-9,8	-9,3	5,3	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	2,0	5,7	5,3	4,9	10,8	8,1	13,2	5,7	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	46,5	49,3	51,8	54,2	56,5	55,7	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-5,0	-1,8	0,4	-0,1	1,0	1,0	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	2,5	8,3	22,6	11,8	28,7	16,9	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-28,7	-20,5	-19,4	-11,8	-7,8	-6,7	-3,9

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

Indicadores de empleo

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-5,1	-3,9	-2,5	-1,3	-0,3	0,1
Construcción	-17,0	-12,1	-13,8	-10,8	-7,9	-5,3	-3,0	-2,3
Servicios	-1,7	-2,0	-2,5	-2,1	-0,4	1,1	2,0	2,3
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-4,4	-3,9	-1,8	0,1	1,0	1,4
No asalariados	-1,4	-0,6	-1,1	-0,5	0,4	1,4	2,1	2,3
TOTAL	-3,4	-3,2	-3,8	-3,3	-1,4	0,4	1,2	1,6
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-3,4	-2,5	-1,2	-0,5	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	29,7	-14,2	-29,0	-27,8	-2,1	6,8	24,7	20,9
Temporales	-4,0	6,4	6,0	7,1	15,0	19,4	11,3	13,1
TOTAL	-1,6	4,0	2,0	2,7	13,5	18,2	12,4	13,7
Paro registrado³								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-6,1	-6,4	-8,0	-9,4	-12,4	-11,0
Resto de edades	11,7	3,7	5,2	2,3	-1,2	-3,7	-5,5	-6,1
TOTAL	10,9	2,7	4,0	1,5	-1,8	-4,2	-6,1	-6,5

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

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

Precios

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
General	2,4	1,4	1,7	1,2	0,1	0,0	0,4	0,2	0,1
Subyacente	1,6	1,5	1,9	1,3	0,3	0,1	0,3	0,0	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	4,3	6,0	0,7	0,7	-0,5	-2,7	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-2,1	-1,1	-1,0	1,6	3,0	...

Fuente: "la Caixa" 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	03/14	04/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	11,9	4,4	0,8	3,2	1,7	-3,7
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	0,6	-0,6	2,0	7,0	15,4	-1,1
Saldo corriente	-12,4	8,0	4,0	7,7	8,0	4,0	4,0	3,5
Bienes	-27,8	-11,6	-14,5	-11,5	-11,6	-13,9	-13,9	-14,3
Servicios	37,6	40,9	38,7	39,3	40,9	41,6	41,6	42,1
Rentas	-17,9	-15,3	-15,0	-14,6	-15,3	-17,2	-17,2	-18,0
Transferencias	-4,3	-6,0	-5,2	-5,5	-6,0	-6,4	-6,4	-6,3
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-5,8	15,8	12,1	15,6	15,8	12,5	12,5	11,7

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

Sector público

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,6	-7,1	-3,0	-4,6	-7,1	-0,5	-	...
Estado ¹	-8,1	-4,9	-3,5	-4,0	-4,9	-0,9	-1,4	-2,5
Comunidades autónomas	-1,9	-1,5	-0,8	-1,0	-1,5	-0,3	-0,4	...
Corporaciones locales	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,2	-	...
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,8	-0,3	-1,2	0,3	0,5	...
Deuda pública (% PIB)	86,0	93,9	92,2	93,3	93,9	96,8	-	...

Nota: 1. Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria y no incluye otros organismos de la Administración Central.

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	Saldo 04/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-4,0	-7,8	-8,2	-8,1	-7,4	-6,1	-5,9	1.820,5
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-10,5	-10,2	-8,7	-6,4	-6,3	1.048,9
Hogares ³	-3,8	-4,9	-4,8	-5,0	-5,5	-5,6	-5,3	771,6
Administraciones públicas ⁴	14,9	17,0	18,5	17,5	13,1	8,6	7,4	982,8
TOTAL	0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-1,4	-1,4	-1,6	2.803,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-4,5	2,1	1,8	4,7	2,2	0,2	-1,0	1.162,4
A la vista	0,2	4,2	3,2	4,6	8,1	7,4	4,5	285,8
De ahorro	-2,8	-0,1	-1,1	-0,2	1,4	3,8	5,0	204,0
A plazo	-6,7	1,7	1,6	5,7	0,2	-3,6	-5,0	652,3
En moneda extranjera	-4,0	16,8	22,7	24,1	-0,1	-1,1	2,2	20,3
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-19,2	-15,3	-12,7	-11,1	-11,1	125,3
TOTAL	-5,7	-0,2	-0,9	2,3	0,5	-1,1	-2,1	1.287,7
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	11,6	12,7	13,6	13,4	13,4	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	65,8	63,8	58,0	58,6	58,6	-

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: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

