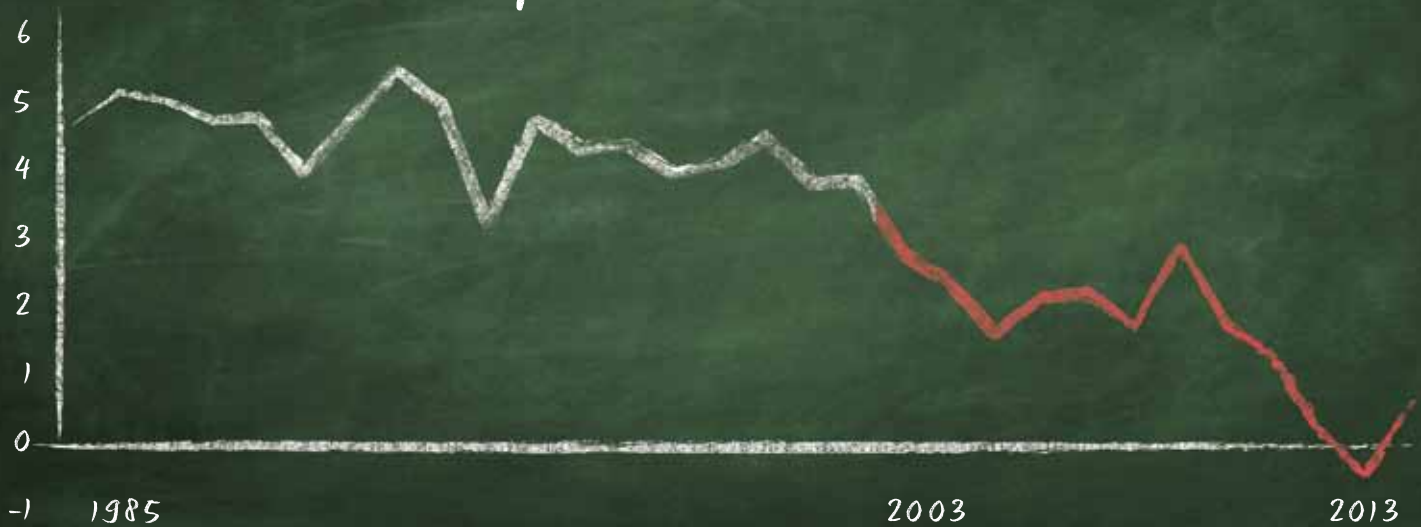


IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 382 | SEPTIEMBRE 2014

Tipo de interés real



Fuente: Mervin King & David Low

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados frontera: una alternativa de inversión en alza

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Debe preocuparnos el sector inmobiliario en China?

UNIÓN EUROPEA

Titulizaciones: ¿pieza clave en el despertar del crédito?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La mejora del saldo corriente se detiene

DOSSIER: TIPOS DE INTERÉS REALES BAJOS Y ESTABILIDAD ECONÓMICA

Tipos de interés reales y perspectivas de crecimiento

Sube la temperatura en los mercados financieros internacionales: ¿burbuja o calentón pasajero?

¿Existe sobrecalentamiento en los mercados inmobiliarios internacionales?

Instrumentos macroprudenciales, los grandes desconocidos

INFORME MENSUAL

Septiembre 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:

31 de agosto de 2014

 **"la Caixa" Research**

- 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 *MAB, la bolsa de las pymes: un tropiezo propio de la infancia*10 *Mercados frontera: una alternativa de inversión en alza***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *¿Debe preocuparnos el sector inmobiliario en China?*16 *Abenomics: el Banco de Japón cumple***18 UNIÓN EUROPEA**21 *El déficit estructural: una variable de referencia*22 *Titulizaciones: ¿pieza clave en el despertar del crédito?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La mejora del saldo corriente se detiene*28 *El sector del automóvil en España gana velocidad*29 *La calidad del empleo: mayor en los sectores más exportadores
y con más empresas grandes***32 DOSSIER: TIPOS DE INTERÉS REALES BAJOS
Y ESTABILIDAD ECONÓMICA**32 *Tipos de interés reales y perspectivas de crecimiento*
Oriol Aspachs34 *Sube la temperatura en los mercados financieros internacionales:
¿burbuja o calentón pasajero?*
Carlos Martínez Sarnago36 *¿Existe sobrecalentamiento en los mercados inmobiliarios
internacionales?*
Joan Daniel Pina38 *Instrumentos macroprudenciales, los grandes desconocidos*
Ariadna Vidal Martínez

Tipos de interés en mínimos: ¿maldición o bendición?

Las últimas decisiones del Banco Central Europeo sitúan a todas las principales economías avanzadas en un entorno de bajísimos tipos de interés nominales. El fenómeno, además, afecta no solo a los tipos de interés monetarios, a plazos inferiores a un año, sino que se traslada a toda la curva de tipos, de tal modo que los bonos a diez años de deuda soberana de alta calidad están entre el 1% y el 2,5%. Esta curva de tipos nos indica que los inversores están anticipando un largo periodo de tipos de interés bajos en los mercados monetarios.

Si a los tipos nominales les descontamos las expectativas de inflación para el plazo correspondiente, obtenemos los tipos reales. A pesar de que las expectativas de inflación son reducidas, el bajo nivel de los tipos nominales comporta que los reales se sitúen en tasas negativas, especialmente los plazos más cortos.

En el Dossier de este *Informe Mensual* se examinan las principales explicaciones de cómo hemos llegado hasta aquí, así como lo que ello implica para algunos de los principales mercados de activos. El debate sobre las causas es de enorme importancia. Sin un buen diagnóstico es muy difícil, por no decir imposible, que las políticas económicas sean acertadas.

Para plantearlo sucintamente, en la polémica sobre las causas se enfrentan dos visiones. La primera, encabezada por economistas de corte keynesiano, argumenta que el exceso de ahorro global ha conducido a una situación en la que el equilibrio de las economías occidentales (entendido como la existencia de demanda suficiente para conseguir el pleno empleo) solo es posible si los tipos de interés reales son negativos. Como dicho equilibrio no es fácil de conseguir exclusivamente con la política monetaria (los tipos nominales no bajan de cero y es difícil y peligroso generar expectativas de inflación más alta), estos economistas argumentan que la solución es el impulso por parte de la política fiscal. Además, se arguye, el entorno de tipos bajos facilita la financiación del déficit resultante, que, por otra parte y según ellos, no sería muy importante puesto que la expansión de la economía que se obtendría también generaría una mejora de los ingresos.

La visión alternativa la aportan los economistas denominados neoclásicos. Estos consideran que los tipos de interés extremadamente bajos, con los que la política monetaria convencional ha agotado su margen de actuación, son el resultado de muchos años, al menos dos décadas, durante los cuales las políticas monetarias han sido excesivamente laxas, lo que ha provocado un crecimiento económico por encima del verdadero potencial de las economías, y ha generado al mismo tiempo niveles de endeudamiento preocupantes. Según este análisis, las mejoras del nivel de vida de la población se basaron en el endeudamiento creciente y no en la generación de más producción y riqueza. Estas políticas han provocado, por un lado, burbujas especulativas y crisis financieras recurrentes, la última con enorme impacto en la economía real. Y, por otro, han conducido a la política monetaria a un callejón sin salida que ha obligado a entrar en el incierto terreno de la política monetaria no ortodoxa, con la compra directa de deuda pública por parte de los bancos centrales. Algo denostado hace pocos años.

Esta segunda visión alerta del activismo de las políticas económicas de demanda, que estarían en la raíz del problema. Desde esta perspectiva, el sistema político de las democracias modernas es incapaz de soportar el largo periodo de bajo crecimiento y desendeudamiento que la situación actual requiere, y la inyección de nuevos estímulos, o la continuación de los actuales, siembra la semilla de futuros episodios de grave inestabilidad económica y financiera. En definitiva, los tipos de interés excepcionalmente bajos plantean un grave dilema a la política económica. Son, al mismo tiempo, una bendición y una maldición.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de agosto de 2014

CRONOLOGÍA

JULIO 2014

- 15** En la sexta cumbre de los BRICS se establecen las bases del **New Development Bank para proyectos de desarrollo y la creación de un fondo de reserva** (Contingent Reserve Arrangement) dotado con 100.000 millones de dólares.

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.

AGENDA

SEPTIEMBRE 2014

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
10 Índice de producción industrial (julio).
16 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
17 Comercio exterior (agosto).
 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (julio).
29 Índice de sentimiento económico de la eurozona (septiembre).
 Avance IPC (septiembre).
30 Ejecución presupuestaria del Estado (agosto).

OCTUBRE 2014

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
8 Índice de producción industrial (agosto).
15 Comercio exterior (septiembre).
 Posición de inversión internacional neta (segundo trimestre).
 Cuentas financieras (segundo trimestre).
 Balanza de pagos (julio).
16 Tasa de ahorro de los hogares (segundo trimestre).
17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (agosto).
23 Encuesta de población activa (tercer trimestre).
24 Consejo Europeo.
28 Ejecución presupuestaria del Estado (septiembre).
29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
30 Índice de sentimiento económico de la eurozona (octubre).
 Avance del PIB de España (tercer trimestre).
 Avance IPC (octubre).
31 Balanza de pagos (agosto).

Una recuperación de fondo

La economía mundial capea la incertidumbre geopolítica.

Los datos macroeconómicos que se conocieron durante el verano confirman que la economía mundial prosigue su curso previsto de intensificación paulatina del crecimiento, a pesar del recrudecimiento de los conflictos bélicos en Ucrania, Irak y Oriente Próximo, que han desencadenado algunos episodios de volatilidad en los mercados financieros. Con todo, en el marco de esta tendencia de aceleración global de la actividad, conviven situaciones encontradas. Mientras que EE. UU. se acelera, Japón se frena en mayor medida de lo previsto, lastrado por la subida del IVA en primavera. Entre los emergentes, China aguanta el tipo y los desequilibrios inflacionistas remiten en el resto de Asia, a diferencia de lo que sucede en Rusia, Turquía y Brasil. En la eurozona, los buenos datos de España contrastan con el debilitamiento sostenido de Italia y Francia, y con la caída inesperada del PIB alemán.

La laxitud monetaria se sobrepone a los brotes de volatilidad del verano.

Episodios como el del Banco Espíritu Santo o las represalias comerciales entre Moscú y los países de la UE han desencadenado rebrotes localizados y contenidos de volatilidad durante los meses estivales, pero su alcance ha sido limitado. El tono de fondo de los mercados sigue siendo positivo, con índices bursátiles en zona de máximos y tipos de interés libres de riesgo en mínimos. Los mensajes de la Reserva Federal y el BCE a favor de prolongar las condiciones monetarias, ya de por sí muy laxas, continúa siendo el puntal que sostiene esta dinámica. En la reunión del Comité de Mercado Abierto de julio, Janet Yellen ratificó las líneas maestras de su política monetaria y transmitió un mensaje en el que se aprecia un leve sesgo hacia una posición gradualmente más restrictiva. Su homólogo europeo reiteró de manera más explícita, en el encuentro anual de bancos centrales en Jackson Hole, el compromiso de que el BCE recurra a medidas expansivas adicionales para combatir el riesgo deflacionista en caso de ser necesario (la inflación en la eurozona disminuyó una décima en agosto, acumulando una reducción de seis décimas en lo que va de año).

EE. UU. sigue creciendo. Gracias a la mejora del consumo y de la inversión, así como al repunte de las existencias, la economía estadounidense creció en el 2T un 1,0% en términos intertrimestrales (2,5% interanual), dato que contrasta con la caída del 0,5% intertrimestral del 1T. En conjunto, los datos de contabilidad nacional muestran un patrón de crecimiento en el que la demanda interna gana robustez, y todo indica que el buen tono de la inversión y del consumo se mantendrá en el 3T. Así lo certifican la bue-

na trayectoria de los indicadores ISM de actividad empresarial y el repunte de la confianza del consumidor en julio y agosto, que no se había observado desde antes de la crisis. Destaca, asimismo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral, sin que ello, de momento, se traduzca en un aumento de las tensiones inflacionistas.

Recuperación a medio gas y dispar en la eurozona. Los signos de debilitamiento de los indicadores de actividad durante el trimestre pasado se han materializado en un estancamiento de la economía de la eurozona en el 2T que ha puesto fin a cuatro trimestres de avance a un ritmo promedio del 0,2% intertrimestral. A falta del desglose del PIB por componentes, la caída de la confianza industrial sugiere un menor impulso de la inversión, y la demanda externa carga con la debilidad del comercio mundial de principios de año y con la intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania. Por otro lado, el comportamiento de las economías francesa e italiana está entorpeciendo el avance de la actividad europea, aunque se espera que Alemania recupere algo de dinamismo tras el bache del 2T. Estos datos, unidos al deterioro de los índices de sentimiento económico, PMI y de la confianza del consumidor en el 3T, conforman un escenario poco alentador para el segundo semestre.

En España la demanda interna espolea el crecimiento. La economía española sale reforzada del verano, escapando de la decepción europea en materia de crecimiento. El empuje que poco a poco va ganando la recuperación ha empezado a percibirse en el mercado laboral: el número de ocupados aumentó en 402.400 personas y la tasa de paro cayó 1,45 p. p. en el 2T. También es notable el buen tono que está mostrando la demanda interna: el consumo de los hogares ha avanzado a un ritmo promedio del 0,6% intertrimestral durante cuatro trimestres consecutivos y la inversión ha repuntado con fuerza, avivada sobre todo por los bienes de equipo (+2,1% intertrimestral). Sin embargo, la subordinación de la recuperación a la demanda interna menoscaba el saldo exterior. El fuerte repunte de las importaciones, combinado con unas exportaciones que han perdido fuerza, han situado el saldo corriente de nuevo en terreno negativo. Además, no hay que olvidar que parte del repunte de la actividad está impulsado por factores temporales (como la toma de decisiones de consumo e inversión, pospuestas durante la crisis) y que la capacidad de resistencia de la economía española a la debilidad europea es finita. Así pues, el incipiente optimismo respecto a la recuperación española debería tamizarse con algo de cautela.

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

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

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	0,25	0,71	0,24	0,23	0,24	0,30	0,36	0,58
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,59	1,15	0,56	0,54	0,57	0,68	0,80	1,04
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,50	1,45	0,36	0,40	0,51	0,75	1,07	1,31
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,77	3,63	2,75	2,61	2,61	3,12	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	0,52	0,53	0,56	0,57	0,48	0,48	0,49	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,08	0,25	0,14	0,11	0,03	0,06	0,13	0,21
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,47	1,94	1,68	1,43	1,22	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	138,42	138,84	140,98	140,11	136,71	135,89	136,80	138,21
£/euro	0,81	0,85	0,81	0,85	0,83	0,82	0,80	0,80	0,80	0,80
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	107,17	109,43	107,74	109,65	105,16	106,13	108,63	109,12
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	79,63	84,88	78,61	79,96	78,77	81,22	83,78	84,48

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

■ Previsiones

COYUNTURA · Los conflictos geopolíticos no pueden con la laxitud monetaria

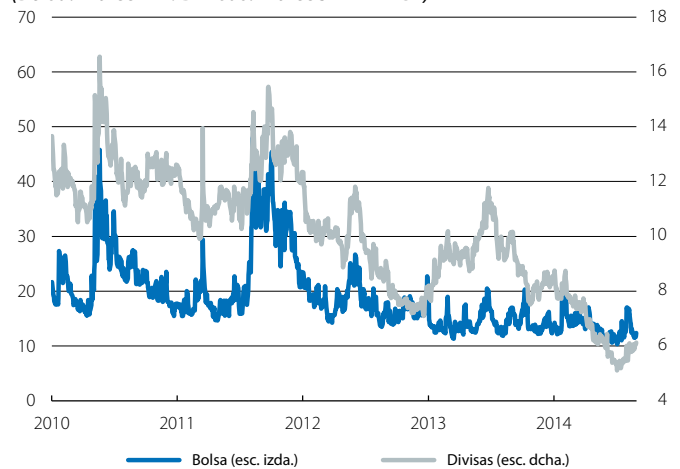
Rebotes localizados y contenidos de volatilidad durante el periodo vacacional. Tras meses de relativa calma en los mercados financieros, en el tramo final de julio y los primeros compases de agosto tuvieron lugar algunos episodios de inestabilidad con diverso origen y distinta naturaleza. Los factores desencadenantes de estos eventos fueron de tipo geopolítico (la crisis entre Rusia y Ucrania y el conflicto en Oriente Medio) o específicos de algún país (Portugal) o sector (bancario). Pero es importante precisar que el alcance de las turbulencias ha sido limitado. Tal vez los frentes más destacados hayan sido las represalias comerciales entre Moscú y los países de la UE, junto con los problemas del BES portugués. Ambos se dejaron notar en los mercados bursátiles del Viejo Continente, ya de por sí lastrados por los débiles datos de coyuntura económica. Con todo, el tono de fondo en los mercados internacionales continúa siendo positivo: índices bursátiles en zona de máximos y tipos de interés libres de riesgo en mínimos. Los mensajes de la Fed y, especialmente, del BCE a favor de extender la laxitud monetaria siguen actuando como sostén poderoso de la dinámica alcista. Pero mientras la actuación del BCE se perfila efectivamente expansiva, no está tan claro que ese sea el caso de la Fed. La normalización monetaria en EE. UU. sigue siendo el principal desafío a medio plazo.

La Reserva Federal mantiene el rumbo, pero el debate interno se anima. En la reunión del Comité de Mercado Abierto de julio, la Fed ratificó las líneas maestras de su política monetaria y transmitió un mensaje en el que se apreció un leve sesgo hacia una posición gradualmente menos laxa. En el comunicado posterior a la reunión, se aplaudieron los avances experimentados por la economía norteamericana durante el 2T. También se señalaron los progresos del mercado laboral, aunque se puntualizó que todavía se observan elevados recursos ociosos en el mismo. Este último elemento se erige como el puntal en el que se asienta la estrategia de la Fed para justificar unas condiciones muy laxas tras la finalización del *tapering* (prevista para octubre). En cuanto a la inflación, y a la vista de la mejora de la coyuntura económica, la autoridad estima que la probabilidad de que los precios se mantengan por debajo del objetivo del 2% a medio plazo se ha reducido. No obstante, la publicación de las actas en agosto dejó entrever las crecientes divergencias en el seno de la Fed respecto a la fecha para acometer la primera subida de tipos. Por el momento, la visión del ala *dovish* (con Yellen a la cabeza) se impone a la de aquellos que abogan por adelantar la subida de tipos. Sin embargo, tal y como ha reconocido la propia institución, todo dependerá de lo que deparen los datos de actividad e inflación de los próximos meses.