MATERIAS PRIMAS: FUENTE DE CRECIMIENTO

La evolución de las materias primas: una perspectiva a largo plazo

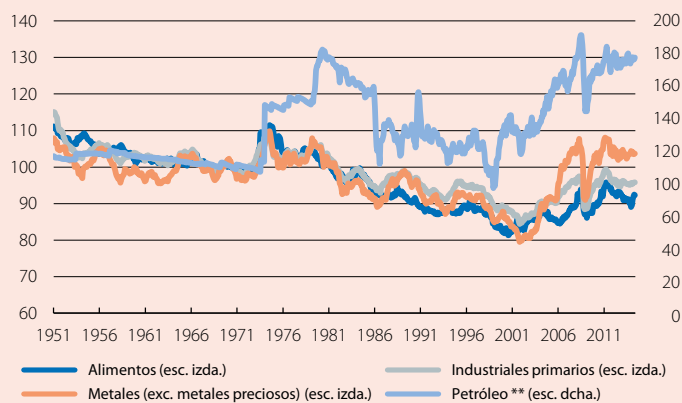
La evolución de los precios de las materias primas ha sido objeto recurrente de debate durante las últimas décadas en los círculos académicos, financieros y políticos internacionales. La intensidad de la discusión ha sido intermitente: mayor en los periodos de fuertes alzas o caídas de las cotizaciones y menor en los de estabilidad. Así, alrededor de la crisis financiera de 2008 tuvo lugar un episodio de gran agitación, al hilo del vertiginoso proceso de auge y desplome que experimentaron simultáneamente los precios de numerosas *commodities*. Los últimos dos años han sido mucho más tranquilos, lo que permite evaluar las dinámicas a medio y largo plazo sin sufrir las distorsiones, en particular la miopía, propias de los momentos convulsos. La percepción dominante en 2008, todavía muy extendida en la actualidad, es la de estar en presencia de precios anormalmente elevados en términos históricos para la generalidad de *commodities*. Sin embargo, el análisis de las series de precios en términos reales muestra que esta impresión es engañosa. Por un lado, las subidas de precios de los tres últimos lustros han supuesto, a nivel del conjunto de materias primas, converger hacia medias a largo plazo. Por otro lado, la disparidad de pautas entre unos y otros productos es notable cuando se examina en perspectiva.

Ciertamente, desde comienzos del siglo XXI el alza de los precios en términos reales (destrayendo el componente inflacionista general) ha sido muy considerable en casi todas las materias primas. Pero debe tenerse en cuenta que en el periodo previo, entre mediados y finales de los años noventa, estos productos mostraban el nivel de precios más bajo en décadas, en algunos casos situándose en la zona de mínimos históricos. Dos preguntas surgen de inmediato: ¿a qué se deben estas fluctuaciones de tan largo recorrido en los precios de las *commodities*? y ¿cada cuanto tiempo es susceptible de repetirse este comportamiento? Diversos estudios académicos han tratado de responder a estas cuestiones, llegando a identificar la presencia de ciclos de larga y corta duración ocasionados por las dinámicas de oferta y demanda de cada mercado. Estas, a su vez, han estado poderosamente influidas por algunos episodios de aceleración del crecimiento económico que han tenido lugar a lo largo de la historia: las revoluciones industriales de los siglos XIX y XX, los procesos de (re)urbanización en los países occidentales tras la Segunda Guerra Mundial o el vigoroso ciclo expansivo de las economías emergentes iniciado a finales del pasado siglo. En efecto, el economista D. Jacks documenta que los ciclos a largo plazo de las materias primas, también denominados en la jerga como «superciclos»,^{1,2} son periodos de una duración promedio de entre 30 y 35 años. Por su parte, los ciclos a corto plazo generan oscilaciones alrededor del componente a largo plazo y tienen una duración aproximada de entre 4 y 5 años, por lo que constituyen un elemento clave para explicar la volatilidad y los episodios de burbuja y estallido de la misma.

En términos de los superciclos, no todas las materias primas han mostrado una evolución similar, en concordancia con patrones de oferta y demanda circunscritos a cada mercado. Es habitual considerar cuatro grandes categorías de *commodities*: energía (petróleo, gas, carbón, etc.), metales (cobre, acero, zinc, estaño, oro, plata, etc.), industriales primarios (caucho, resinas, algodón, cuero, etc.) y alimentarios (cereales, aceites, grasas y carnes animales, etc.). Así, los productos energéticos, con un destacado protagonismo para el petróleo, y los metales constituyen los grupos que han registrado mayores avances en los precios reales desde una perspectiva temporal larga. En el lado opuesto se encuentran los productos industriales primarios y los alimentarios, que muestran una marcada senda bajista. Dos grandes determinantes ayudan a explicar esta divergencia. Por el lado de la demanda, la composición del crecimiento global ha impulsado diferencialmente la cotización de la energía y los metales en los últimos 20 años. En particular, desde mediados del s. XX, los países que hoy conforman el denominado bloque desarrollado basaron en mayor grado su crecimiento en la expansión y profundización del sector servicios, así como en una industria manufactu-

Evolución del precio real * de las materias primas

(Promedio año 1970 = 100)



Notas: * Series deflactadas con el índice de precios al consumo de EE. UU. (US CPI Urban Consumers Index). ** Barril de crudo WTI (West Texas Intermediate).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y Reserva Federal de St. Louis.

1. Para una exposición detallada y rigurosa sobre la teoría de los súper ciclos véase Jacks, D. (2013) «From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the long Run», National Bureau of Economic Research, Working Paper Series n.º 18874, y Cashin, P. and C.J. McDermott (2002), «The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability.» IMF Staff Papers 49(2): 175-199.

2. Veáse Pedreira, E. y Canela, M.A., (2012) «Materias primas: ¿Qué cambió en la última década?» Documento de Trabajo 06/2012, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa", para el análisis y comparativa de los ciclos de las materias primas.

raera con elevado componente tecnológico. Ello contrasta con el fuerte ciclo expansivo desencadenado en los países emergentes a finales de la década de los noventa, caracterizado por un intenso uso de factores productivos ligados a la energía, los metales y sus derivados. Por su parte, la demanda de *commodities* agrícolas ha registrado aumentos sensiblemente inferiores a los casos anteriores, dada la menor propensión a consumir estos productos a medida que se dejan atrás los estadios iniciales de desarrollo y progreso económico. Respecto a los factores de oferta, los cada vez más onerosos costes de extracción y explotación de los recursos energéticos y minerales, en muchas ocasiones situados en regiones con elevada conflictividad geopolítica, contribuyen a sostener los precios en cotas más elevadas, lo que a su vez redundará en una menor capacidad de ajuste ante cambios súbitos en los patrones de demanda (o de forma equivalente, en una oferta relativamente inelástica). Por el contrario, la oferta de productos alimentarios y de cultivo (algodón, etc.) dispone, por regla general, de mayor capacidad de adaptación frente a fluctuaciones de la demanda debido a los menores costes fijos y la mayor flexibilidad de los factores de producción intermedios. Adicionalmente, las fuertes ganancias de productividad en las actividades agrarias, tras la oleada de innovaciones tecnológicas y organizativas de la Revolución verde, han consolidado la debilidad en los precios de estos productos a lo largo de las últimas décadas.

Sin perjuicio de estas diferencias en las dinámicas de los superciclos, con el inicio del nuevo siglo empezó un periodo de mayor correlación entre los precios.³ Una posible explicación se remite a cambios tecnológicos en los procesos que conducen a una utilización creciente de *inputs* comunes (en especial la propia energía) en la extracción o producción de las distintas materias primas.⁴ Pero parece más plausible la «financiarización» de las *commodities* como causa de esa mayor correlación. Los gestores profesionales de carteras y los inversores institucionales siempre han procurado destinar parte de sus fondos a la adquisición de materias primas, atraídos por la baja correlación que, en términos históricos, se ha observado entre estas y los activos financieros tradicionales (renta variable y renta fija), lo que permite diversificar el riesgo de las carteras. Desde mediados de los años 2000, esta posibilidad de diversificación se ha ido poniendo al alcance de los inversores particulares gracias a algunas innovaciones como los productos derivados (futuros y opciones) y los ETF (*exchange-traded funds*) sobre *commodities*. A modo de paradoja, las correlaciones aumentaron de forma pronunciada precisamente a raíz del auge y popularidad de estos instrumentos. En efecto, la «financiarización» ha dado pie a que las volatilidades y las correlaciones en los precios de las materias primas se hayan visto exacerbadas en los últimos años por las condiciones imperantes en otras parcelas de los mercados financieros, distorsionando en ocasiones el normal funcionamiento de los mecanismos de oferta y demanda finales.⁵ Múltiples estudios empíricos muestran que los flujos pseudofinancieros inciden en las condiciones a corto plazo de los mercados de *commodities*, pero no son concluyentes a la hora de establecer una relación de causalidad del grado de «financiarización» de las materias primas sobre el nivel a medio y largo plazo de los precios. Además, algunas de las reformas recientes del marco financiero internacional van a contribuir a reducir los nexos de unión entre las *commodities* y los mercados financieros. Por ejemplo, las nuevas disposiciones sobre la operativa en los mercados de derivados, o las restricciones al *proprietary trading* por parte de las entidades bancarias. Ya hay signos que apuntan en esta dirección: según datos del BIS, el saldo vivo de derivados *over the counter* (OTC) sobre materias primas a cierre de 2013 ascendió a 2,21 billones de dólares, por debajo de los 2,6 billones de finales de 2012, los 2,9 billones de 2009 y el máximo histórico de 8,5 billones alcanzado en 2007.

En suma, tanto desde el punto de vista de la dinámica del superciclo como de la incidencia de la «financiarización», las fuerzas que se proyectan para los próximos años apuntan hacia un comportamiento mucho más estable de los precios (en términos reales) de lo que se ha observado durante los últimos quince años, y en línea con los niveles promedio históricos.

Carlos Martínez Sarnago

Departamento de Mercados Financieros, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

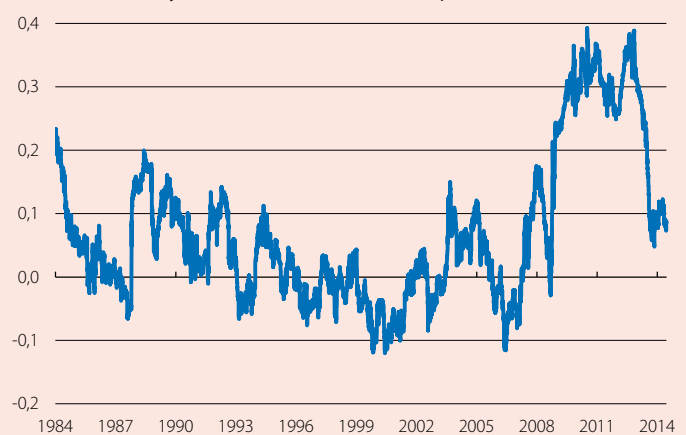
3. McKinsey Global Institute (2013), «Resource Revolution: tracking global commodity markets».

4. La plantación de maíz o caña de azúcar para la generación de bioetanol es un ejemplo ilustrativo. Según datos de McKinsey, entre el 15% y el 30% del coste total de producción de maíz corresponde al factor energético.

5. Cheng, Ing-Haw & Xiong, Wei (2013), «The Financialization of Commodity Markets», National Bureau of Economic Research, Working Paper n.º 19642. Los autores argumentan que los efectos positivos asociados a la mejor distribución de riesgos a la que dan lugar los derivados sobre materias primas pueden verse contrarrestados por problemas de información asimétrica en los mercados de futuros.

Correlación entre materias primas y bolsa

Coficiente de correlación de rentabilidades diarias del índice bursátil S&P 500 y del índice CRB de materias primas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

El curioso caso de las tierras raras: la crisis que no será

En tu recién estrenado móvil, en los chips de tu ordenador, en las bombillas con tecnología LED que iluminan tu casa o en el motor de tu próximo coche eléctrico o híbrido (eso dependerá de lo ecológico que seas). Por muy sorprendente que te parezca, las «tierras raras», un grupo de metales singulares, ya forman parte de tu día a día. Esta relevancia creciente en las aplicaciones industriales se combina con una circunstancia muy llamativa: hoy por hoy, la extracción está confinada en emplazamientos muy concretos, en los que China cobra protagonismo. A pesar del bombo mediático, lo más probable es que no vivamos ni una «fiebre» ni una «guerra» de las tierras raras.