Mario Draghi, protagonista del encuentro anual de bancos centrales en Jackson Hole. A diferencia de años anteriores, no se anunciaron novedades de calado sobre la evolución de la política monetaria en EE. UU. La intervención de Yellen giró en torno del análisis empírico del mercado laboral estadounidense.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

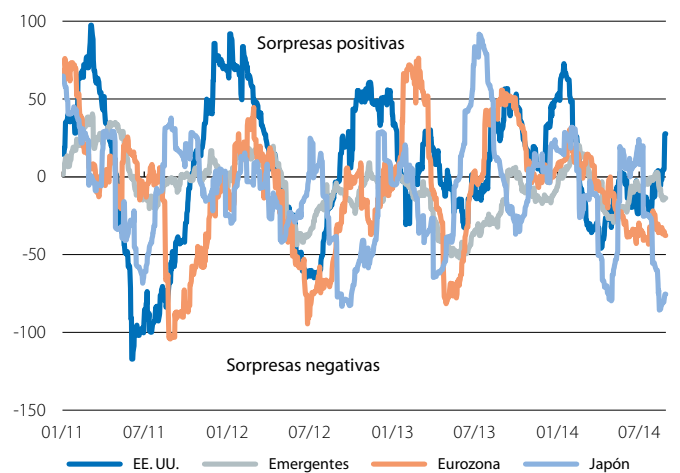
(Bolsa: índice VIX. Divisas: índice JPMVXYGL)



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

EE. UU.: índice de sorpresas económicas

(Sorpresa positiva: dato publicado mejor que el esperado por el consenso)



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

Mercado interbancario: diferencial tipos forward y spot a 1 año

(p. b.)



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

se. Por el contrario, Draghi sorprendió con el tono de sus declaraciones. Por un lado, el presidente del BCE fue muy explícito al reiterar el compromiso de recurrir a medidas expansivas adicionales para combatir el riesgo deflacionista en caso de ser necesario (incluyendo un eventual programa de compra de activos). La alusión directa al descenso de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo contribuyó a reforzar su mensaje. Por otro lado, Draghi se desmarcó del mantra habitual del BCE en materia de política fiscal, declarando que el potencial de esta herramienta para impulsar el crecimiento debía ser reconsiderado y debidamente utilizado.

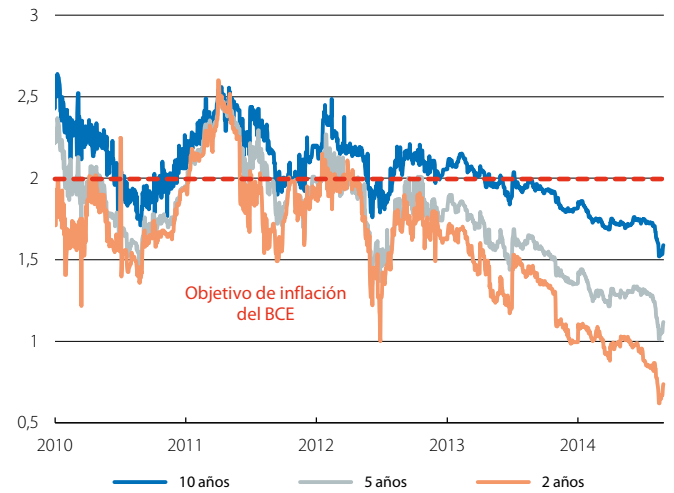
Los ojos vuelven a girar hacia el BCE. Cuando todavía está pendiente la implementación completa del paquete de medidas expansivas de junio, las declaraciones de Draghi y la evolución de la coyuntura sitúan de nuevo al BCE en el centro de la escena. Lo más probable es que la entidad opte por reforzar el tono de sus mensajes en clave acomodaticia antes de acometer nuevas actuaciones. En esta tarea, el BCE espera que las dos subastas de liquidez condicionadas a la concesión de crédito (TLTRO) de septiembre y diciembre tengan una buena acogida entre los bancos de la eurozona. Entre tanto, se han intensificado los trabajos preparatorios relacionados con el diseño de un programa de compras de bonos de titulización (ABS) de estructuras simples. Los dos grandes focos de riesgo (inflación y tensiones geopolíticas) condicionarán en gran medida los pasos futuros del BCE. Además, un tercer factor en liza está relacionado con la normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. A medida que la Fed señale de forma más concreta y explícita la primera subida del tipo oficial, existe el riesgo de que las curvas de deuda soberanas y los tipos monetarios de la zona euro pudieran verse arrastrados al alza.

El rebrote del riesgo geopolítico aumenta la demanda de deuda pública estadounidense. Los vaivenes del apetito por el riesgo de los agentes se han visto acentuados debido a los acontecimientos en Oriente Próximo y en Ucrania. Las rentabilidades de los *treasuries* han flexionado a la baja, aunque siempre dentro de un rango estrecho. Hasta el momento, la influencia de estos factores ha sido modesta, y contrarrestada por la buena marcha de los indicadores económicos. Paradójicamente, la placidez reinante en el mercado de bonos norteamericano aconseja redoblar la cautela. Las sólidas señales procedentes del frente macroeconómico y del mercado laboral estadounidenses apuntan a un previsible endurecimiento del discurso de la Fed. En tal caso, los todavía reducidos niveles de volatilidad en el mercado de deuda pública pueden dar paso a un entorno más inestable y errático.

Los débiles indicadores de coyuntura en la eurozona y el conflicto de Ucrania aplanan la curva soberana alemana. Las turbulencias geopolíticas entre Rusia y Ucrania, y los previsible efectos de las sanciones comerciales desde Moscú a la UE han contribuido al descenso de las *yields* germanas. En concreto, la rentabilidad del bono a dos años se ha situado en terreno negativo y la del bono a diez años, por debajo del 1%. La confirmación del bache de la economía alemana entre abril y junio (-0,2% trimestral) ha sido un marco propicio para reforzar esta pauta en los bonos alemanes.

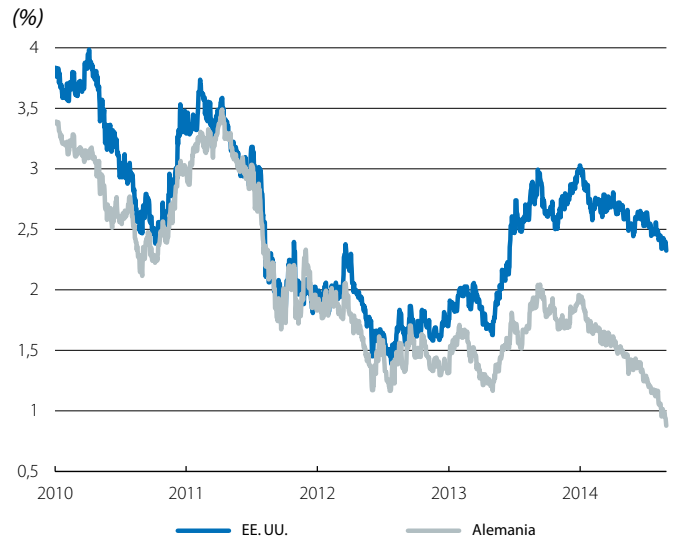
Eurozona: expectativas de inflación

Swaps de inflación (%)



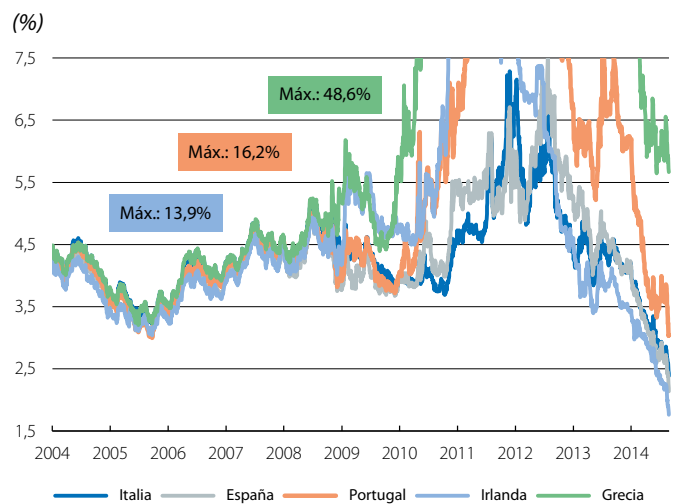
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

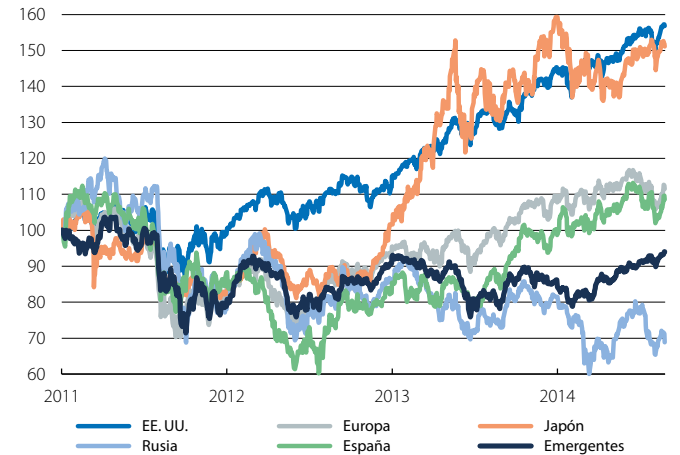
La deuda soberana periférica también muestra una evolución favorable. El estallido de la crisis del banco portugués Espírito Santo (BES), luego atajada por el Gobierno luso en colaboración con las autoridades europeas, y la recaída en recesión de Italia provocaron un episodio acotado y pasajero de nerviosismo entre los inversores de bonos periféricos. De hecho, en España la *yield* del bono a diez años no tardó mucho en reanudar la senda descendente y a finales de agosto marcó un nuevo mínimo histórico (2,15%). Detrás de esta dinámica positiva de la deuda soberana periférica sobresale un factor por encima del resto: las crecientes expectativas que barajan los mercados acerca de un posible anuncio de nuevas medidas expansivas por parte del BCE en septiembre. A este respecto, conviene no olvidar los riesgos a los que se enfrentan las economías de la UEM. Por un lado, la pérdida de pulso en Alemania, Francia e Italia puede acabar repercutiendo en el desempeño de otros países de la Unión. Por otro, la cercanía de las pruebas de estrés a la banca europea puede deparar un clima menos benigno para la deuda soberana periférica.

Vaivenes en las bolsas. Los mercados de acciones han experimentado fluctuaciones relativamente pronunciadas durante julio y agosto, pero lejos de las tensiones propias de los periodos de crisis. Las disparidades entre países se han puesto de manifiesto en sus bolsas, de modo que la sucesión de tensiones geopolíticas y el cariz de los datos económicos de cada uno han marcado diferencias entre ellas. Los índices norteamericanos, como el S&P 500, alcanzaban nuevos máximos históricos al hilo de la mejora económica y la recuperación de los beneficios empresariales. En Europa, la renta variable acusaba la crisis del BES, las represalias de Rusia y el bache del crecimiento de la región. Rompiendo con la tendencia alcista iniciada en primavera, los índices europeos perdieron terreno entre julio y mediados de agosto. La modesta campaña de resultados de las compañías europeas no sirvió para sostener el optimismo de los inversores. Sin embargo, en la segunda mitad de agosto los índices europeos, como también el Ibex, se recuperaron de la mano de sus homólogos norteamericanos y de los mensajes de Draghi. Por su parte, la cotización de los activos de riesgo del bloque emergente mostró avances sólidos. Las bolsas de algunos de estos países, como la India, Indonesia o Turquía, con revalorizaciones cercanas al 20%, se están beneficiando del incremento de la llegada de flujos de capitales. La cruz la encarna el mercado bursátil ruso, víctima del deterioro del entorno macrofinanciero del país.

El euro pierde vigor. Desde que el BCE anunciara en junio el paquete de medidas no convencionales, el cruce entre el euro y el dólar se ha inclinado a favor de la divisa norteamericana. La creciente disparidad en la senda de la política monetaria a uno y otro lado del Atlántico ha alimentado la cesión gradual pero persistente del euro, llegando a cambiarse a 1,311 dólares, valor mínimo en 12 meses. Los buenos datos de actividad en EE. UU., en contraste con los flojos registros de las principales economías europeas ha favorecido la apreciación del dólar. La tendencia de fondo continuará siendo de debilitamiento del euro. En el plano de las materias primas destaca el notable descenso de la cotización del petróleo Brent a causa del aumento de la capacidad productora y los débiles datos de coyuntura en Europa.

Evolución de las principales bolsas internacionales

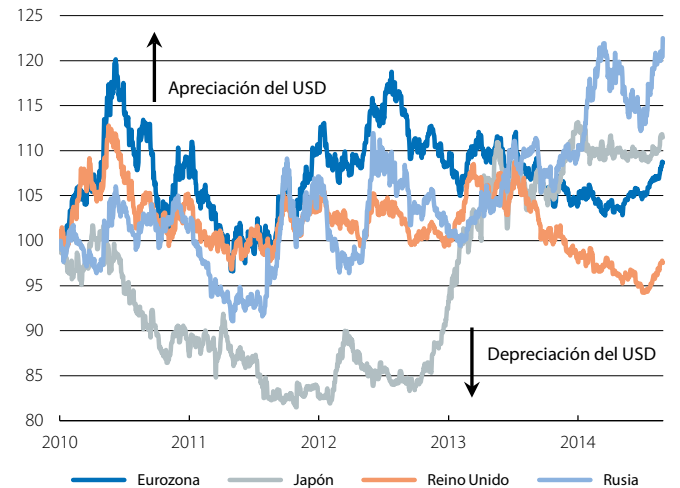
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del USD frente a diferentes divisas

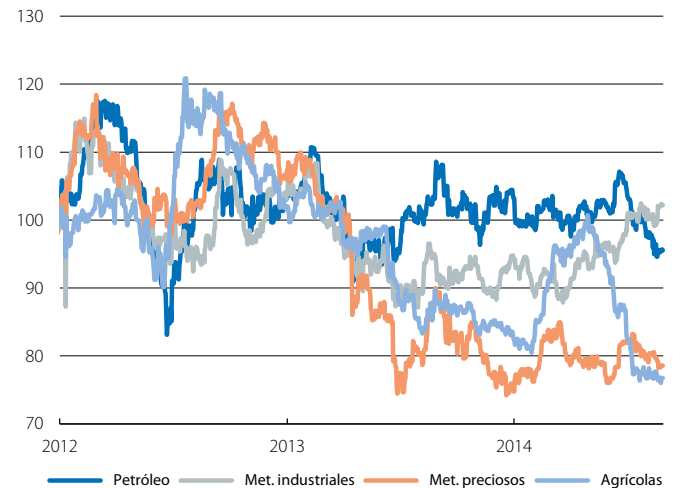
(Enero 2010 = 100)



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 · MAB, la bolsa de las pymes: un tropiezo propio de la infancia

Más del 99% de las empresas españolas son de tamaño pequeño o mediano (pymes), y su actividad aporta alrededor del 65% del PIB. Históricamente se han enfrentado a obstáculos considerables a la hora de acceder a financiación de calidad, precisamente como consecuencia de su escasa dimensión: el capital social es bajo y los activos disponibles a modo de garantía, también. En la última década, y con especial incidencia durante los años de crisis, se ha puesto de manifiesto la necesidad de encontrar para estas empresas canales de financiación alternativos al tradicional crédito bancario. Las fórmulas encaminadas a reforzar el capital fueron las primeras en cobrar protagonismo. En efecto, aunque su uso sea más reducido que en las empresas grandes, las pymes también pueden optar por incrementar sus fondos propios a través de *business angels*, capital semilla, capital riesgo, o ampliaciones de capital en mercados organizados, en particular las bolsas de valores.

En 2008, atendiendo a la singular necesidad de estas compañías, y a la vista del éxito de espacios específicos para este tipo de sociedades en las bolsas de otros países, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME). El MAB es un segmento de mercado dedicado a las empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida y unos costes y procesos adaptados a sus características. En comparación con las disposiciones para las empresas que cotizan en el mercado continuo, los requisitos de acceso al mercado de capitales por la puerta del MAB son más flexibles. Pero esto no significa que pierdan rigor: las pymes que solicitan su incorporación al MAB deben cumplir niveles adecuados de transparencia y suministro de información. Para ello se han creado dos figuras: el asesor registrado y el proveedor de liquidez. El primero, además de asumir la misión de ayudar a las empresas a cumplir con las exigencias de información, está obligado a acompañar a la sociedad durante toda su vida como cotizada. El proveedor de liquidez, por su parte, es un intermediario encargado de asegurar una frecuencia mínima de contratación bursátil con el fin de lograr que la formación del precio de las acciones de la compañía sea eficiente, al tiempo que facilita la liquidez del valor. La supervisión de estas actuaciones y el control del cumplimiento normativo corren a cuenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

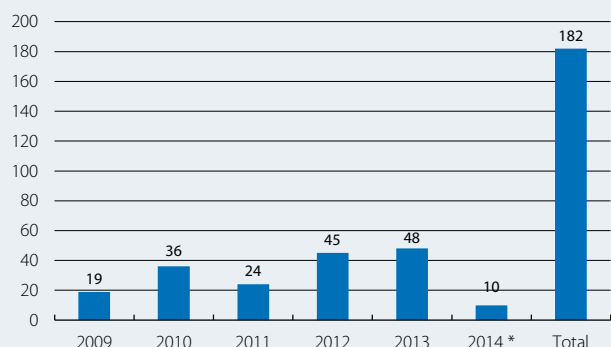
Actualmente, en el MAB cotizan más de una veintena de empresas con presencia en los sectores de bienes de consumo, tecnología y telecomunicaciones, industria, construcción, y servicios de consumo. En conjunto, la experiencia de este mercado, en el contexto de crisis financiera de los últimos años, ha sido razonable. Desde el punto de vista cuantitativo, debutar en el MAB ha permitido a las empresas mejorar su nivel de actividad, su posición patri-

monial y su exposición internacional. Además de crecer y acometer proyectos de expansión gracias al aumento de los fondos propios, muchas compañías han incrementado su facturación y su resultado de explotación. En un plano cualitativo, las empresas han encontrado en el MAB una plataforma para lograr notoriedad y prestigio entre clientes y proveedores (comerciales y financieros), así como una mayor transparencia corporativa.

Sin embargo, durante los últimos meses la reputación del MAB se ha visto dañada por un caso de presunto fraude alrededor de, curiosamente, la compañía de mayor capitalización dentro del segmento. La contratación de auditores pequeños y de dudosa fiabilidad por parte de las sociedades y la excesiva flexibilidad de los requisitos de información han resultado ser debilidades del sistema de supervisión. Para evitar que en el futuro se repitan eventos de esta naturaleza, desde el Ministerio de Economía y Competitividad se han anunciado cambios para reforzar el control sobre las compañías, a través de la ampliación de las funciones de supervisión de BME y el establecimiento de nuevos deberes de comunicación a la CNMV. Además, las empresas cuya capitalización bursátil supere los 500 millones de euros dejarán de cotizar en el MAB y pasarán al mercado continuo. Este tipo de reformas en el marco regulatorio merece una lectura positiva: son parte del proceso de aprendizaje y desarrollo de un mercado con solo seis años de vida, que hasta ahora se ha desenvuelto en un contexto general de crisis, pero que dispone de un formidable potencial de crecimiento. En este sentido, también conviene reconocer que todavía queda camino por andar para que el MAB logre equipararse a homólogos europeos como el AIM británico y el Alternext francés. En suma, el principal reto futuro que se plantea para el mercado alternativo es el endurecimiento de los compromisos de transparencia y supervisión.

Financiación obtenida por las empresas del MAB *

Colocaciones y ampliaciones de capital
(Miles de millones de euros)



Nota: * Primer semestre de 2014.

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

FOCUS · Mercados frontera: una alternativa de inversión en alza

Los mercados emergentes frontera (*frontier markets* en inglés) conforman un grupo numeroso y diverso de países inmersos en las fases más tempranas del desarrollo económico.¹ En los últimos tiempos, las cotizaciones de las bolsas y bonos de este colectivo han mostrado una evolución muy positiva, superando ampliamente las de sus hermanos mayores, los mercados emergentes tradicionales (en particular los BRICS). Ha resultado especialmente encomiable la capacidad de resistencia de los primeros en periodos de inestabilidad financiera global, como el que aconteció tras el anuncio del *tapering* de la Fed en mayo de 2013, que castigó con dureza a los segundos. No obstante, conviene no perder de vista los riesgos y vulnerabilidades que presentan este tipo de mercados.

Los mercados frontera gozan de un elevado potencial de crecimiento gracias a dinámicas demográficas favorables, bajos niveles de endeudamiento público y privado y un nivel de estabilidad macroeconómica razonable. Sin embargo, el desarrollo financiero en estas regiones es menor que en los países del bloque emergente tradicional, y con frecuencia precario. En particular, el reducido tamaño y la escasa liquidez de los mercados de deuda y de acciones son ámbitos con amplio margen de mejora. Según datos del IIF, la capitalización conjunta de las bolsas de estos países solo supone el 3% de la capitalización bursátil mundial pese a albergar un 20% de la población del planeta. En términos del PIB, la capitalización bursátil en el área frontera se situaba en el 30% en 2012, frente al 55% de los países emergentes tradicionales y el 85% de los países avanzados.

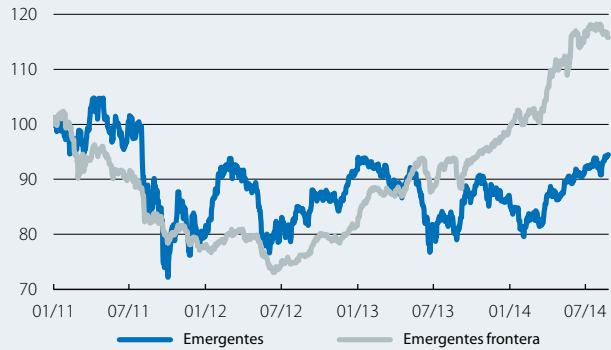
A pesar de sus limitaciones, el interés de los inversores internacionales por esta clase de activos ha aumentado durante el último año, atraídos por el fuerte crecimiento de dichos países y empujados por la baja aversión al riesgo reinante a nivel global. Este último elemento, unido al rápido empuje de las bolsas frontera, está haciendo saltar algunas alarmas respecto a la sostenibilidad de las subidas. Pero no hay motivos para preocuparse en exceso: la generación de beneficios es robusta y los ratios de valoración se encuentran en cotas razonables en línea con el promedio histórico. La deuda soberana también constituye un buen ejemplo de los progresos de los mercados frontera. Este año, por ejemplo, Senegal adjudicó 500 millones de dólares en bonos a diez años al 6,25% y Costa de Marfil emitió 750 millones de dólares a diez años al 4,75%.

Sin embargo, la conquista de estos hitos no debe hacer olvidar los notables riesgos políticos, económicos y de liquidez propios de estos países. Un aspecto clave que cabe vigilar es, precisamente, el destino de los recursos captados en el mercado de capitales global. Lo deseable es que vayan dirigidos a financiar proyectos concretos en

áreas clave como las infraestructuras, así como a potenciar una progresiva diversificación del tejido productivo. La consecución de unos fundamentos sólidos en los países frontera hoy marcará el rumbo de los emergentes del mañana.

Bolsas internacionales: evolución por tipología

(Enero 2011 = 100; índices MSCI)



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

Bolsas internacionales: ratios PER

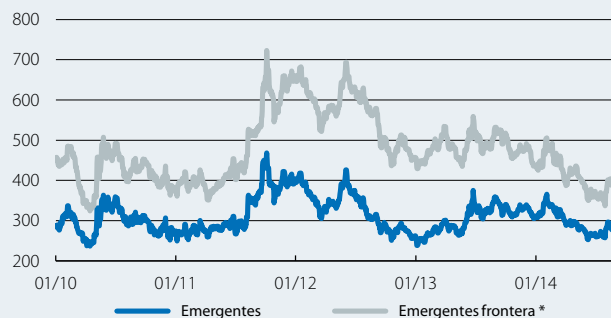
(Ratios PER calculadas con los beneficios de los últimos 12 meses; índices MSCI)



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

Países emergentes: primas de riesgo de la deuda soberana

(Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.; índices EMBIGD J. P. Morgan, en p. b.)



Nota: * Promedio de los índices EMBIGD Argentina, Líbano, Pakistán, Sri Lanka y Vietnam, entre otros.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y J.P. Morgan.

1. Bangladesh, Kazajistán, Mozambique o Nigeria son algunos de los muchos países bajo el amplio concepto de mercado frontera.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,15	0,15	0	-10,0	-35,0
Euríbor 3 meses	0,16	0,21	-5	-12,8	-6,5
Euríbor 12 meses	0,43	0,49	-6	-12,8	-11,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,02	0,03	-5	-21,7	-14,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,03	0,03	-6	-25,2	-27,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,89	1,16	-27	-104,0	-96,7
Deuda pública a 10 años (España)	2,23	2,51	-28	-190,7	-229,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	134	135	-1	-86,8	-132,7
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,24	-1	-1,3	-2,8
Líbor 12 meses	0,57	0,58	-1	-1,8	-10,2
Deuda pública a 1 año	0,08	0,11	-3	-3,0	-3,0
Deuda pública a 2 años	0,49	0,53	-4	10,8	9,0
Deuda pública a 10 años	2,34	2,56	-22	-68,5	-44,1

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	29-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	65	-5	-10,3	-43,6
Itraxx Financiero Sénior	61	73	-12	-26,8	-84,3
Itraxx Financiero Subordinado	84	103	-20	-46,2	-137,6

Tipos de cambio

	29-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,313	1,339	-1,9	-4,4	-0,4
€/euro	136,690	137,650	-0,7	5,6	-4,4
£/euro	0,791	0,793	-0,2	5,0	7,4
¥/\$	104,090	102,800	1,3	1,0	-4,8

Materias primas

	29-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	483,8	488,5	-0,9	6,0	2,3
Brent (\$/barril)	101,3	103,9	-2,5	-8,0	-12,2
Oro (\$/onza)	1.287,8	1.282,6	0,4	6,7	-7,8

Renta variable

	29-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	2.003,4	1.930,7	3,8	8,4	22,7
Eurostoxx 50	3.172,6	3.115,5	1,8	1,8	16,4
Ibex 35	10.728,8	10.707,2	0,2	8,0	29,2
Nikkei 225	15.424,6	15.620,8	-1,3	-5,0	15,6
MSCI emergentes	1.087,9	1.065,8	2,1	8,5	17,0
Nasdaq	4.580,3	4.369,8	4,8	9,7	27,6

COYUNTURA · La recuperación se consolida a pesar de los riesgos geopolíticos

La economía mundial capea la incertidumbre geopolítica. A pesar del aumento de los conflictos bélicos (Ucrania, Irak, Gaza), los datos macroeconómicos conocidos durante el verano confirman que la economía mundial prosigue su curso previsto de intensificación paulatina del crecimiento. Con todo, en el marco de esta tendencia general coexisten situaciones dispares, ya que, mientras que EE. UU. se acelera, Japón ha sufrido algo más de lo previsto tras la subida del IVA. Entre los emergentes, China aguanta el tipo y los desequilibrios inflacionistas remiten en el resto de Asia.

ESTADOS UNIDOS

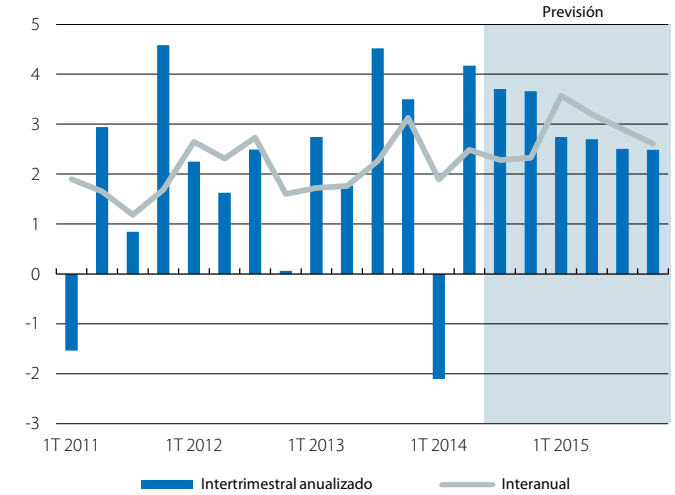
La economía acelera el paso en el 2T. EE. UU. creció un 4,2% en términos intertrimestrales anualizados (2,5% interanual) en el 2T, dato que contrasta con la caída del 2,1% intertrimestral anualizado del 1T. Se trata de una cifra mayor de lo esperado y que se ha debido fundamentalmente a la mejoría del consumo y de la inversión, así como al repunte de las existencias. Asimismo, se ha revisado la serie histórica del PIB. Fruto de dicha revisión, la cifra de crecimiento de 2012 queda en un nivel inferior (2,3%, frente al 2,8% previo), pero aumenta la de 2013 (2,2%, frente al 1,9% anteriormente publicado). Tomados en su conjunto, los datos de contabilidad nacional estadounidense muestran un patrón de crecimiento en el que la demanda interna gana robustez.

En el 3T la expansión mantiene el dinamismo, como atestigua la buena trayectoria de los indicadores ISM de actividad empresarial, tanto de servicios como de manufacturas, que subieron en julio. Esta senda avala la expectativa de que el buen tono de la inversión se mantenga, como también parece sostenible un ritmo dinámico del consumo, a tenor del notable repunte de julio y, especialmente, de agosto de la confianza del consumidor. Tras la subida de los últimos meses, este indicador se ha situado en valores que no alcanzaba desde antes de la crisis (concretamente, es su máximo desde noviembre de 2007). Un último dato que certifica el inicio dinámico del 3T es la producción industrial, que, tras crecer un 4,1% interanual en el 2T, se aceleró hasta el 5,0% en julio.

El mercado inmobiliario se toma un respiro. Tras un mes de mayo relativamente positivo en cuanto a datos del mercado inmobiliario, junio y julio depararon cifras un tanto más débiles. Después de caer un 7% en junio, las ventas de vivienda nueva volvieron a descender en julio (-2,4%). El tono de las ventas de viviendas de segunda mano fue levemente mejor, ya que mantuvo en julio y junio un ritmo de crecimiento moderado, pero positivo (2,4%). La evolución de los precios inmobiliarios tampoco acaba de despejar las incógnitas presentes en el sector. En junio, el índice Case-Shiller que engloba los precios inmobiliarios de 20 áreas metropolitanas aumentó un 8,1% interanual, una desaceleración de 1,2 p. p. respecto a mayo. Siendo, por

EE. UU.: crecimiento del PIB

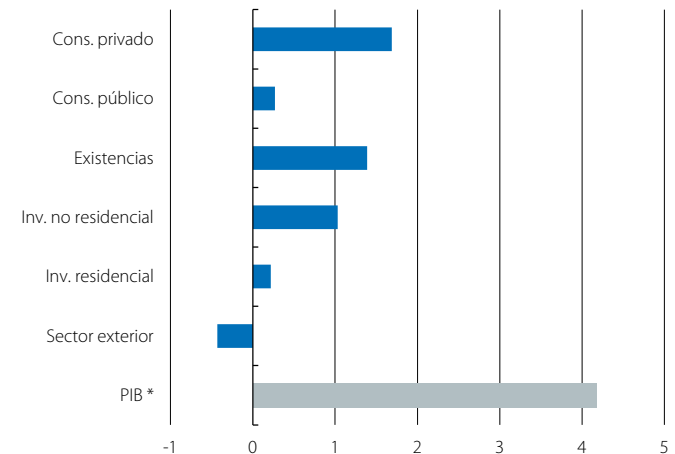
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: PIB por componentes de demanda

Contribución al crecimiento intertrimestral anualizado del PIB del 2T (p. p.)

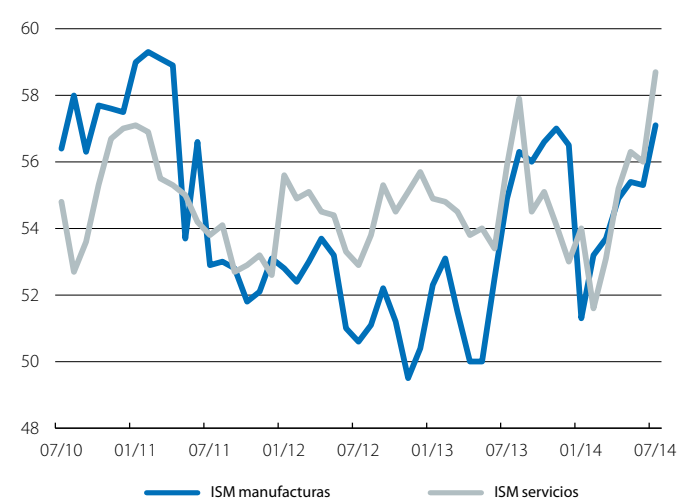


Nota: * Variación intertrimestral anualizada.

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

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial

(Índice)



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

tanto, la situación presente de cierta ralentización, ¿cabe entender que la recuperación inmobiliaria se está truncando? El diagnóstico de conjunto que deriva de los datos anteriores es que dicha recuperación se mantiene, pero a un ritmo menos dinámico de lo esperado. Con todo, y como augura el fuerte repunte de las viviendas iniciadas registrado en el 2T y en julio, la tendencia de fondo sigue siendo expansiva.

Inflación estable. Un elemento favorable del actual momento económico es la evolución de los precios, que está siendo contenida habida cuenta de la intensidad de la recuperación. Tras el repunte del IPC acaecido en el 1T, desde abril la inflación se está moviendo en tasas de avance interanual del orden del 2%, tanto en su índice general como descontados los componentes más volátiles de energía y alimentos. Concretamente, en julio el IPC se situó, en términos interanuales, en el 2,0%, y el IPC subyacente (sin energía y alimentos), en el 1,9%. En este contexto, el crecimiento de los precios se mantiene dentro del umbral que la Reserva Federal tiene fijado. Específicamente, el deflactor del gasto del consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se situó en julio en el 1,6% interanual, por debajo del límite del 2,0% de la Fed. Nuestras previsiones apuntan a que el ritmo del crecimiento de los precios, del 2%, se mantendrá sin aceleraciones sustanciales en los próximos trimestres.

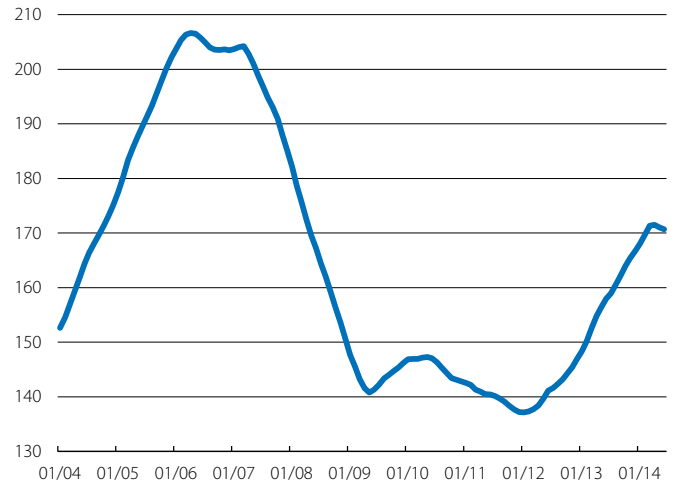
El mercado laboral muestra un vigor notable. Los datos de empleo siguen corroborando que el mercado laboral prosigue su senda de recuperación. En julio se crearon 209.000 empleos, superándose por sexto mes consecutivo el nivel de los 200.000. Es una tendencia indicativa de un mercado laboral fuerte. Por su parte, la tasa de paro subió ligeramente hasta el 6,2%, mientras que la tasa de actividad mejoró hasta el 62,9%. A pesar del mayor vigor del empleo, el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado. Tomados en su conjunto, los datos laborales sugieren que coexisten dos situaciones igualmente ciertas: la dinámica reciente es de clara expansión del empleo, pero la recuperación dista de ser completa (como ratifica una tasa de actividad todavía reducida). Dado que la evolución laboral es un indicador fundamental para establecer la senda futura del proceso de normalización monetaria, la lectura que la Fed haga de estos desarrollos, en cierto modo contrapuestos, será fundamental en los próximos meses.