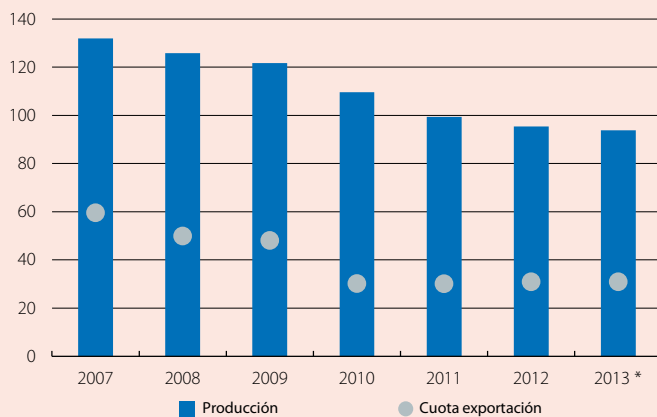
El escandio, el itrio y 15 metales más de la familia de los lantánidos forman el grupo de elementos químicos conocidos como «tierras raras» (del inglés, *rare earth*), o «elementos raros». A pesar de su nombre, no son tierra y de raros tienen bien poco, pues se encuentran de manera abundante en la corteza del planeta y la mayoría de ellos ya habían sido descubiertos y clasificados a finales del siglo XIX. Sin embargo, a diferencia de otros metales como el oro o la plata, que forman minerales independientes, estos se hallan en el interior de otros minerales en una concentración muy baja y con frecuencia mezclados entre sí, lo que dificulta el proceso de extracción y refinado. En particular, estos procesos requieren abundantes cantidades de ácidos tóxicos y generan residuos radioactivos difíciles de controlar. Asimismo, hasta bien entrada la segunda mitad del siglo XX su uso no se extendía

más allá del laboratorio. Pero en las últimas décadas, la mayoría de estos elementos raros se han convertido en *inputs* indispensables (aunque sea en cantidades minúsculas) de numerosos artefactos de alta tecnología. Destacan tres ámbitos: la electrónica de consumo de última generación; la industria armamentística, en especial los sistemas de comunicación adheridos a misiles y drones, y el sector de la energía limpia, al formar parte de los imanes que se utilizan en los motores de los coches híbridos o en las turbinas de viento.

Aunque su presencia en numerosos productos de uso diario en todo el planeta sea un hecho, su extracción está prácticamente limitada a un único país, China, que copa más del 90% de la producción mundial. Esta es una supremacía relativamente reciente pues, a principios de los ochenta, EE. UU. era el principal productor de tierras raras gracias a Mountain Pass, una mina en la costa de la soleada California. Sin embargo, la creciente competencia del gigante asiático y numerosas críticas en relación con la seguridad medioambiental condenaron

China: producción y cuotas de exportación de tierras raras

(Miles de toneladas)



Nota: * Estimación.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de The Economist y Bloomberg.

al cierre de la mina estadounidense en 2002. Precisamente, la permisividad de China en este ámbito le ha conferido una sólida ventaja en la explotación del recurso minero de los elementos raros, que, como ya se ha mencionado, es altamente contaminante para el entorno. A dicha permisividad cabe añadir unas reservas chinas de tierras raras muy abundantes (alrededor del 40% del total global), una política pública que ha apoyado el desarrollo minero de manera amplia con cuantiosas inversiones, y unos bajos costes laborales. Además de ser el principal productor, China también es el primer consumidor mundial de estos elementos, con el 70% del total. Sin duda, mucho tiene que ver en ello el papel central del país en la «Fábrica Asia», una de las cadenas globales de producción manufacturera más integradas y extensas a nivel mundial, constituida por numerosos países del sudeste asiático y especializada, precisamente, en productos electrónicos (véase el artículo «China, en el centro de la "Fábrica Asia"» en el Dossier del Informe Mensual de junio de 2014).

En este contexto de dominio y ante la fuerte demanda dentro del propio país, China ha sido acusada en numerosas ocasiones de abusar de su posición. Así, en marzo de 2012, Japón, EE. UU. y la UE presentaron una denuncia conjunta ante la Organización Mundial del Comercio (OMC) por las restricciones a las exportaciones de tierras raras impuestas por el Gobierno chino desde 2010 (véase el primer gráfico). Unas restricciones que, en un primer momento a lo largo de 2011, provocaron subidas excepcionales en los precios de muchos de estos metales en el mercado internacional. La causa fue el aumento de las compras para acumular *stocks* ante el pánico a ulteriores (y tal vez más duras) restricciones por parte del país asiático (véase el mismo gráfico). Es conveniente reconocer que China justificó en todo momento su proceder por una necesidad de reducir las emisiones contaminantes de la extracción de los elementos raros y de proteger su medioambiente. Ciertamente, la hegemonía en la producción de tierras

raras del país se sustentaba en múltiples explotaciones de tamaño mediano o pequeño que no cumplían con las condiciones de seguridad suficientes para garantizar el control de las sustancias tóxicas que generaban. Esto aconsejaba que fueran obligadas a cesar sus actividades. Sin embargo, sean cuales fueren los motivos exactos y detallados de las limitaciones, y a pesar de que en marzo de este mismo año la OMC dio la razón a la parte demandante, lo cierto es que, durante cuatro años China, y en particular sus empresas especializadas en manufacturas electrónicas, se han beneficiado de un precio inferior sobre las tierras raras (uno de sus *inputs* de producción) que les ha conferido cierta ventaja sobre sus competidoras extranjeras.