JAPÓN

El IVA lastra el crecimiento en el 2T. El aumento del IVA en abril, que situó el tipo impositivo en el 8% frente al 5% anterior, provocó el mayor descenso del PIB desde el terremoto de 2011. Concretamente, el PIB de Japón cayó un 1,7% intertrimestral en el 2T (variación interanual del 0%). Aunque se preveía que la subida tributaria iba a provocar un retroceso económico, su impacto negativo sobre el consumo privado y la inversión fue mayor de lo esperado. Cuando se contempla la evolución de la actividad en el conjunto del primer semestre, se constata que el PIB retrocede ligeramente en esa primera mitad del ejercicio (recordemos que en el 1T se produjo un fuerte repunte del PIB debido al efecto de anticipación en el gasto de los agentes económicos ante la subida fiscal anunciada). Para valorar el resultado de este impacto negativo sobre el avance tendencial de la

EE. UU.: precio de la vivienda

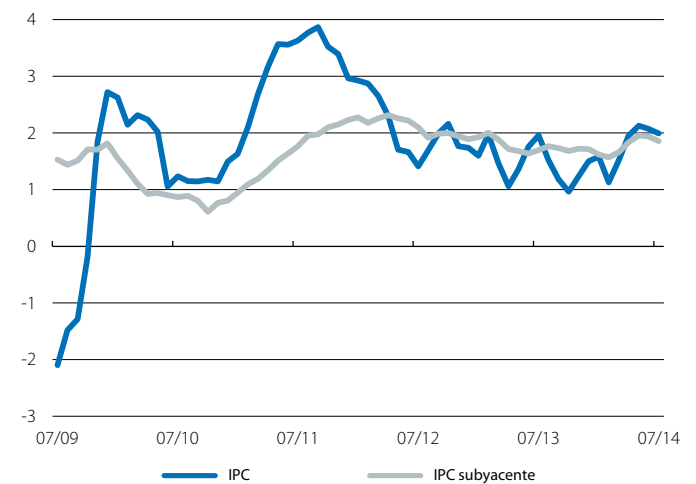
Índice precios Case-Shiller 20 áreas metropolitanas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de S&P/Case-Shiller.

EE. UU.: IPC

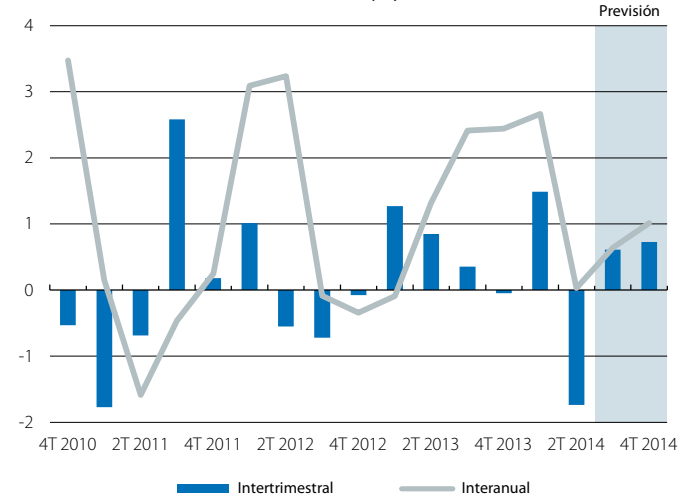
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

economía nipona habrá que esperar al 3T. Este dato será asimismo importante porque enmarcará la decisión de llevar a cabo, o no, una nueva subida del IVA en octubre de 2015, una medida preanunciada pero todavía no adoptada formalmente.

La inflación empieza a digerir el efecto del IVA. El IPC de julio subió un 3,4% interanual, por debajo del 3,6% de junio, mientras que el IPC subyacente (que no incluye alimentos ni energía) se mantuvo plano en el 2,3%. Dada la importancia que tiene para Japón consolidar su progresiva salida de la deflación, cabe preguntarse cuál hubiera sido la evolución de los precios sin el efecto distorsionador del aumento del IVA. Según ciertas estimaciones, el IPC de julio se habría situado en tasas de avance interanual del orden del 1,4%, semejantes a las existentes antes de abril. Ello indica que la salida de la deflación iniciada a mediados de 2013 sigue su curso. Se trata de un factor de apoyo a la recuperación importante, que se suma a otros como la expansión de los beneficios empresariales o unas cifras de comercio exterior positivas en verano (aunque este puede ser un elemento más circunstancial habida cuenta de su mala evolución en meses anteriores).

EMERGENTES

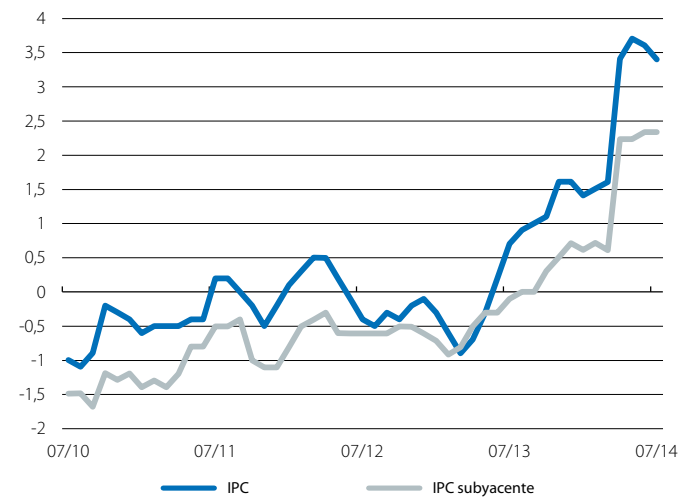
China acelera el paso en el 2T y se frena un tanto después. Cuando se temía un parón en el 2T, la economía china sorprendió creciendo un 7,5%, por encima del 7,4% del 1T y de las previsiones de consenso. Este buen comportamiento ha basculado fundamentalmente entre la inversión, la principal beneficiaria de la política expansiva del Gobierno, y el sector exterior. Por el contrario, la contribución del consumo privado ha sido menor que en el 1T, un recordatorio de que el proceso de reequilibrio a favor del mayor gasto de los hogares será lento. En cierto contraste, los primeros indicadores del 3T están tendiendo a mostrarse más contenidos, con la importante salvedad de las exportaciones, que repuntaron en julio.

Crecimiento dispar en el resto de emergentes. Los datos de crecimiento del 2T reiteran que la senda de la actividad difiere en función del país. Entre los principales emergentes, discrepan especialmente las situaciones de India y Brasil. En el 2T, mientras el gigante asiático sorprendió creciendo un 5,7% interanual (4,6% en el 1T), Brasil, al caer un 0,6% intertrimestral (-0,9% interanual), se ha deslizado a su primera recesión técnica (caída del PIB por dos trimestres consecutivos) desde la Gran Recesión de 2008-2009.

La corrección de los desequilibrios sigue siendo un foco de atención. Brasil ejemplifica las dificultades que algunos emergentes tienen para afrontar simultáneamente el sostén de la actividad y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos (inflación o déficit corriente, principalmente). Esta es la situación de Turquía, cuya actividad se está ralentizando (sin la gravedad de Brasil) al tiempo que registra una inflación del 9,3% interanual en julio y un déficit corriente del 7,5% en el 1T. Otro país con dificultades similares es Rusia, que sufre una escalada de precios (inflación del 7,4% en julio) y el deterioro de las perspectivas de la actividad (agravadas por el conflicto de Ucrania). En sentido opuesto, los emergentes asiáticos están teniendo éxito en su lucha contra la inflación, como atestigua la desaceleración del IPC de julio tanto en la India como en Indonesia.

Japón: IPC

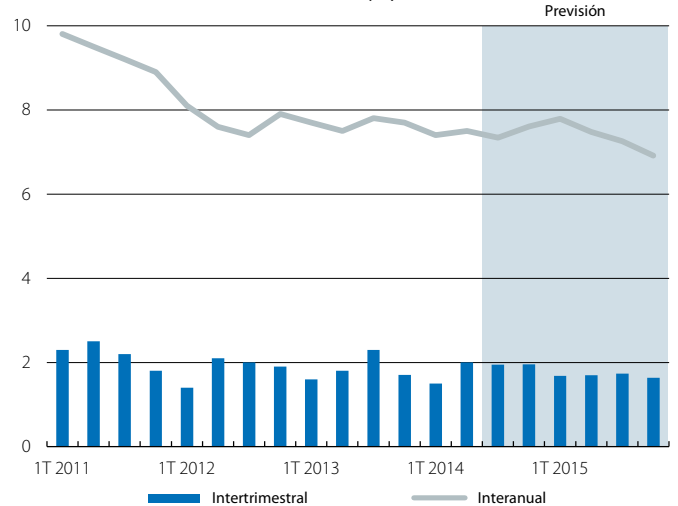
Variación interanual (%)



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

China: crecimiento del PIB

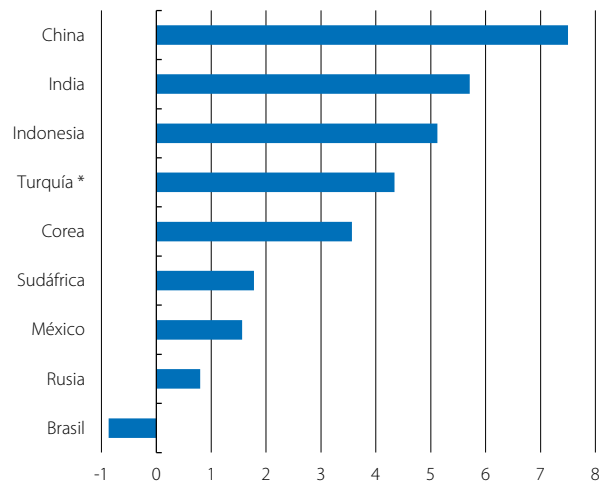
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Emergentes: PIB

Variación interanual en el 2T 2014 (%)



Nota: * 1T 2014.

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

FOCUS · ¿Debe preocuparnos el sector inmobiliario en China?

Es indiscutible que el sector inmobiliario tiene un papel muy importante en la economía china: su peso en el PIB alcanza el 15%, a lo que hay que añadir conexiones amplias y profundas con otras muchas industrias, como las del acero o el cemento. Es comprensible, por tanto, que el enfriamiento de dicho sector en los últimos meses sea objeto de vigilancia, en términos de sus causas y consecuencias. Pero no es razonable disparar apresuradamente las alarmas sobre un estallido inevitable e inminente de una supuesta burbuja inmobiliaria.

Después de una fase de crecimiento enérgico en 2013, tanto los precios como el número de compraventas de vivienda empezaron a ralentizarse a principios de 2014 hasta mostrar leves descensos en los últimos meses (véase el gráfico). Así, mientras, a finales del año pasado, 65 de las 70 ciudades que examina la oficina nacional de estadística declaraban que los precios seguían subiendo, en marzo el número se había reducido a 56 y en julio fueron solamente dos. De manera agregada, y según el portal inmobiliario SouFun, los precios de la vivienda nueva empezaron a caer en mayo de 2014. La causa de este comportamiento es fácilmente identificable: las medidas restrictivas aplicadas en la segunda mitad de 2013 por las autoridades económicas en los ámbitos crediticio (que acaban incidiendo en la concesión de préstamos hipotecarios) y administrativo (licencias, etc.). Dicha política se justificaba por dos consideraciones. Por un lado, la constatación de que se estaban acumulando algunos desajustes contraproducentes, en particular la sobreoferta de viviendas en determinadas ciudades. Segundo, el propósito estratégico de avanzar lenta pero inexorablemente hacia un nuevo modelo económico, en el que se debe disminuir la importancia de la inversión (incluyendo la residencial).

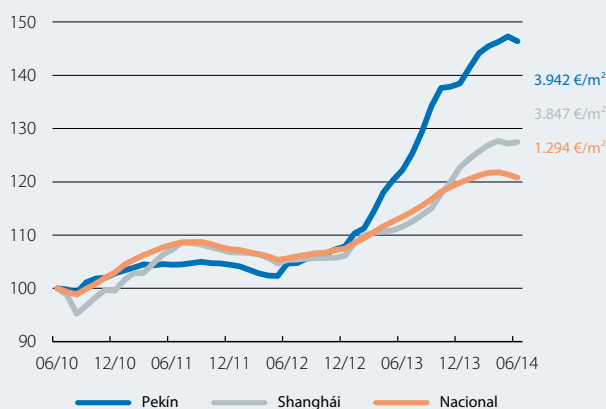
Las autoridades chinas persiguen un desarrollo equilibrado del sector inmobiliario. Y disponen de múltiples herramientas con las que actuar, algunas muy poderosas, sin duda más de lo que es propio de las economías de mercado. La eficiencia a largo plazo de tales actuaciones es una cuestión abierta, pero a corto plazo parece claro que pueden facilitar que se evite un reajuste brusco. De hecho, ya hay muestras de ello: recientemente, el Gobierno ha decidido relajar de manera discrecional las condiciones de compra en algunas ciudades. Se trata de políticas de *fine tuning*, así denominadas porque discriminan entre ciudades o regiones según sus características y necesidades. Es también destacable que el banco central chino haya dispuesto de 48.000 millones de dólares para refinanciar proyectos inmobiliarios a través del Banco de Desarrollo de China. Este tipo de medidas deberían contener la ralentización del sector. Además, consideramos que los riesgos sistémicos derivados del sector de la vivienda son maneja-

bles. Un elemento que apoya esta opinión es que la exposición al crédito inmobiliario es relativamente baja, tanto en los balances de las familias (según datos más recientes, las hipotecas representan un 18% del PIB, frente al 59% en España) como de los bancos (el 23% del total de crédito bancario está relacionado con el sector inmobiliario, frente al 54% en España). Sin embargo, es cierto que, en la actual fase de moderación del crecimiento, una fuerte corrección del sector acrecentaría las dudas sobre la capacidad del país de evitar un aterrizaje brusco.¹ Y ello podría hacer peligrar el renovado ímpetu reformista que se desprende de las recientes acciones del nuevo Ejecutivo (en particular, en la esfera financiera).

A largo plazo, hay tres factores que permiten vislumbrar buenas perspectivas para el sector inmobiliario. En primer lugar, la continuidad del proceso de urbanización. No en vano, la transformación del modelo económico pasa necesariamente por un mayor trasvase de población desde las zonas rurales (donde todavía habita el 45%) hacia las urbanas. Concretamente, en los próximos 20 años se espera acomodar a 300 millones de personas en las urbes chinas, esto es, 15 millones cada año, lo que equivaldría a construir una ciudad como Nueva York cada seis meses. En segundo lugar, la mejora de la renta per cápita de los ciudadanos, que debe impulsar el acceso a viviendas de más calidad y valor añadido. Por último, el apoyo estatal al sector a través de la construcción de viviendas para familias con bajos ingresos.

China: precio de la vivienda nueva

(Índice junio 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del China Real Estate Index System (CREIS); SouFun.com.

1. Según estudios recientes, una corrección brusca del sector inmobiliario podría reducir el crecimiento chino entre 0,96 y 1,92 p. p., (véase «China's property sector overinvestment», Nomura, 5 de mayo de 2014), en línea con nuestra estimación de 1,75 p. p. (según se recoge en «¿Hay burbuja inmobiliaria en China?», "la Caixa" Research, Documento de trabajo 04/12, julio de 2012).

FOCUS · **Abenomics**: el Banco de Japón cumple

A principios de 2013, el primer ministro Shinzo Abe lanzó un ambicioso programa (popularmente bautizado como *Abenomics*) de políticas expansivas para reactivar la languideciente economía nipona. La estrategia diseñada otorgó un papel protagonista al Banco de Japón (BOJ), con un doble cometido: combatir la deflación enquistada durante años y facilitar unas condiciones financieras holgadas para familias, empresas y Gobierno. La autoridad monetaria ha desplegado un amplio abanico de medidas para ello, entre las que destacan dos. Por un lado, el establecimiento de un objetivo explícito de inflación, en el 2%. Por otro, compras a gran escala de activos financieros, principalmente bonos gubernamentales (JGB, por sus siglas en inglés), pero también títulos emitidos por las empresas. Aunque todavía es muy pronto para cantar victoria en términos de la meta final relativa al crecimiento, sí puede decirse que el BOJ está avanzando con éxito en sus objetivos intermedios. El mercado de bonos así lo indica.

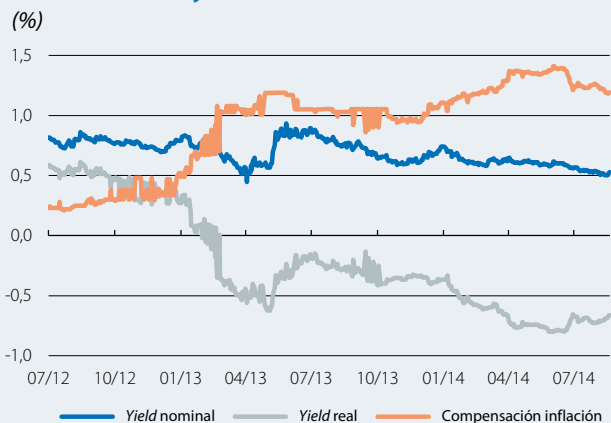
Como era de esperar, la dinámica del mercado de JGB se ha visto radicalmente alterada. *A priori*, el nuevo objetivo de inflación, en la medida que fuera asumido por los agentes privados, debería elevar la tasa de rentabilidad nominal exigida (la *yield* nominal). En sentido opuesto, la compra directa de bonos por parte del BOJ debería presionar a la baja la *yield* real y, por tanto, también la *yield* nominal. La existencia en Japón tanto de JGB regulares (nominales) como indexados a la inflación (reales) permite calibrar la magnitud de estos dos efectos, puesto que la diferencia entre *yield* nominal y real, que suele denominarse «compensación por inflación», es una buena aproximación a las expectativas sobre esta variable de los operadores del mercado de bonos (una medición afinada requiere ajustes por la presencia de diversas primas de riesgo y otras cuestiones técnicas; además, los *swaps* de inflación ayudan a solventar ciertas lagunas de información en los JGB).

En la evolución observada desde finales de 2012 (cuando ya se anticipaban las medidas de Abe) hasta mediados de 2014 destacan dos grandes rasgos. Primero, la «compensación por inflación» ha aumentado sensiblemente. Esto revela un cambio en las expectativas a largo plazo de los agentes, que, en efecto, han incorporado, al menos parcialmente, el objetivo de alcanzar y sostener una inflación más elevada. Segundo, la *yield* real ha experimentado un descenso muy llamativo, hasta situarse claramente en terreno negativo, lo que significa brindar unas condiciones financieras favorables para los agentes económicos (que se aprecian también en la revalorización del Nikkei –un 80% en el periodo– y la depreciación del yen). Diversos estudios han mostrado que las ingentes compras de bonos realizadas por el BOJ (el acumulado desde abril de 2013 llega al 20% del PIB y es proporcionalmente superior

al QE de la Reserva Federal) son un factor importante en la caída de la *yield* real (también entran en juego los factores de alcance global que se examinan en el artículo «Tipos de interés reales y perspectivas de crecimiento» de este *Informe*). Así, por ejemplo, economistas de Goldman Sachs cifran su impacto en unos 60 p. b. para la *yield* del bono a diez años.

En la medida que el BOJ continúe o incremente su expansión cuantitativa, la presión bajista sobre las *yields* permanecerá. Pero, en algún momento, el BOJ deberá plantear y ejecutar la pertinente estrategia de salida. Todo estará condicionado al marco económico y financiero general, que, a su vez, dependerá críticamente de los otros dos brazos del *Abenomics*: la política fiscal y las reformas estructurales. Si se cumplen los planes, las *yields* están abocadas a subir, de manera más o menos abrupta, hacia niveles acordes con los fundamentales.

Yield nominal y real del JGB a 10 años *



Nota: * Series parcialmente sintéticas en función del swap de inflación a 10 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones y Thomson Reuters Datastream.

Rentabilidad del JGB

En puntos básicos (100 puntos básicos = 1%)



Nota: * Goldman Sachs, modelo del yield del JGB que incluye el yield del US Treasury a 10 años y la inflación esperada en Japón.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones y Thomson Reuters Datastream.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14
Actividad								
PIB real	2,3	2,2	2,3	3,1	1,9	2,5	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,7	3,6	2,3	4,0	3,8	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	81,0	74,0	80,5	83,4	90,3	92,4
Producción industrial	3,8	2,9	2,7	3,3	3,3	4,1	5,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	55,7	56,7	52,7	55,2	57,1	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,8	929,7	882	1.025	925	997	1.093	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	161	165	170	171	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,2	7,0	6,7	6,2	6,2	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,6	58,5	58,8	58,9	59,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,3	-2,8	-3,0	-2,8	-2,9	-2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	2,1	1,5	1,6	1,2	1,4	2,1	2,0	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,7	1,6	1,9	1,9	...

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14
Actividad							
PIB real	1,5	1,5	2,4	2,4	2,7	0,0	-
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,0	41,7	38,8	39,1	41,5
Producción industrial	0,2	-0,6	2,0	5,8	8,3	2,6	-0,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-5,0	6,0	12,0	16,0	17,0	12,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,0	3,9	3,6	3,6	3,8
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-1,4	-2,4	-2,1	-2,4	-2,8	-2,9	-2,9
Precios							
Precios de consumo	0,0	0,4	0,9	1,4	1,5	3,6	3,4
Precios de consumo subyacente	-0,6	-0,2	0,0	0,5	0,6	2,3	2,3

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14
Actividad							
PIB real	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	7,5	-
Ventas al por menor	14,3	13,1	13,3	13,5	11,9	12,3	12,2
Producción industrial	10,0	9,9	10,1	10,0	8,7	8,9	9,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,8	51,3	50,3	50,7	51,7
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	230	259	252	259	234	254	284
Exportaciones	8,0	7,9	3,9	7,4	-3,4	5,0	14,5
Importaciones	4,3	7,3	8,4	7,1	1,7	1,4	-1,6
Precios							
Precios de consumo	2,7	2,6	2,8	2,9	2,3	2,2	2,3
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	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.

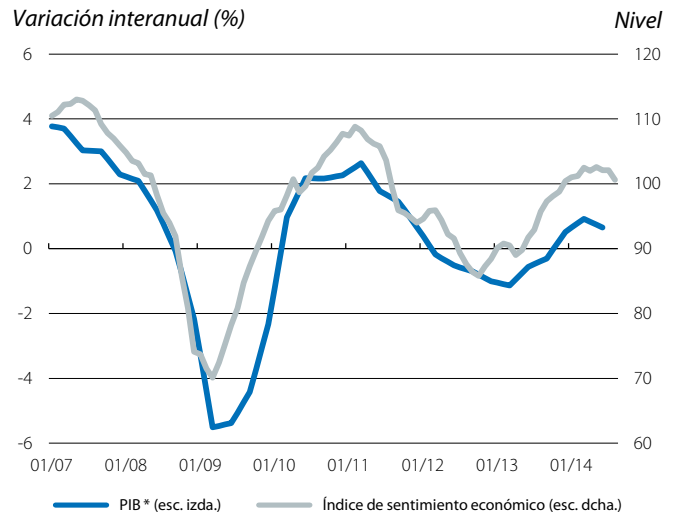
COYUNTURA · Eurozona: una recuperación a medio gas

La recuperación de la eurozona pierde fuerza. Los signos de debilitamiento que mostraron los indicadores de actividad durante el trimestre pasado se han materializado. La economía de la eurozona se estancó en el 2T y puso fin a cuatro trimestres de avance a un ritmo promedio del 0,2% intertrimestral. Aunque no se disponga todavía del desglose del PIB por componentes, la caída de la confianza industrial sugiere un menor impulso de la inversión, que frenó la tendencia de mejora gradual de la demanda interna. Asimismo, la demanda externa se ha visto lastrada por la debilidad del comercio mundial a inicios de año. El repunte de las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania, tampoco está ayudando. Hasta el momento, los datos disponibles del 3T no muestran indicios claros de mejora: el índice de sentimiento económico y el índice PMI se situaban, en agosto, por debajo del promedio del 2T, y la confianza del consumidor ha corregido parte de los avances de los meses anteriores. El escenario para el segundo semestre del año, por tanto, no es muy alentador. Aunque se espera que la economía alemana recupere cierto dinamismo, el avance de la actividad europea se verá lastrado por la economía francesa e italiana, toda vez que los pronósticos más pesimistas parece que se van confirmando.

El avance es desigual. La evolución de las cuatro principales economías de la eurozona presenta tendencias muy distintas. El avance del PIB español se aceleró en el 2T, con un crecimiento del 0,6% intertrimestral (0,4% en el 1T). Este aumento contrasta con el estancamiento de la economía francesa por segundo trimestre consecutivo y con las contracciones del PIB registradas en Italia y Alemania (del 0,2% intertrimestral). En el caso alemán, aunque el elevado avance del PIB en el 1T (del 0,8% intertrimestral) ya sugería una ralentización de la economía en el 2T, el retroceso de la actividad ha sorprendido negativamente. Parte de este mayor deterioro responde a la escalada de las tensiones en el conflicto ucraniano. En este sentido, aunque el peso de las exportaciones hacia Rusia es moderado (representan el 3% del total de ventas al exterior), la incertidumbre respecto a la resolución del conflicto y de los efectos que puede generar sobre las economías del este de Europa siguen diezmando el sentimiento inversor alemán.

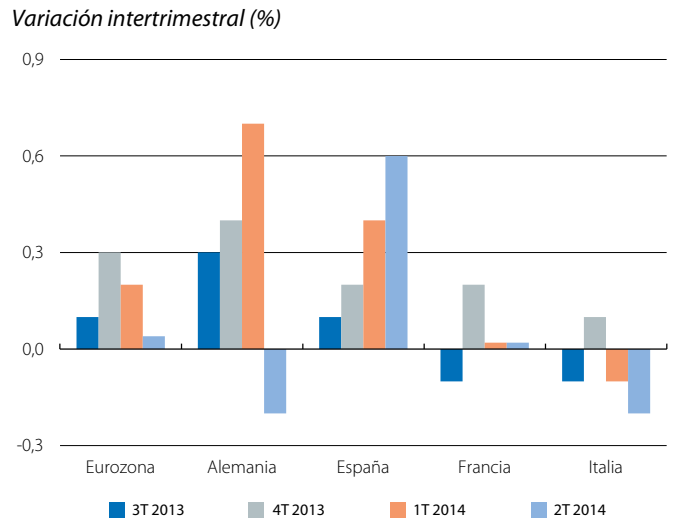
Francia e Italia: la senda de crecimiento sigue sin afianzarse. La lectura que nos ofrece la evolución de las otras dos grandes economías europeas tampoco es muy favorable. Los principales indicadores disponibles del 3T confirman la debilidad de la recuperación. Una muestra de ello es el retroceso de la confianza del sector industrial en julio y agosto, que se sitúa significativamente por debajo del promedio del 2T. Este contexto no anticipa un repunte de la inversión que, en el 2T retrocedió un 1,1% y un 0,9% intertrimestral en Francia e Italia, respectivamente. En este contexto, la implementación de reformas que mejoren la malograda competitividad de ambas econo-

Eurozona: PIB e índice de sentimiento económico



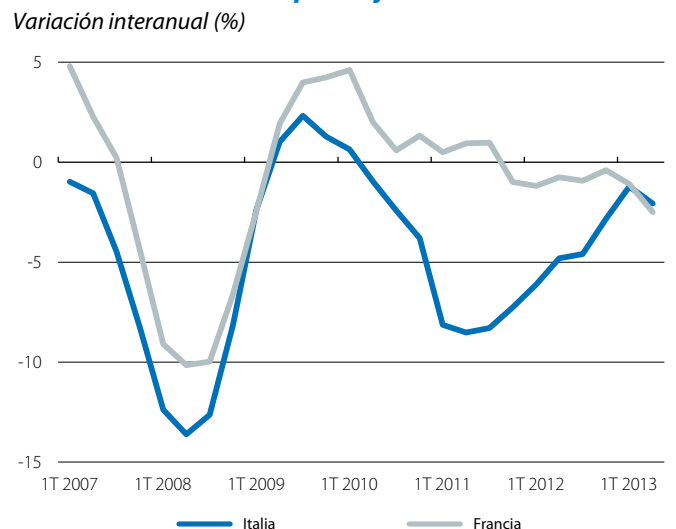
Nota: * Datos trimestrales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea y de Eurostat.

Crecimiento del PIB



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

Formación bruta de capital fijo



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Istat y el INSEE.

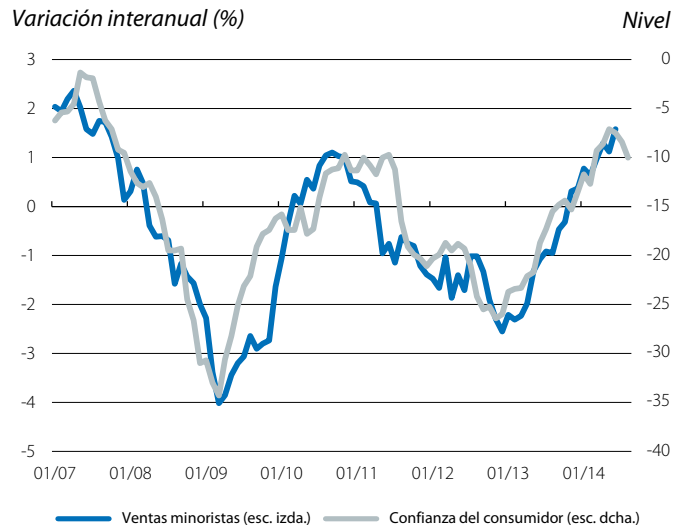
mías sigue siendo necesaria para dinamizar una demanda exterior en horas bajas. En el 2T, las exportaciones reales francesas e italianas se mantuvieron prácticamente estancadas (con variaciones intertrimestrales del 0,0% y del 0,1%, respectivamente).

El consumo privado pierde fuelle en el 3T. Durante los últimos trimestres, la recuperación del consumo de los hogares se ha convertido en un importante apoyo para el crecimiento de la eurozona (explica prácticamente un tercio del avance del PIB registrado entre el 1T 2013 y el 1T 2014). Una contribución que siguió siendo notable en el 2T del año a juzgar por el buen ritmo de avance que han exhibido las ventas minoristas (del 1,3% interanual en el 2T frente al 0,8% del 1T). Sin embargo, el retroceso de la confianza del consumidor en julio y agosto sugiere cierto agotamiento en el 3T.

El retorno de la actividad favorece la recuperación del mercado laboral, aunque de forma muy gradual. En julio, la tasa de desempleo de la eurozona se situó en el 11,5%, cuatro décimas por debajo del nivel registrado un año atrás. No obstante, las diferencias entre países son notables. Durante los últimos meses, la reducción de la tasa de paro ha sido especialmente significativa en los países de la periferia (con caídas de 2,3, 1,7 y 1,6 p. p. en Portugal, España e Irlanda, respectivamente). Esta mejora contrasta con el menor dinamismo del mercado laboral tanto en Francia como, sobre todo, en Italia, países en los que la tasa de desempleo ha aumentado cinco décimas en el último año. La ligera mejora de las expectativas de empleo por parte de las empresas industriales y de servicios en los primeros meses del 3T sugiere que esta senda de recuperación gradual del mercado laboral europeo se mantendrá, aunque, si los síntomas de debilidad económica persisten o se acentúan, también las expectativas de empleo se acabarán viendo afectadas.

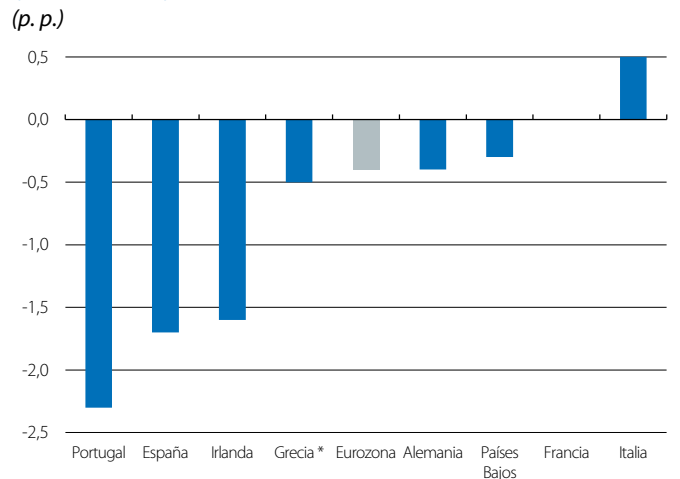
El bajo nivel de la inflación ejerce presión sobre el BCE. El contexto de debilidad se refleja en la evolución de los precios, que siguen manteniéndose en cotas inaceptablemente bajas. En el mes de agosto la tasa de inflación se situó en el 0,3%, una décima por debajo del registro de julio, aunque es preciso puntualizar que en los últimos meses los componentes más volátiles son los que están empujando al índice general a la baja. El IPC subyacente se mantiene más estable, alrededor del 1%. En cualquier caso, esta tendencia ha socavado significativamente las expectativas de inflación en el último mes, un dato que no ha pasado desapercibido al presidente del BCE. En sus declaraciones en la reunión anual de Jackson Hole, Mario Draghi fue especialmente contundente al señalar que la caída de las expectativas de inflación supone un claro riesgo para la estabilidad de precios. En este sentido, el mandatario europeo mostró una clara disposición a implementar medidas expansivas adicionales para asegurar el cumplimiento del mandato de la institución. Por otro lado, Draghi hizo un alegato insólito a favor de reconsiderar el papel de la política fiscal en la recuperación económica de la eurozona. La actuación del BCE en los próximos meses volverá a cobrar un gran protagonismo. Por

Eurozona: indicadores de consumo



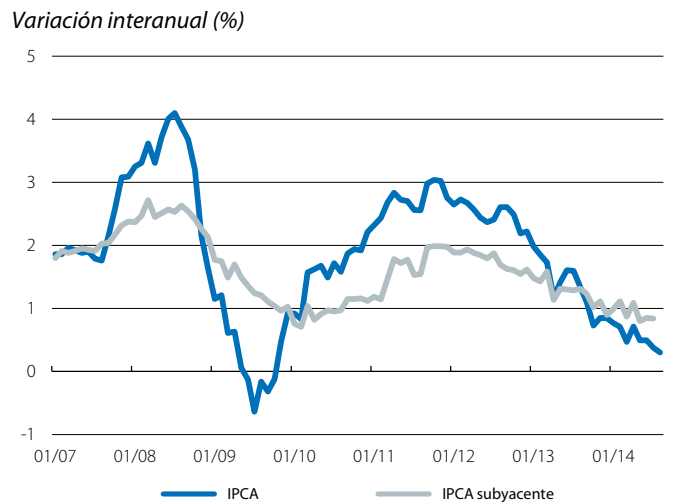
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Variación de la tasa de paro (julio 2014 - julio 2013)



Nota: * Último dato mayo de 2014. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: índice de precios al consumo armonizados



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

un lado, es imprescindible que siga insistiendo en que, si se acentúa el clima de debilidad, tomará medidas adicionales. En este sentido, debería ofrecer más detalles sobre el trabajo que se está llevando a cabo para reactivar el mercado de ABS. La política de comunicación de la institución (enfaticando el compromiso con la estabilidad de precios y la disponibilidad de instrumentos para usar si se requiere) será clave para mantener las expectativas de inflación ancladas.

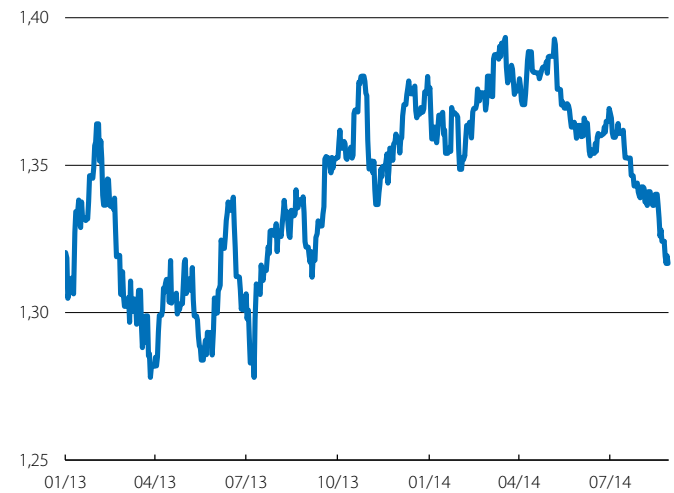
Al sector exterior le cuesta arrancar, tanto por el menor vigor de los principales países emergentes como por el repunte de los focos de tensión geopolítica. En este contexto, no sorprende que el avance de las exportaciones europeas durante el primer semestre del año haya sido modesto (0,9% interanual). Para la segunda mitad del año las perspectivas son más esperanzadoras, el mayor pulso de las principales economías emergentes y la depreciación del euro deberían ayudar. De todas formas, el aumento de los riesgos a la baja, especialmente ligados a los focos de tensión geopolítica, ha hecho disminuir la confianza en el sector exterior como punto de apoyo de la recuperación.