Pasados unos meses desde el inicio de las restricciones por parte de China, los precios volvieron a niveles más moderados al constatarse que dichas restricciones no eran desmedidas. Aun así, las reacciones no se hicieron esperar. EE. UU. reabrió

Mountain Pass ya a finales de 2010, Australia empezó a aumentar su producción al oeste del país y Canadá ha desplegado numerosos proyectos de exploración, lo que viene a corroborar que la distribución geográfica de las reservas mundiales de tierras raras se extiende más allá de las fronteras chinas. Por su parte, Japón ha impulsado enormemente el reciclaje de estos metales así como la investigación en la búsqueda de sustitutos. Un impulso que el pasado mes de mayo daba un paso importante con la presentación de unas nuevas baterías que, además de ser económicas, reciclables y de alto rendimiento, no contienen tierras raras.

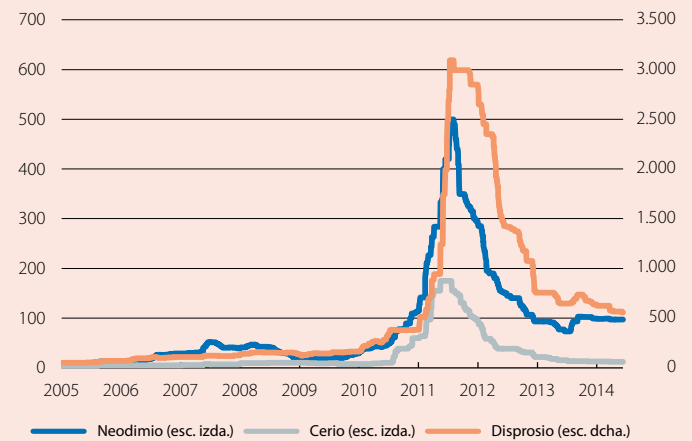
En definitiva, y aun a sabiendas de que el futuro es incierto, es difícil imaginar nuevos episodios de volatilidad en los precios de las tierras raras como los observados en 2011. El argumento se fundamenta en tres conclusiones. En primer lugar, China no ha mostrado intenciones de insistir en las limitaciones a las exportaciones de elementos raros. Al fin y al cabo, un cierto entente con EE. UU., Europa y Japón es clave para el bienestar actual del país asiático, cuyas exportaciones de alta tecnología son consumidas, precisamente, por los ciudadanos de estos tres mercados. Asimismo, las nuevas explotaciones a lo largo y ancho del globo contribuirán a la estabilidad de los precios. Por último, parece que los avances tecnológicos disminuirán la dependencia actual de las tierras raras en la producción de la electrónica avanzada y en el desarrollo de las energías renovables.

Clàudia Canals

Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Precio de las tierras raras

Dólares por kilo



Nota: Algunos de los elementos raros más abundantes o comunes.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

¿Podría resistir América Latina un *shock* negativo en las materias primas?

América Latina ha sido, en conjunto, beneficiaria del notable auge que han experimentado los precios de las materias primas durante los últimos años. La región es una proveedora importante de buen número de los productos agropecuarios, mineros y del sector de la energía que integran la cesta internacional de *commodities*, cuyo valor nominal prácticamente se dobló entre 2003 y 2013. La revalorización en términos reales (descontando la inflación) alcanzó el 50%, contribuyendo por tanto a mejorar la relación real de intercambio de estos países. La perspectiva de una moderación de las cotizaciones (véase el artículo «La evolución de las materias primas: una perspectiva a largo plazo», en este mismo Dossier) invita a preguntarse cuál será la capacidad de aguante de las principales economías de la región ante este nuevo escenario, así como las respuestas que podría dar la política económica.

Un buen punto de partida para analizar la cuestión consiste en radiografiar la dependencia respecto de las materias primas en los países más destacados. Un reciente informe del IIF combina visión panorámica y detalles para extraer algunas conclusiones reveladoras.¹ La primera es que México parece poco vulnerable: mientras que en la mayoría de países latinoamericanos las exportaciones de materias primas representan entre el 97% y el 66% del total, las ventas internacionales en México solo suponen el 26%.

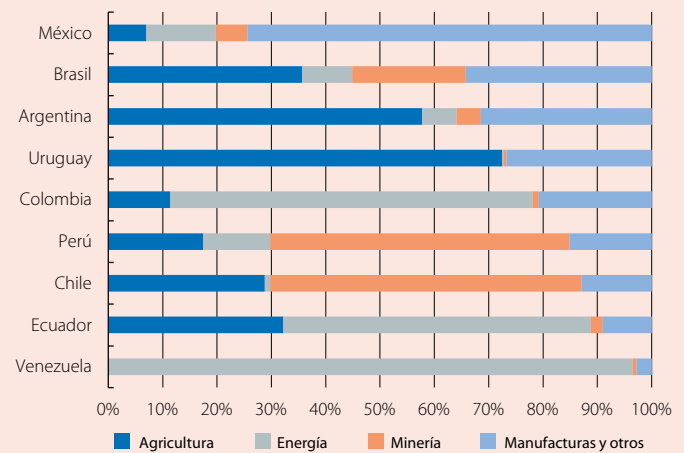
Pero los restantes países analizados –Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Uruguay y Venezuela– sí muestran una elevada dependencia de las exportaciones de materias primas. Además, es posible afinar el análisis de vulnerabilidades si consideramos que la concentración exportadora en unos pocos productos es un factor de riesgo añadido. La tónica general que se observa es que, por desgracia, un número reducido de categorías de productos concentran el grueso de las exportaciones a nivel nacional. Con la salvedad de Brasil, que se beneficia de una cartera de productos relativamente diversificada, entre el 60% y el 70% de las exportaciones de cada país se centran en una única tipología de materias primas: Argentina y Uruguay se especializan en las agrícolas; Venezuela, Colombia y Ecuador, en petróleo y otros productos energéticos; y Chile y Perú, en minería (véase el gráfico).