La ralentización de la actividad vuelve a fijar las miradas en la política fiscal. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento supone un reto añadido para las políticas de consolidación fiscal que deben llevar a cabo los países europeos. De momento, el renovado discurso de Mario Draghi, subrayando la capacidad de actuación que todavía le queda al BCE, ha vuelto a actuar de amortiguador. La rentabilidad de la deuda soberana se ha reducido notablemente en los últimos meses, situándose en muchos casos en mínimos históricos. A modo de ejemplo, la rentabilidad de los títulos alemanes de deuda a diez años se situó en el 0,9%, 103 p. b. por debajo de la rentabilidad exigida a finales de 2013. En el caso de los títulos de España, Irlanda e Italia también observan reducciones significativas.

Los pasos hacia la unión bancaria avanzan de acuerdo con el calendario establecido. El 4T del año llega marcado por la publicación de los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas a las principales entidades europeas. Asimismo, el inicio en noviembre de la supervisión única de gran parte del sistema financiero por parte del BCE supone el inicio de una nueva etapa para la banca europea. Esto debe contribuir a la reducción de la fragmentación financiera. De hecho, los últimos datos de coste de financiación de las empresas muestran cierta reducción en países de la periferia europea como España e Italia. Además de esta normalización del sector bancario, se espera que las medidas de liquidez del BCE condicionadas a la concesión crediticia supongan un importante apoyo para la recuperación del sector.

Tipo de cambio euro-dólar

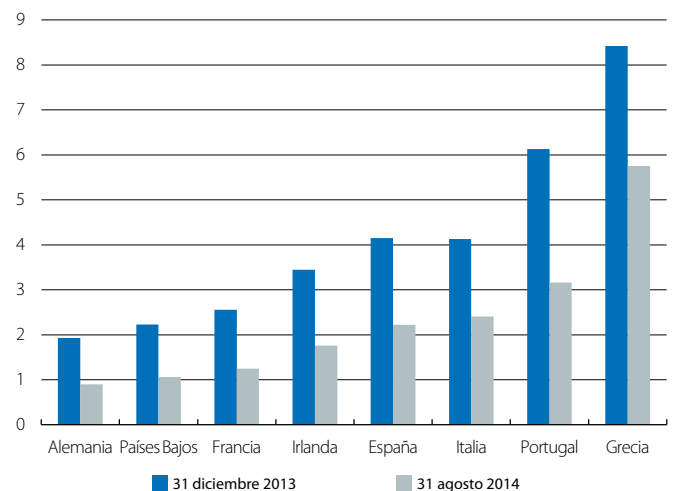
(Dólares por euro)



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

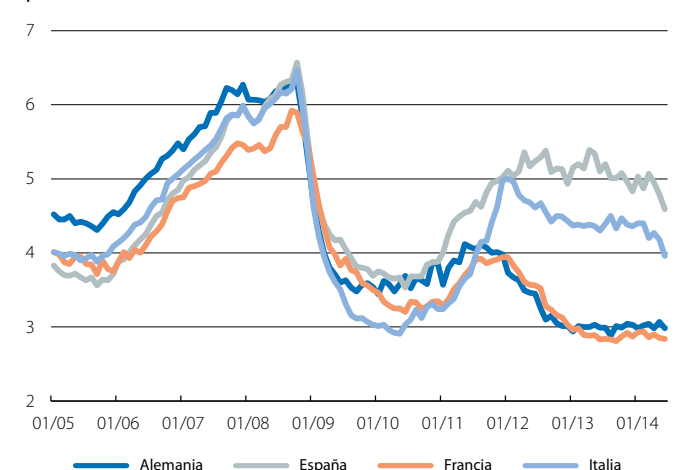
(%)



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

Costes de financiación para las empresas no financieras

Tipo de interés (%)



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

FOCUS · El déficit estructural: una variable de referencia

Se acerca el 4T y los Gobiernos europeos empiezan a perfilar los presupuestos públicos para 2015. En los últimos años, su diseño ha estado condicionado por las nuevas políticas de gobernanza de la Comisión Europea, que proporcionan una mayor relevancia a la corrección del componente estructural del déficit público.

El uso del déficit estructural para diseñar la política fiscal de un país tiene una clara ventaja: permite valorar la posición fiscal a largo plazo de las administraciones públicas, independientemente del momento del ciclo económico. Así, en un periodo recesivo, el análisis del saldo estructural muestra si se están tomando medidas para mejorar la posición fiscal a largo plazo, independientemente de los efectos que a corto plazo pueda tener la situación económica. Un claro ejemplo es el caso de Portugal. Entre 2010 y 2013, el déficit público luso se redujo solo un 0,6% del PIB, lo que podría hacer pensar que no se estaban tomando suficientes medidas. Sin embargo, el ajuste del saldo estructural en ese mismo periodo fue de 5,8 p. p., uno de los mayores entre los países europeos. En el contexto actual, el análisis del saldo estructural es igualmente interesante. Dado que el déficit público se ve beneficiado por la mejora cíclica de la economía, la evolución del saldo estructural permite analizar si se siguen tomando medidas que mejoren la posición fiscal a largo plazo, y si estas son suficientes.

El seguimiento del saldo estructural parece, por tanto, obligado, pero tiene algunas limitaciones. La más importante, los problemas de medida. El saldo público estructural es aquel que presentaría una economía si utilizara todos sus factores de producción, capital y trabajo, sin que se produjeran tensiones en los precios. Esto es, si el PIB fuera igual al PIB potencial. En consecuencia, para obtener una medida del saldo público estructural, primero se debe estimar cuál es la capacidad de producción de una economía, una variable que, precisamente, ha sido revisada numerosas veces durante los últimos años. La crisis financiera ha puesto en evidencia que las técnicas estadísticas utilizadas sobreestimaban la parte del PIB observado que era calificado como PIB potencial. Así, durante los años de bonanza no se identificó que parte del crecimiento era impulsado por factores insostenibles a largo plazo. En cambio, durante la crisis, la revisión a la baja del crecimiento potencial de la economía fue, en muchos casos, exagerada.

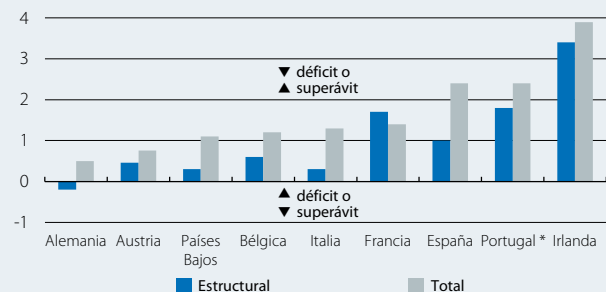
Para que la evolución del saldo público estructural pueda convertirse en una variable de referencia para el diseño de la política fiscal, la Comisión Europea se ha visto obligada a revisar la metodología utilizada para estimar el PIB potencial y el saldo estructural. El objetivo ha sido, justamente, obtener unas estimaciones que sean menos susceptibles a los vaivenes de la economía y, por tanto, más robustas a

largo plazo. El impacto de esta nueva metodología sobre las estimaciones del PIB potencial y del saldo público estructural es desigual entre países. Mientras que en un buen número de ellos los cambios han sido imperceptibles, como en Alemania y Francia, en otros las revisiones han sido importantes. Destacan en este segundo grupo los casos de Irlanda, Chipre, Portugal y, especialmente, España. Concretamente, en el caso español, la nueva metodología aumenta en 2,5 p. p. el PIB potencial para 2013, lo que supone una reducción del déficit estructural de 1,2 p. p. para ese mismo año, hasta el 2,8% del PIB. De hecho, esta nueva métrica revela que el ajuste del déficit estructural llevado a cabo entre 2010 y 2013 fue de 4,3 p. p., significativamente superior al estimado anteriormente (de 3,3 p. p.).

En suma, el esfuerzo para mejorar los métodos de estimación del PIB potencial son, sin duda, una buena noticia. Especialmente si tenemos en cuenta la creciente importancia del saldo estructural en el diseño de la política fiscal europea. Sin embargo, debemos ser conscientes de la incertidumbre que rodea a esta variable y no olvidar que, en última instancia, la prioridad sigue siendo reducir el elevado nivel de deuda pública.

Variación del saldo público previsto en los Programas de Estabilidad (2013-2015)

(% del PIB)

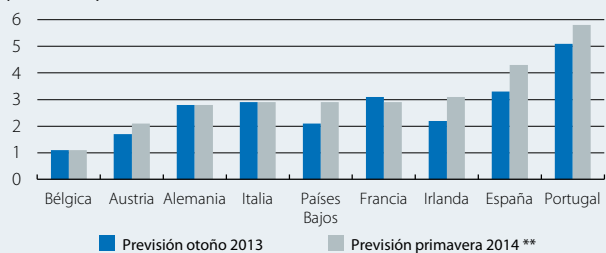


Nota: * Datos obtenidos de las previsiones de la Comisión Europea.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de los distintos Programas de Estabilidad Nacionales y la Comisión Europea.

Variación estimada del saldo público estructural entre 2010 y 2013*

(% del PIB)



Notas: * Estimación realizada con el uso de la nueva metodología de cálculo del déficit estructural.

** Valores positivos significan un aumento del superávit estructural o una reducción del déficit estructural.

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

FOCUS · Titulizaciones: ¿pieza clave en el despertar del crédito?

Dado el importante papel que desempeñan las pymes en la economía de la eurozona, es de vital importancia facilitar su acceso al crédito para afianzar la recuperación de la región. El primer paso lo ha dado el BCE fomentando el crédito al sector privado mediante las TLTRO y anunciando las preparaciones técnicas para iniciar un programa de compras de titulizaciones de crédito. Un mercado de titulizaciones más desarrollado y en buen funcionamiento serviría de fuente de financiación adicional y, además, ayudará a mejorar el mecanismo de transmisión monetario vía la reparación del canal crediticio.¹ Procedamos a destacar los principales obstáculos que han impedido el crecimiento de este mercado y las soluciones que han propuesto varios organismos.²

Los impedimentos a los que se enfrenta el mercado de titulizaciones se pueden clasificar en dos grupos. El primero lo forman las barreras de origen endógeno, propias de la estructura de este mercado, como por ejemplo los altos costes para estructurar estos productos y otras restricciones operativas. El segundo grupo, con mayor impacto en el desarrollo de este mercado, son los impedimentos regulatorios. Los requerimientos de capital exigidos por retener titulizaciones (Basilea III para los bancos y Solvencia II para las aseguradoras) son excesivamente estrictos en comparación con otros activos con un perfil de riesgo similar. Asimismo, la ratio de liquidez a corto plazo exigida por Basilea también perjudica a las titulizaciones de créditos a pymes, puesto que se excluyen de la definición de activos líquidos (más benévola para los tramos sénior de las titulizaciones hipotecarias).

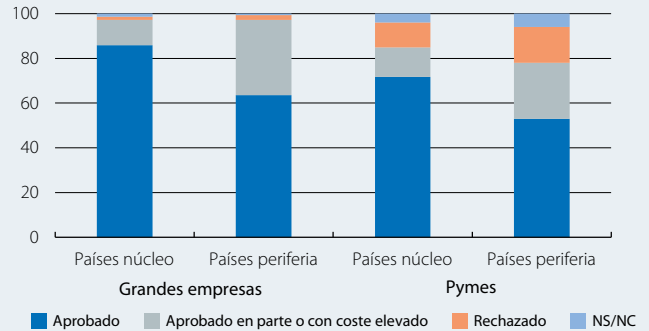
Teniendo en cuenta las barreras que dificultan el desarrollo de este mercado, varios organismos han abogado por diferenciar los activos de alta calidad (más simples, transparentes y menos arriesgados) para que puedan obtener un tratamiento regulatorio más favorable. Menores requerimientos de capital y su inclusión como activos líquidos posibilitarían esta distinción más benévola, promoviendo la oferta de tales productos y ampliando la base inversora. Ello también contribuiría a borrar el estigma que todavía acarrea este activo tras el papel protagonista que tuvo en la gestación de la crisis financiera, especialmente en EE. UU.

Dada la importancia que puede tener este mercado para reactivar el flujo de crédito al sector privado, es importante que las medidas que se tomen vayan encaminadas a crear un mercado más eficiente que alinee los incentivos de los distintos agentes para ganar transparencia y homogeneización, pero siempre cerciorándose de no proporcionar un tratamiento regulatorio especial, sino uno justo en consonancia con el riesgo asociado de cada activo.

1. Véase Focus «Mercado de titulizaciones: de héroe a villano, y viceversa» del IM06 para más información sobre qué son y cómo funcionan.
 2. Véase «The case for a better functioning securitisation market in the European Union», del BCE y BoE y «Capital market development: SME financing in the Euro Area» del Informe de julio del FMI.

Acceso de las empresas a los préstamos bancarios

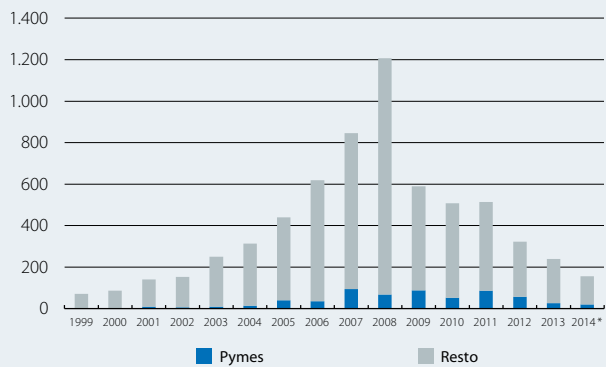
Empresas que han solicitado préstamos en los 6 meses anteriores (%)



Nota: Núcleo incluye Bélgica, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia. Periferia incluye Irlanda, Grecia, España, Portugal e Italia.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la encuesta SAFE (2S 2013) del BCE.

Emisiones de titulizaciones en Europa **

(Miles de millones de dólares)



Notas: * Solo incluye emisiones del primer semestre.
 ** Incluye Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Rusia, España, Reino Unido y titulizaciones multinacionales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de SIFMA.

Ponderaciones por riesgo de las titulizaciones en función del rating *

(%)

Rating	Propuesta BIS		Regulación actual
	Vencimiento a 1 año	Vencimiento a 5 años	Todos los vencimientos
AAA	15	25	7
AA	25	50	8
A	50	75	12
BBB	90	130	60
BB	160	230	425
B	310	420	1.250
CCC	460	530	1.250
Menos de CCC-	1.250	1.250	1.250

Nota: * Los requisitos mínimos de capital (en % de la exposición) son iguales al 8% multiplicado por la ponderación correspondiente. Por ejemplo, si la ponderación es de 75, el requisito de capital es 8% x 0,75 = 6%.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BIS.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,7	-0,8	-0,5	0,4	1,0	1,6	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	-1,1	1,6	1,3	0,8	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-15,9	-14,4	-11,2	-7,7	-8,4	-10,0
Sentimiento económico	90,8	93,8	95,3	99,1	101,6	102,2	102,1	100,6
PMI manufacturas	46,2	49,6	50,9	51,9	53,4	52,5	51,8	50,8
PMI servicios	47,6	49,3	50,9	51,3	52,1	53,0	54,2	53,4
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,6	-0,8	-0,8	-0,4	0,1	...	-	...
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	11,3	11,9	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,3	5,2	5,2	5,0	4,9	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,3	10,2	10,2	10,2	10,3	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,3	12,5	12,5	12,5	12,6	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	26,1	25,8	25,3	24,7	24,5	...

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14	07/14
Saldo corriente: zona del euro	1,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	...
Alemania	7,1	6,8	6,7	6,8	6,9	6,9	6,9	6,7	...
Francia					-0,6	-0,8	-1,3	-1,3	...
Italia	-0,3	1,0	0,7	1,0	1,3	1,4	1,5	1,5	...
España	-1,2	0,8	0,8	0,8	0,4	0,3	0,1	-0,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	97,8	101,6	101,9	103,1	103,8	104,5	103,8	103	102,6

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14	07/14
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,8	-2,9	-3,1	-2,8	-2,6	-2,2	-2,2
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1	2,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	7,6	6,6	5,9	5,2	4,9	5,3	5,6
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	0,3	-1,5	-2,5	-2,4	-1,9	-1,8	-1,8
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-17,2	-16,8	-12,6	-14,2	-12,1	-8,8	-6,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4	...

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

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

COYUNTURA · Crecer de la mano de la demanda interna: un arma de doble filo

La economía española sale reforzada del verano. Si bien las principales economías europeas han presentado registros peores de lo esperado, y en ciertos casos preocupantes, la economía española muestra una recuperación que poco a poco gana fuerza y que, finalmente, ya se hace notar en el mercado laboral. Por tanto, hay motivos para el optimismo. De todas formas, la cautela debe ser máxima, como mínimo por tres motivos. Primero, parte del repunte de la actividad está impulsado por factores temporales, como la implementación de las decisiones de consumo e inversión pospuestas durante los años de crisis. Segundo, la recuperación está recayendo casi en exclusiva en la demanda interna, lo que está deshaciendo el reequilibrio exterior conseguido durante los últimos años. Tercero, aunque de momento la economía española está logrando mantenerse relativamente aislada de la debilidad europea, su capacidad de resistencia es limitada. A continuación analizamos estas cuestiones con más detalle.

La demanda interna toma el relevo al sector exterior e impulsa el crecimiento del PIB en el 2T 2014. Como se esperaba, tanto el consumo de los hogares como la inversión registran un importante ritmo de avance. Concretamente, el consumo de los hogares avanzó un 0,7% intertrimestral y lleva cuatro trimestres creciendo a un ritmo promedio del 0,6%. Así, la tasa de variación interanual ya se ha situado por encima del 2%, en el 2,4% concretamente. También la inversión está repuntando con fuerza, en este caso impulsada, sobre todo, por la inversión en bienes de equipo (+2,1% intertrimestral), que, dado su buen comportamiento, es probable que cierre el año con una tasa de crecimiento cercana a los dos dígitos. En el 2T 2014 también la inversión en construcción anotó un notable progreso (+0,9% intertrimestral). En el lado opuesto se encuentra el gasto público, que tras el sorprendente avance del 1T, se mantuvo constante. De todas formas, es de esperar que en los próximos trimestres presente tasas negativas para asegurar que se cumplen los objetivos de reducción del déficit acordados con Bruselas.