Con esta situación de partida, el paso siguiente es concretar cuál sería el impacto sobre el crecimiento económico de eventuales cambios en los precios de las materias primas, un ejercicio que precisamente ha llevado a cabo un estudio, también reciente, del FMI.² El Fondo analiza la relación entre los precios de las materias primas y el crecimiento económico en Chile, Perú, Ecuador, Uruguay, Brasil, Colombia y Bolivia en tres escenarios distintos. El primero es el que denomina de «precios estables», en el que las cotizaciones se mantendrían sin cambios respecto a los niveles de 2013. El segundo, que el FMI considera un escenario de descenso moderado, se basa en los precios en los mercados de futuros a la fecha del estudio (febrero de 2014). Finalmente, el tercero, de tinte adverso, supone que los precios de las materias primas caen un 10% respecto a los niveles del escenario «futuros». La conclusión general que se obtiene del análisis es que, incluso en el escenario más benigno (el de «precios estables»), el crecimiento previsto para el periodo 2014-2019 sería inferior al registrado en la década 2003-2013. Concretamente, sería 1,2 puntos porcentuales menor en el escenario de «precios estables», 2 puntos menor en el escenario «futuros» y 2,5 puntos menor en el escenario adverso, como se recoge en el gráfico.

Con el propósito de arrojar luz sobre la sensibilidad de los distintos países a la evolución de las materias primas, el FMI proporciona información explícitamente individualizada del crecimiento previsto en el escenario de «precios estables». Pues bien, incluso en este supuesto, todos los países estudiados experimentarían una desaceleración del crecimiento en 2014-2019 respecto a su

Exportaciones por tipo de productos

(% sobre el total de exportaciones)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IIF.

1. Institute of International Finance (2014), «Latin America: We're Not In Kansas Anymore».

2. Fondo Monetario Internacional (2014), «Regional economic outlook. Western Hemisphere».

promedio en la década 2003-2013. Concretamente, la ordenación de países, de más a menos afectación es: Perú, Ecuador, Bolivia, Uruguay, Brasil, Colombia y Chile.

Tomados en su conjunto, los resultados del FMI muestran que Sudamérica sufre de un grado de sensibilidad a *shocks* de los precios de las materias primas relativamente elevado y que, llegado el caso del escenario más adverso, vería reducido su crecimiento a menos de la mitad del registrado en la década 2003-2013. Sin embargo, el propio Fondo reconoce que su modelo de estimación puede estar magnificando un tanto el impacto negativo, ya que no recoge las mejoras que se han ido introduciendo durante los últimos años en el marco de la política económica en muchos países de la región.

Justo esta cuestión ha sido abordada por un tercer estudio, en este caso del BIS.³ Tradicionalmente, la capacidad de implementar políticas contracíclicas en los países emergentes ha sido menor que en los países desarrollados con un marco de política económica más sólido. Lo más habitual en muchas de las economías latinoamericanas, y también en los emergentes de otras regiones, era que su política mostrase una elevada prociclicidad que acentuaba perfiles de crecimiento muy volátiles. El patrón clásico era el de una política fiscal que conseguía ganar margen de maniobra durante los periodos expansivos, y una política monetaria a menudo subordinada a la primera. Esta situación ha ido cambiando a medida que muchas economías emergentes, entre ellas las latinoamericanas, se iban dotando de un marco fiscal mucho más estricto y blindaban a sus bancos centrales con el objetivo de controlar la inflación.

El BIS constata que, desde 2000, numerosas economías emergentes han sido capaces de adoptar con éxito políticas contracíclicas. De hecho, en ciertos casos han llegado a alcanzar la intensidad propia de las economías avanzadas. Las estimaciones del BIS recogen datos de 2000 a 2011 relativos a Brasil, México, Colombia, Perú y Chile. Una primera conclusión es que el grado de contraciclicidad de la política monetaria en los tres primeros es similar al que muestran muchos de los países que integran la eurozona. El caso de Chile es singular: su política fiscal es la que tiene el rol más activo compensando los vaivenes del ciclo, en un grado que es, de hecho, superior al que se observa para la mayoría de los países de la eurozona. Este es el resultado positivo de ir construyendo el que probablemente sea el marco de política económica de América Latina que mejor garantiza la estabilidad macroeconómica.

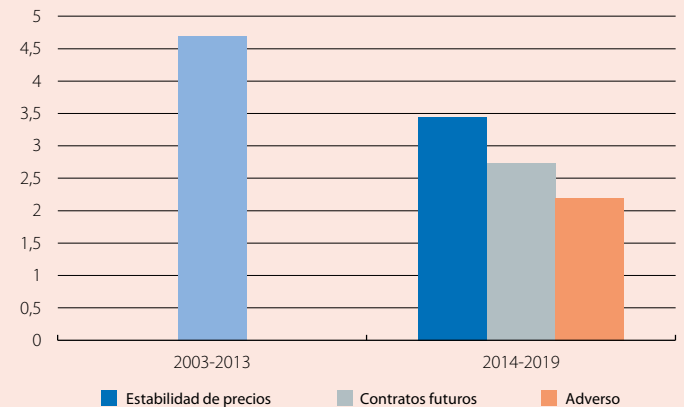
En definitiva, y recuperando la cuestión de inicio, ¿podría resistir América Latina un *shock* negativo en las materias primas? La respuesta es que, en términos generales, el impacto de una caída fuerte de las cotizaciones se apreciaría también en términos de crecimiento. Afortunadamente, esta situación hipotética se daría asimismo en un momento en el que muchos de estos países se benefician de marcos de política económica significativamente más sólidos que en décadas anteriores. Incluso si, como es probable, no se acaba materializando una caída intensa de las materias primas, está claro que disponer de un elevado margen de actuación contracíclica va a ser clave en el futuro.