La otra cara del nuevo patrón de crecimiento de la economía española: el deterioro del saldo exterior. Tanto las exportaciones de bienes como de servicios retomaron el pulso en el 2T, con crecimientos del 1,4% y del 1,2% intertrimestral respectivamente. De todas formas, no está siendo suficiente para compensar el fuerte repunte de las importaciones. Estas avanzaron un 1,9%, un registro que no parece muy superior al de las exportaciones, aunque, dado que esta diferencia ya hace unos trimestres que se mantiene, en términos interanuales la distancia es más notoria: 3,9% de las importaciones frente al 1,7% de las exportaciones. El principal apoyo con el que contó la economía española durante los años de recesión ha desaparecido rápidamente cuando la demanda interna ha empezado a recu-

Cambio en las previsiones del FMI

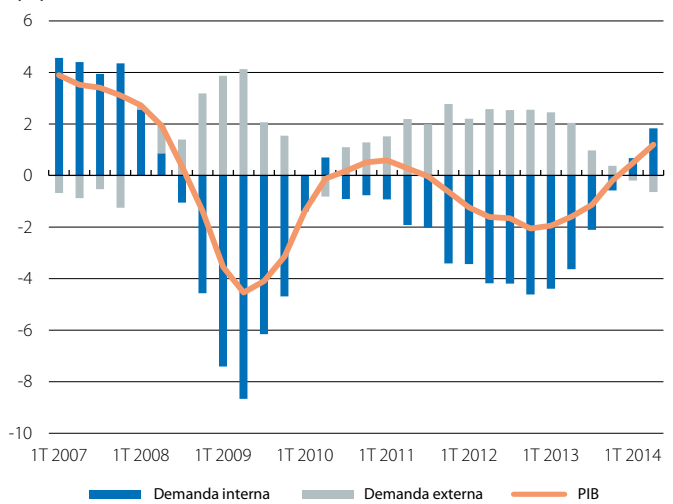
Variación interanual, salvo indicación expresa (%)

	Junio 2014		Abril 2014	
	2014	2015	2014	2015
Crecimiento del PIB	1,2	1,6	0,9	1,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	24,9	23,8	25,5	24,9
Empleo	0,2	0,8	0,3	0,4
IPC	0,1	0,8	0,3	0,8
Saldo cuenta corriente (% PIB)	0,6	0,7	0,8	1,4
Saldo público (% PIB)	-5,7	-4,7	-5,9	-4,9
Deuda pública (% PIB)	99,0	101,0	99,0	103,0

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

Contribución al crecimiento interanual del PIB

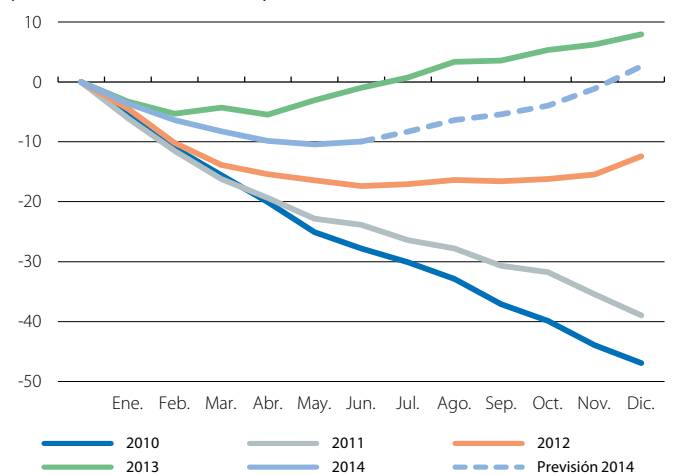
(p. p.)



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

Saldo corriente

Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

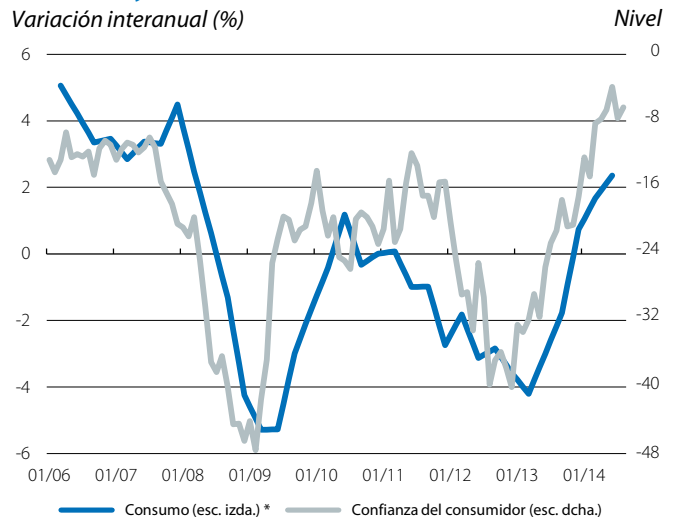
perarse. De momento, el resultado es que, en junio, el saldo corriente se situó de nuevo en terreno negativo. Concretamente, en términos acumulados de 12 meses, el saldo corriente fue de -1.008 millones de euros (frente a +7.965 millones de euros en diciembre de 2013).

La recuperación de la demanda interna tiene visos de continuar. Así lo sugieren los principales indicadores adelantados. La confianza del consumidor, por ejemplo, sigue dibujando una tendencia ascendente a pesar de los vaivenes de los últimos meses, y se consolida en niveles que no se habían observado desde hace años. Otros buenos indicadores del pulso de la demanda, como las ventas de las grandes empresas o las ventas de automóviles, con avances del 2,0% y del 17,2% interanual, respectivamente, apuntan en la misma dirección. De todas formas, es importante resaltar que la tasa de ahorro de los hogares ya se encuentra en mínimos históricos; en el 1T 2014 descendió hasta el 9,4% de la renta bruta disponible de los hogares, una cifra que, según todos los indicios, seguirá decreciendo a corto plazo mientras la mejora del mercado laboral no cobre más impulso.

La mejora del mercado laboral gana intensidad y amplitud. Finalmente, la EPA del 2T dibuja un mercado laboral que ya empieza a recoger la recuperación de la actividad económica. El número de ocupados aumentó en 402.400 personas, el mayor avance desde el inicio de la crisis. Si descontamos los efectos estacionales, el empleo creció un 1,0% intertrimestral, frente al 0,1% del 1T 2014. Es destacable que la reactivación no solo se aprecie en el sector de los servicios: también la industria presenta un avance positivo. Asimismo, parece que el progreso de la ocupación ha empezado a mitigar el efecto desánimo ya que la población activa, que hace varios trimestres que va descendiendo, se incrementó en 92.000 personas. En este contexto, la tasa de paro cayó 1,45 p. p., hasta el 24,5%. Los datos de afiliados a la Seguridad Social de julio siguen dibujando un mercado laboral en recuperación, aunque el ritmo de avance se desaceleró ligeramente respecto a los meses anteriores. Aunque en general los datos están siendo buenos, una parte significativa del impulso proviene del turismo, que en 2014 sigue batiendo marcas históricas. En este sentido, los datos de los próximos meses serán claves para analizar la robustez de la recuperación del empleo.

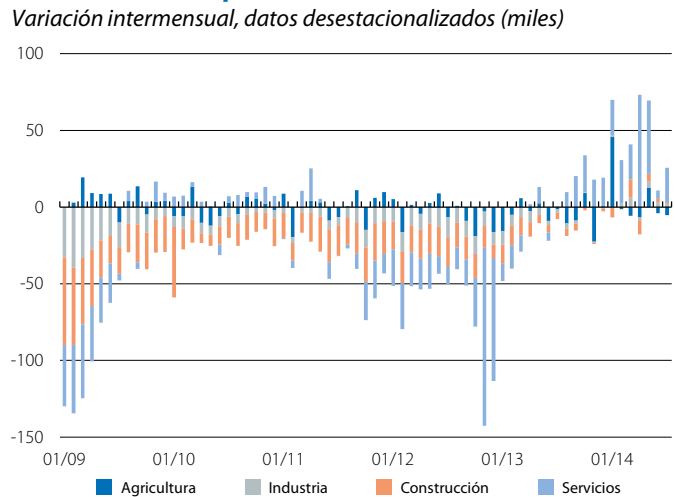
Los indicadores de actividad, de momento, resisten la mayor debilidad europea. A diferencia de los registros que llegan de los principales países del Viejo Continente, los distintos indicadores adelantados de actividad para la economía española siguen mostrando una tendencia alcista. El índice PMI de manufacturas, por ejemplo, continuó aumentando en el mes de julio. Aunque este dato pueda ser interpretado como un síntoma de la robustez del proceso de recuperación de la economía española, es importante mantener la cautela. Parte del repunte de la actividad es fruto de la mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española, que está permitiendo que se tomen decisiones de consumo e inversión que habían sido pospuestas durante los años de recesión. La tendencia de fondo, por lo tanto, es inferior a la que se observa.

Consumo y confianza del consumidor



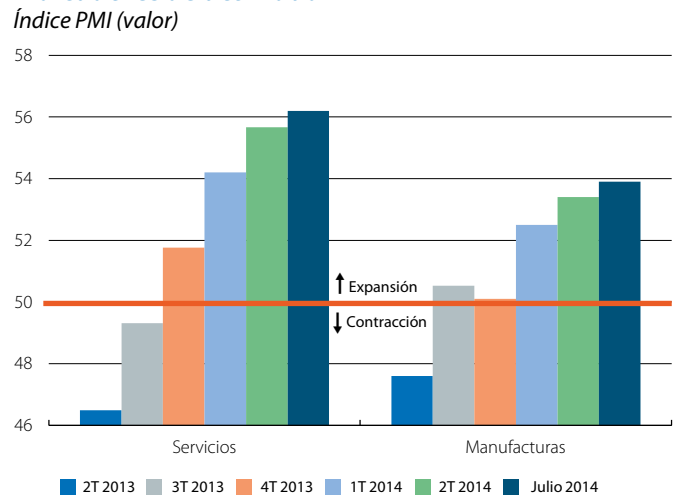
*Nota: * Datos trimestrales. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y de la Comisión Europea.*

Evolución del empleo



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

Indicadores de actividad



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.

Además, aunque la economía española haya diversificado sus exportaciones durante los últimos años, el peso del comercio con el resto de países europeos sigue siendo muy importante, por lo que si la situación europea se enquistara, tarde o temprano se acabará notando.

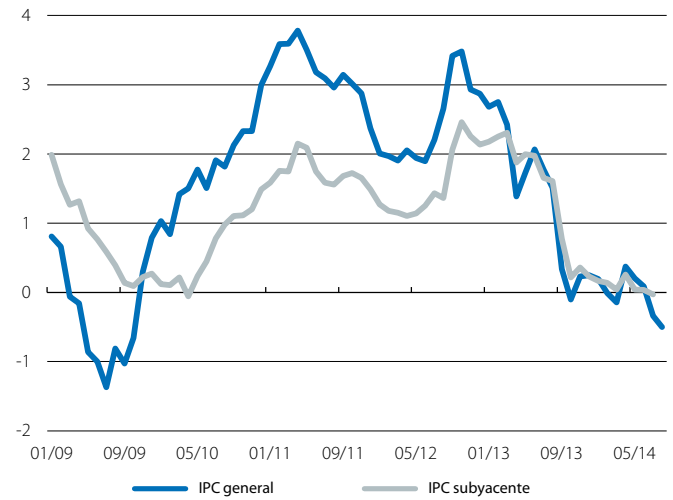
La inflación no responde al mayor ritmo de crecimiento y se adentra en terreno negativo. En agosto se situó en el -0,5% (-0,3% en julio), impulsada por la bajada de los precios de los lubricantes y carburantes, frente a la subida que experimentaron en 2013. Parte de la respuesta al porqué, en un contexto de recuperación económica, la tasa de inflación presenta una tendencia bajista, la encontramos en que están siendo los componentes más volátiles, como el anteriormente mencionando o los precios alimentarios, los que están presionando a la baja la inflación en los últimos meses. La inflación subyacente hace varios meses que se encuentra estable alrededor del 0,0%, y no es de esperar que a corto plazo inicie una tendencia bajista. De todas formas, es preciso recordar que aunque la actividad ya hace cuatro trimestres que muestra una tasa de crecimiento positiva, la utilización de la capacidad productiva sigue siendo relativamente baja, y la contención de los costes salariales, que permiten al conjunto de la economía seguir ganando competitividad, se mantiene. Esta circunstancia explica que la recuperación de la inflación esté siendo más lenta de lo normal.

El ajuste del déficit público avanza a buen ritmo apoyado por el incremento de la recaudación y la mejora de las condiciones de financiación. El déficit del Estado se situó en el 3,1% del PIB en julio, cinco décimas por debajo del saldo de 2013. En gran medida, esta mejora está siendo posible gracias al mayor crecimiento de la economía, que permite aumentar la recaudación impositiva. El descenso de las transferencias a otras administraciones públicas también está teniendo un papel destacable. La contención del gasto público proviene, fundamentalmente, de la mejora de las condiciones financieras. Sirva de ejemplo que las emisiones de letras efectuadas en agosto se cerraron con una rentabilidad cercana al 0% y el diferencial de rentabilidad del bono español a diez años respecto a su equivalente alemán fue en agosto de 130 p. b. De todas formas, aunque el cumplimiento del objetivo de déficit parece bien encarrilado, todavía no se debe bajar la guardia.

Nuevos signos de mejora de la actividad bancaria. En junio, el descenso del saldo crediticio se suavizó (del -6,9% al -6,3% interanual) y la caída de la tasa de morosidad se aceleró (13,06% frente a 13,62% en diciembre de 2013). Destaca positivamente la reactivación del crédito nuevo, sobre todo para el consumo de los hogares y para las pymes. En concreto, en julio se concedió un 12,44% más de crédito nuevo a pymes que en el mismo mes de 2013 (y un 4,72% más que en julio de 2012). Esperamos que los resultados de las pruebas de resistencia a la banca, que se conocerán en octubre, contribuyan a la estabilización del sector bancario y ayuden a consolidar la reactivación del crédito.

IPC

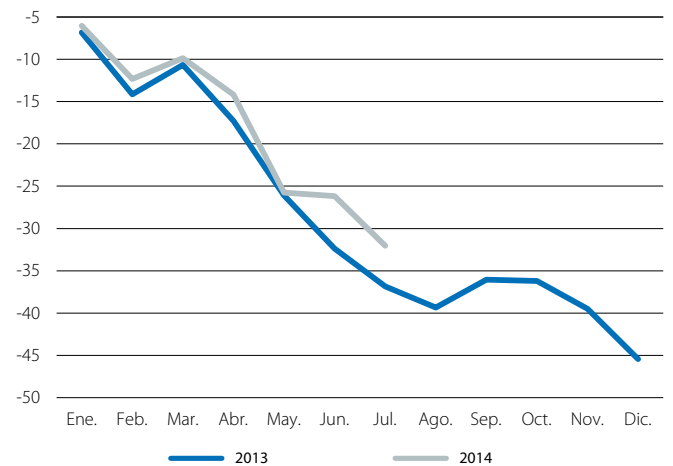
Variación interanual (%)



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

Saldo del Estado

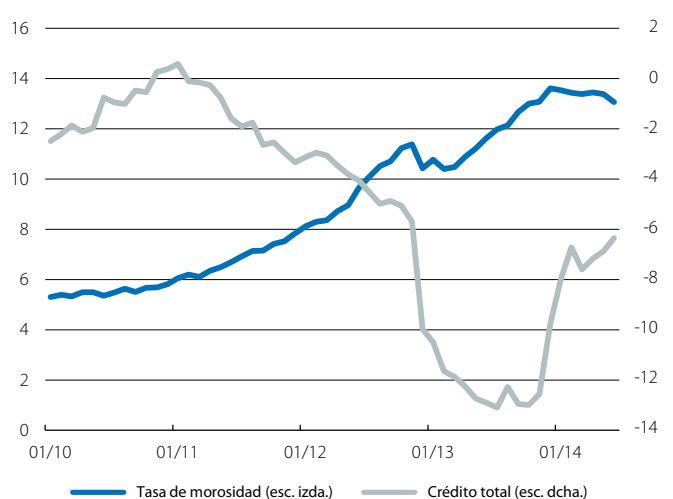
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

Tasa de morosidad y crédito bancario

Dudosos sobre crédito total (%) Variación interanual (%)



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

FOCUS · La mejora del saldo corriente se detiene

Aunque los datos de crecimiento y del mercado laboral hayan sorprendido favorablemente durante los últimos meses, todavía no se puede bajar la guardia. El ajuste del desequilibrio exterior, que ha servido para convencer a propios y extraños de la capacidad de crecimiento a medio plazo de la economía española, presenta claros síntomas de agotamiento.

El saldo corriente pasó de un déficit de 114.330 millones de euros en junio de 2008 a un superávit de 7.965 millones de euros en diciembre de 2013 impulsado por las ganancias de competitividad, que han permitido un fuerte crecimiento de las exportaciones, y por la debilidad de la demanda interna, que ha mantenido las importaciones estancadas. Sin embargo, durante los últimos meses la mejora del saldo corriente se ha detenido, un hecho preocupante dada la elevada deuda externa bruta del país (el 163% del PIB en el 1T 2014). Los últimos datos publicados referentes al mes de junio han sido especialmente negativos: el saldo corriente acumulado de los 12 últimos meses ha vuelto al terreno negativo, alcanzando los 1.008 millones de euros.

Uno de los principales responsables de este cambio de tendencia es la evolución del saldo de rentas: el déficit ha aumentado en 4.950 millones de euros durante los últimos seis meses. De todas formas, en gran medida esto se debe a la recuperación del apetito inversor extranjero en los activos españoles, que poco a poco se va normalizando. Así, el recorrido adicional parece limitado.