Àlex Ruiz

Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Previsiones de crecimiento en diferentes escenarios de las materias primas

Crecimiento anual promedio (%)



Nota: Media simple del crecimiento del PIB de Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Uruguay.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

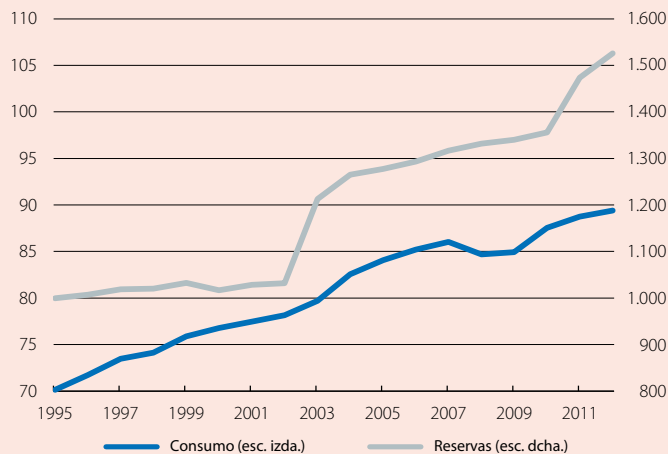
3. Takáts, E. (2012), «Countercyclical policies in emerging markets», BIS Quarterly Review, junio.

Petróleo: la estabilidad tiene un precio

El rebrote del conflicto en Irak ha disparado las alarmas en el mercado internacional del petróleo. La posibilidad de una escalada militar en el corazón de una región tan crítica como Oriente Medio hace temer un nuevo episodio de tensiones petroleras. No es para menos: Irak es el octavo productor mundial de petróleo (3,4% de la producción global) y proporcionó el grueso del incremento de la producción de crudo de la OPEP entre 2008 y 2013. No obstante, no es menos cierto que, en ese mismo periodo, el

Petróleo: consumo y reservas globales

(Millones de barriles diarios)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EIA (Energy Information Administration).

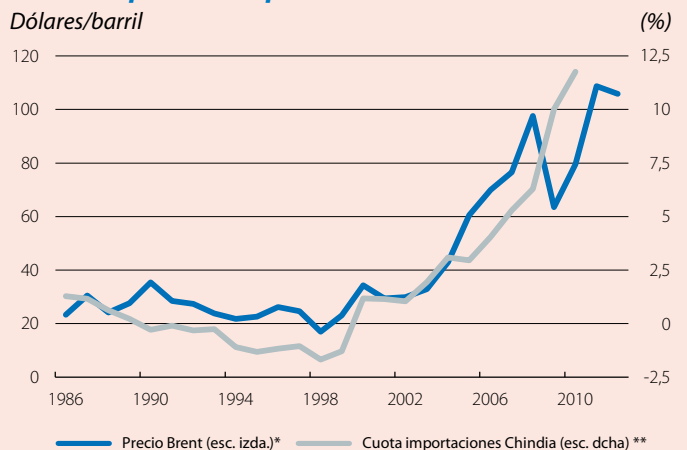
transformaciones de China y la India en tanto que grandes consumidores de energía, en particular su creciente uso de otras fuentes de energía, como la hidroeléctrica y el gas natural.

La viabilidad técnica de extraer petróleo de yacimientos alternativos a los de Oriente Medio está haciendo que las reservas crezcan más que el consumo. Si el consumo mundial de petróleo subió un 17% entre 2000 y 2012, las reservas aumentaron más de un 60% (el consumo supuso un 7,6% de las reservas mundiales en 2002 y solo un 5,9% en 2012). Pero este incremento de las reservas no ha traído consigo un abaratamiento del Brent, ya que el precio promedio en 2013 triplicaba el de 2000 (deflactado por el deflactor del PIB estadounidense). ¿Por qué? La razón está en que para extraer petróleo en las nuevas zonas hay que utilizar técnicas costosas y contaminantes como la fracturación hidráulica (*fracking*), que obtiene el petróleo y el gas incrustados en las capas de esquisto (*shale*) del subsuelo. Este alto coste de extracción, en comparación con los métodos tradicionales, hace que la explotación de estos yacimientos solo sea rentable con un petróleo caro. Si los precios bajan, la extracción ya no es rentable y se reduce la oferta, lo que pone un suelo relativamente elevado al precio del petróleo. Pero cuando el petróleo se encarece, la extracción sí sale a cuenta. Consecuentemente, la oferta aumenta y pone un techo a los precios.

La diversificación geográfica de los yacimientos también juega a favor de la contención de los precios, ya que reduce el riesgo geopolítico. EE. UU. y Canadá son el mejor exponente de esta mayor oferta. Gracias al *fracking*, ambos países incrementaron su producción de crudo desde 11,9 millones de barriles diarios en 2008 hasta 16,4 millones en 2013. La relevancia de estas cifras es enorme. Por un lado, ya aportan el 18,2% de la producción global en términos absolutos. Por otro lado, contribuyeron en un 80% al crecimiento de la oferta global del periodo. Esto les otorga una capacidad cada vez más significativa como reguladores del precio internacional del crudo, un papel que, hasta hace poco, estaba reservado a Arabia Saudí (11,6 millones de barriles diarios en 2013). Una prueba de esta mayor flexibili-

aumento de la extracción en EE. UU. y Canadá fue cinco veces mayor que en Irak. Tal vez por esto, la subida del Brent de 108 a 114 dólares en la tercera semana de julio puede considerarse moderada en comparación con los espectaculares repuntes que tuvieron lugar en episodios bélicos del pasado. Y es que, si bien la tormenta iraquí puede marcar los altibajos del precio del petróleo en lo que queda de 2014, las tendencias de fondo apuntan a una evolución relativamente tranquila durante los próximos años. Esto no quiere decir que estemos anticipando un petróleo barato: el Brent sigue cerca de sus máximos históricos tanto en términos nominales como reales, y lo continuará estando. Es decir, nuestra expectativa es que seguiremos teniendo un petróleo caro pero sin grandes oscilaciones. Las causas de esta estabilidad, inédita durante décadas, se encuentran en cambios operados tanto en la oferta como en la demanda. Por el lado de la oferta, los últimos años se caracterizan por la aparición de nuevas áreas de extracción fuera del ámbito de la OPEP. Por la demanda, son claves las

Petróleo: precio e importaciones de Chindia



Notas: * Brent spot (media anual) deflactado por el deflactor del PIB de EE. UU.

** Diferencia respecto a la tendencia de 1986-2004.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EIA y Thomson Reuters Datastream.

dad norteamericana es que la histórica tendencia alcista del porcentaje del consumo de crudo cubierta con importaciones ha pasado a ser bajista desde 2008.

Las pautas de demanda globales también apuntan a un precio estable del petróleo. El factor que más ha afectado a la demanda global de crudo en la última década ha sido la emergencia de China y la India (*Chindia*) como grandes consumidores de energía, al hilo de su rápido crecimiento económico. Se estima que *Chindia* contribuirá en un 60% al incremento del consumo mundial de petróleo entre 2010 y 2020. Esta influencia de *Chindia* no es nueva: es un gran importador neto de petróleo desde hace años, y la explosiva aceleración de la cuota que representan sus importaciones respecto al total mundial desde 2004 va en paralelo con las subidas del precio del petróleo entre ese año y 2011 (la excepción es 2009, momento de crisis profunda del comercio internacional ante la Gran Recesión). Esto sugiere un fuerte vínculo entre la demanda de importaciones de petróleo de *Chindia* y el precio del crudo.

Sin embargo, los cambios que se perfilan en la estructura energética de *Chindia* se inclinan en la dirección de un escenario de evolución tranquila del precio del crudo, gracias a un fenómeno muy poderoso: la utilización en estos países del gas natural (con un menor coste en inversión extractiva) y las energías hidroeléctrica y nuclear (que se benefician de los progresos tecnológicos en las prestaciones de almacenamiento de las baterías y de un menor impacto contaminante) crecerá más que la de petróleo entre 2010 y 2020. Es cierto que la reducción del peso del carbón (una fuente de energía especialmente sucia) desde el 65% de las necesidades energéticas de *Chindia* en 2010 hasta el 60% en 2020 será cubierta en parte por el petróleo. Pero el primer efecto domina sobre este segundo, de modo que el peso de los combustibles petrolíferos disminuirá (del 20,6% al 19,3% del total), mientras que subirá el del gas natural (del 4,9% al 5,6%), y sobretodo el de las energías hidroeléctrica y nuclear (del 9% al 15%). Estas cifras pueden parecer modestas, pero en términos de las tasas de crecimiento implícitas suponen grandes variaciones en la dinámica del paisaje energético.

De hecho, estas pautas de transformación en la estructura energética de *Chindia* se observarán también a nivel global. Ciertamente, de manera menos acusada, pero suficiente para apoyar el escenario de estabilidad relativa en el precio del crudo. Otro factor que contribuirá es el menor crecimiento económico de EE. UU. y, especialmente, Europa, en comparación con el de las economías emergentes. Como el petróleo tiene un peso mayor en la cobertura de las necesidades energéticas de EE. UU. y la Europa occidental (39% y 37%, respectivamente, en 2010) que en las de Asia emergente (25%), este crecimiento relativo inferior hará que, en conjunto, la demanda de petróleo suba menos que la de energía hidroeléctrica, gas natural y nuclear.

Los principales acontecimientos que podrían desviarnos de nuestro escenario de petróleo caro pero estable son tres, uno apuntaría al alza, otro a la baja y el tercero es de signo ambiguo. En primer lugar, si las tensiones de Oriente Medio acaban por desestabilizar a Arabia Saudí, los efectos sobre la oferta acrecentarían su orden de magnitud y el petróleo se encarecería notablemente. En segundo, a pesar de que China se ve obligada a importar la mitad del petróleo que consume, si sus proyectos de extracción en tierra y mar consiguieran un aumento notable de la producción, entonces podríamos asistir a un cierto abaratamiento del crudo. Y en tercer lugar, aunque en menor medida, también podrían ejercer cierta influencia aspectos cíclicos como una desaceleración de la economía china menos suave de la prevista o, en sentido opuesto, una aceleración de la actividad en las economías avanzadas.

Jordi Singla Martínez

Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer
Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español
Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española
Pere Miret, 08/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?
Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados
Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?
Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?
Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?
Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts
Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?
Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas
Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?
Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

Perspectivas de desapalancamiento en España
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?
Pere Miret

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

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión
Joan Elias

"la Caixa" 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

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Pol Antras
Harvard University
- Philippe Bachetta
Université de Lausanne
- Ramon Caminal
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya
y University of Southern California
- María Paz Espinosa
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Marta Reynal-Querol
Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
Columbia University
- Jaume Ventura
CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES a 31 de diciembre de 2013

Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos totales de clientes	304.636
Créditos sobre clientes	206.479
Resultado atribuido al Grupo	745

Actividad comercial y medios

Clientes (millones)	13,6
Empleados	33.291
Oficinas	5.730
Terminales de autoservicio	9.597

Obra Social: presupuesto por actividades para 2014

	MILLONES €
Sociales	335
Ciencia y medio ambiente	66
Culturales	64
Educativas e investigación	35
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones del Área de Estudios y Análisis Económico "la Caixa" están disponibles en internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionestudios@lacaixa.es

 "la Caixa" **Research** en Twitter



@laCaixaResearch

Conéctate a nuestra página y síguenos en Twitter. Te informaremos puntualmente de las últimas publicaciones de nuestra Área de Estudios y Análisis Económico, así como de otras novedades e innovaciones.

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 "la Caixa" 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 "la Caixa" no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© Fundación Bancaria Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, "la Caixa", 2014

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.cege.es

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



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