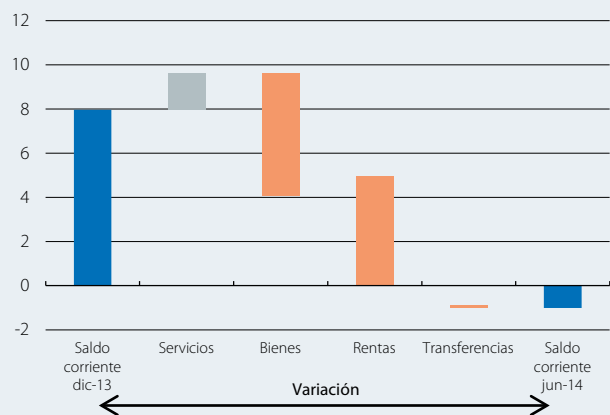
La atención se centra en el saldo de bienes, cuyo déficit ha aumentado en 5.550 millones de euros en lo que va de año, hasta los 15.834 millones de euros. Destaca el repunte de las importaciones (5,3% interanual en el primer semestre del año, frente al -1,3% en el conjunto de 2013), especialmente de automóviles, de bienes de consumo duradero y de bienes de equipo. Las exportaciones de bienes, por su lado, han sufrido la desaceleración de importantes economías emergentes (Brasil, Sudáfrica y Rusia) y la debilidad de Francia e Italia. Ello ha provocado que solo hayan crecido un 0,5% interanual en el primer semestre de 2014, un registro claramente inferior al 5,2% de 2013.

Es de esperar que parte del fuerte repunte de las importaciones sea temporal. La mejora de la confianza en la capacidad de recuperación de la economía española está permitiendo que se tomen decisiones de consumo e inversión que se habían pospuesto durante los años de crisis y que, dada su naturaleza, tienen una elevada intensidad importadora. Asimismo, se espera que las exportaciones en los próximos meses reciban el impulso de la recuperación de la demanda global.

De todas formas, parece difícil que la economía española cierre el año con un saldo corriente superior al de 2013 (0,8% del PIB). A modo ilustrativo, si durante el segundo semestre de este año el comercio de bienes repite los registros del segundo semestre de 2013, lo que supondría un cambio de tendencia más que notable; el saldo corriente se situaría alrededor del +0,5% del PIB. Si este cambio no se produce, y se mantiene la dinámica de los primeros seis meses del año, 2014 se cerrará con un saldo de la balanza corriente que podría alcanzar el -0,5% del PIB. Esto recuerda lo importante que continúa siendo para la economía española seguir ganando competitividad. El consenso de analistas ya hace meses que ha ido corrigiendo a la baja sus previsiones del saldo corriente. Una tendencia que muy probablemente continuará en los próximos meses y que, si no se corrige, puede erosionar la tan preciada confianza de la comunidad internacional en la economía española.

Variación del saldo corriente *

Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)

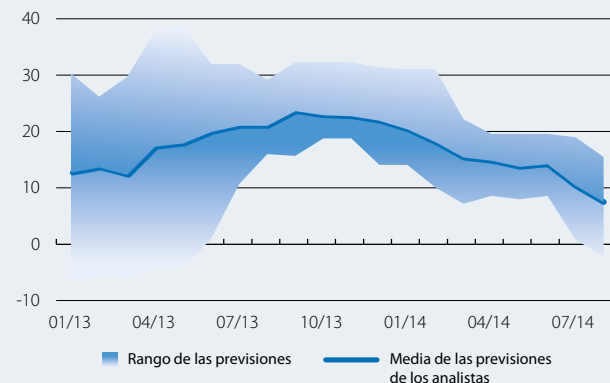


Nota: * Diciembre 2013-junio 2014.

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

Evolución de la previsión de los analistas del saldo corriente de 2014

(Miles de millones de euros)



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

FOCUS · El sector del automóvil en España gana velocidad

No hay duda de que uno de los principales sectores de la economía española es el del automóvil. Según las cifras de la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC), aportó el 6,7% del PIB en 2013 (el 10% una vez que se incluyen todas las actividades relacionadas con la automoción, como seguros o distribución). Sumó además el 16% del total de las exportaciones y empleó directa e indirectamente a un 8,1% de la población activa.

El sector de la automoción fue pionero en encauzar la recuperación de la actividad, como demuestra el hecho de que la tasa de variación interanual de afiliados a la Seguridad Social en el grupo de la fabricación de vehículos fuera ya positiva en septiembre de 2013, cinco meses antes con relación al total de la economía. Otros indicadores confirman el buen presente del sector y le auguran un saludable futuro. Así, el avance de la facturación lleva meses consolidándose, primero en la fabricación de vehículos de motor y después en el número de operaciones de venta y reparación, de forma que en junio se alcanzaron tasas de crecimiento interanual elevadas, del 10,5% y del 12,0%, respectivamente.

En 2013, la producción de vehículos aumentó un 9,3%, rozando los 2,2 millones de unidades. De esta forma, España lideró el crecimiento de la fabricación en Europa: Alemania y el Reino Unido avanzaron con tasas del 1%, y Francia e Italia experimentaron fuertes retrocesos, del 11,6% y del 2%, respectivamente. De mantenerse este ritmo, se fabricarán en España 2,4 millones de vehículos en 2014, una cifra superior a la registrada en 2011 y cercana al promedio del periodo comprendido entre 2004 y 2007, de 2,6 millones.

La automoción ha contribuido, asimismo, al impulso exportador que ha estimulado la recuperación económica española. Desde hace un año, el comportamiento de las exportaciones de automóviles ha superado con creces al del conjunto de actividades, apoyado por una sustancial diversificación de destinos. En 2013 se exportaron un total de 1,9 millones de vehículos, un 8,7% más que el año anterior, y se incrementó el volumen hacia nuevos países como Argelia, EE. UU. y Turquía. Aunque durante los primeros meses de 2014 se frenó el crecimiento de las exportaciones debido a los cambios en las líneas de fabricación para el lanzamiento de nuevos modelos, las exportaciones podrían seguir ganando velocidad una vez superada esta fase de ajuste.

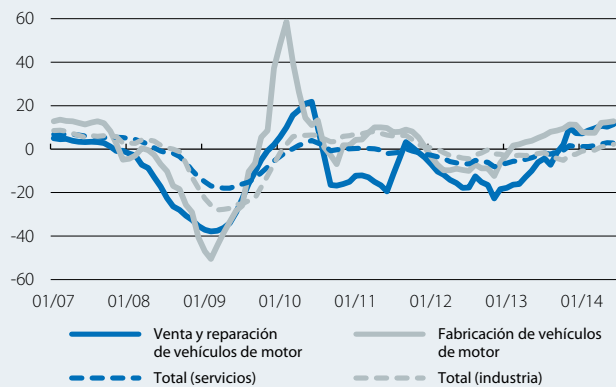
El sector del automóvil está reflejando también la mejora de la confianza de los hogares en la recuperación económica, así como el apoyo de los planes PIVE que se han llevado a cabo durante los últimos años. En 2013 se vendieron en España 0,8 millones de vehículos, un 4% más que el

año anterior, y se espera que la tendencia se mantenga como consecuencia del envejecimiento del parque móvil español (la vida media de los vehículos en España fue de 11,3 años en 2013, claramente por encima de los 8,5 de 2007 y de los 8,3 de la UE en 2010).

Otro factor determinante del progreso del sector de la automoción es el aumento de la cuota nacional en el mercado, esto es, el porcentaje de vehículos matriculados en España que han sido producidos en el país. Los incentivos a la compra de vehículos eficientes (el plan PIVE) desde 2012 han favorecido la cuota nacional en el mercado (que pasó del 22,3% en 2011 al 24,3% en 2013), ya que gran parte de las ayudas iban dirigidas a segmentos de autos fabricados en España. En el futuro, es fundamental reforzar la competitividad del producto nacional a fin de que la mejora de la cuota no dependa exclusivamente del diseño de los programas de estímulos para la adquisición de automóviles.

Evolución de la cifra de negocios

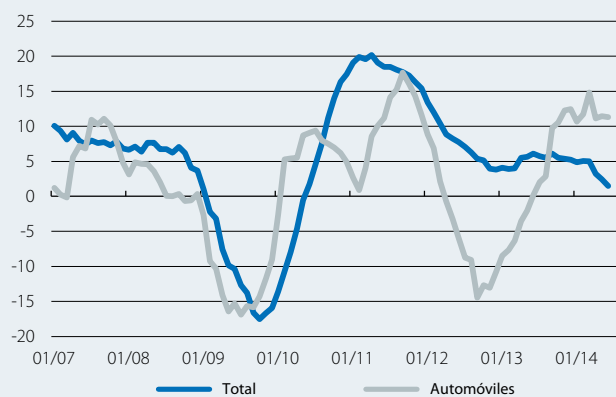
Variación interanual (%), media móvil de 3 meses



Nota: Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Exportaciones

Tasa de variación interanual (%), datos acumulados 12 meses



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

FOCUS · La calidad del empleo: mayor en los sectores más exportadores y con más empresas grandes

Durante la recesión, los sectores¹ con una mayor intensidad exportadora² y con una mayor concentración de empresas grandes³ mostraron un mejor comportamiento del empleo. En 2013, en los sectores analizados con un porcentaje de ventas al exterior superior al 50%, la tasa de variación interanual del empleo fue, en promedio, positiva (6,1%). En cambio, en aquellos con un peso inferior de las ventas al exterior, en promedio, todavía se destruyeron puestos de trabajo (-5,7%). Esta relación ha perdido vigor en lo que va del 2014, ya que la recuperación de la demanda doméstica ha permitido que aumentara la contratación en sectores con mayor dependencia del consumo interno. Con todo, no hay duda de que la internacionalización y el incremento de la dimensión de las empresas facilitan la creación de empleo. Ahora bien, ¿qué tipo de ocupación generan estos sectores? La cantidad importa, pero también la calidad.

En 2013, los sectores que vendieron más del 50% fuera de España tuvieron una ratio de asalariados con contrato indefinido marcadamente superior que el resto (7,9 p. p.). Asimismo, la tasa fue más alta en los sectores con al menos el 50% de la facturación total realizada en empresas de más de 250 trabajadores (7,0 p. p.).

Por lo que respecta a los salarios, la situación vuelve a ser más favorable para los sectores más exportadores y con más empresas grandes, a tenor de los datos de la Encuesta Anual del Coste Laboral para el 2013. Por ejemplo, en promedio, los trabajadores de sectores de alta intensidad exportadora percibieron un salario de 36.690 euros, mientras que el salario anual para el grupo menos exportador fue de 24.260 euros.

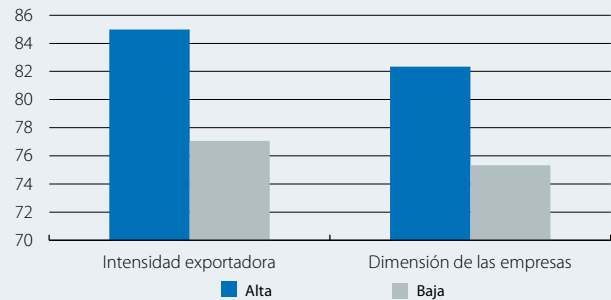
Tras observar salarios más elevados en los sectores que nos ocupan, no sorprende encontrar también un mayor peso de los trabajadores con educación superior. Según los datos de la Encuesta de la Población Activa del 2013, un 51,3% de los trabajadores en sectores con alta intensidad exportadora habían finalizado estudios de grado superior (una tasa un 13,3 p. p. superior a la del resto). Dicha ventaja, aunque menor (de 4,4 p. p.), también se observa cuando se comparan sectores según la dimensión de las empresas.

En definitiva, la relativa mejor evolución del mercado laboral de los sectores más exportadores y con más empresas grandes no se limita a la cantidad del empleo, sino también a la calidad. Todas las políticas económicas dirigidas a contribuir a la internacionalización y a agrandar las empresas serán, por tanto, bienvenidas.

1. Cabe señalar que solo se analizan algunos sectores industriales y de servicios sobre los cuales se dispone de información suficiente para clasificarlos según su intensidad exportadora y la dimensión de sus empresas. Estos concentraron el 44% del total de ocupados en 2013.
2. Véase Focus «La internacionalización: una oportunidad para el empleo» del IM12 (2013).
3. Véase Focus «La empresa española se hace grande» del IM06 (2014).

Tipo de contrato de los asalariados según la intensidad exportadora y la dimensión de las empresas *

Peso de los contratos indefinidos sobre el total (%)

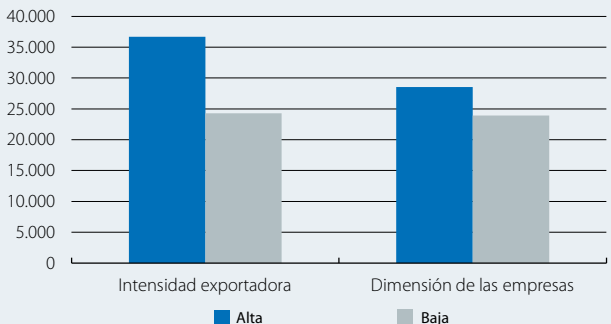


Nota: * Los sectores con alta intensidad exportadora son aquellos cuyas ventas fuera de España superan el 50% del total. Los sectores con «alta» dimensión son aquellos en los que más del 50% del total de la cifra de negocios se encuentra en empresas de 250 o más trabajadores.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas (2012), Encuesta Anual de Servicios (2012) y la Encuesta de Población Activa (2013).

Coste salarial según la intensidad exportadora y la dimensión de las empresas *

Promedio anual en 2013

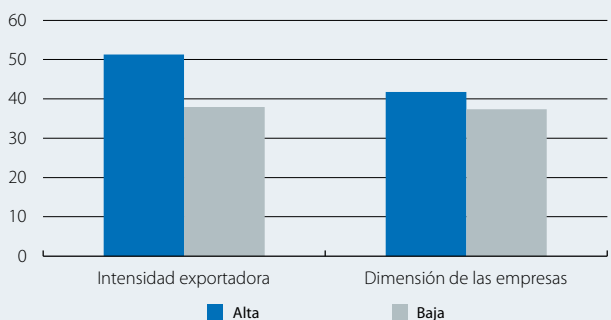


Nota: * Véase la nota del primer gráfico.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas (2012), Encuesta Anual de Servicios (2012) y la Encuesta Anual del Coste Laboral (2013).

Educación de los trabajadores según la intensidad exportadora y la dimensión de las empresas *

Peso de los trabajadores con educación superior (%)



Nota: * Véase la nota del primer gráfico.

El nivel de educación superior se corresponde a tener finalizado estudios profesionales de grado superior o estudios universitarios (códigos 50-56, 59, 61 en CNEED-2000).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas (2012), Encuesta Anual de Servicios (2012) y la Encuesta de Población Activa (2013).

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	06/14	07/14	08/14
Industria									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-2,4	0,1	-0,4	0,8	0,1	0,1	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	-0,7	1,1	1,5	2,7	0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-12,8	-11,6	-9,1	-8,2	-7,4	-5,7	-5,7
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	50,5	50,1	52,5	53,4	54,6	53,9	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-24,0	-6,5	-8,9	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,3	-9,8	-9,3	6,5	8,8	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	2,0	5,6	4,8	10,8	8,1	7,8	4,5	5,9	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	49,3	51,8	54,2	55,7	54,8	56,2	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-1,8	0,4	-0,1	0,7	0,3	-0,4	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	8,4	22,6	11,8	23,2	23,9	10,9	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-20,5	-19,4	-11,8	-6,1	-3,9	-7,7	-6,4

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14	07/14
Afiliados a la Seguridad Social¹									
Sectores de actividad									
Industria	-5,3	-4,3	-3,9	-2,5	-1,3	-0,3	0,1	0,3	0,6
Construcción	-17,0	-12,1	-10,8	-7,9	-5,3	-3,0	-2,3	-1,6	-1,1
Servicios	-1,7	-2,0	-2,1	-0,4	1,1	2,0	2,3	2,4	2,6
Situación profesional									
Asalariados	-3,8	-3,8	-3,9	-1,8	0,1	1,0	1,4	1,6	1,9
No asalariados	-1,4	-0,6	-0,5	0,4	1,4	2,1	2,3	2,4	2,4
TOTAL	-3,4	-3,2	-3,3	-1,4	0,4	1,2	1,6	1,8	2,0
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-2,5	-1,2	-0,5	-	1,1	-	-
Contratos registrados³									
Indefinidos	29,7	-14,2	-27,8	-2,1	6,8	24,7	20,9	26,2	18,4
Temporales	-4,0	6,4	7,1	15,0	19,4	11,3	13,1	18,4	8,5
TOTAL	-1,6	4,0	2,7	13,5	18,2	12,4	13,7	18,9	9,1
Paro registrado³									
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-6,4	-8,0	-9,4	-12,4	-11,0	-9,2	-5,8
Resto de edades	11,7	3,7	2,3	-1,2	-3,7	-5,5	-6,1	-6,3	-6,0
TOTAL	10,9	2,7	1,5	-1,8	-4,2	-6,1	-6,5	-6,6	-5,9

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14
General	2,4	1,4	1,2	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,5
Subyacente	1,6	1,5	1,3	0,3	0,1	0,1	0,0	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	6,0	0,7	0,7	-2,3	-5,2	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-2,1	-1,1	-1,0	2,4	0,3	...

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	04/14	05/14	06/14
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	11,9	4,4	0,8	3,2	-3,7	-1,3	-1,2
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	0,6	-0,6	2,0	7,0	-1,1	7,0	5,4
Saldo corriente	-12,4	8,0	4,0	7,7	8,0	4,0	3,5	0,6	-1,0
Bienes	-27,8	-11,6	-14,5	-11,5	-11,6	-13,9	-14,3	-15,8	-17,2
Servicios	37,6	40,9	38,7	39,3	40,9	41,6	42,1	42,4	42,5
Rentas	-17,9	-15,3	-15,0	-14,6	-15,3	-17,2	-18,0	-19,9	-20,2
Transferencias	-4,3	-6,0	-5,2	-5,5	-6,0	-6,4	-6,3	-6,1	-6,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-5,8	15,8	12,1	15,6	15,8	12,5	11,7	8,2	6,9

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14	07/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,6	-7,1	-4,6	-7,1	-0,5	-	...	-	-
Estado ¹	-8,1	-4,9	-4,0	-4,9	-1,6	-1,4	-2,5	-2,5	-3,1
Comunidades autónomas	-1,9	-1,5	-1,0	-1,5	-0,3	-0,4	-0,6	...	...
Corporaciones locales	0,2	0,4	0,5	0,4	0,2	-	...	-	-
Seguridad Social	-1,0	-1,2	-0,3	-1,2	0,3	0,5	0,5	...	...
Deuda pública (% PIB)	86,0	93,9	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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14	Saldo 06/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-4,0	-7,8	-8,1	-7,4	-6,1	-6,0	-5,6	-5,6	1.811,7
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-10,2	-8,7	-6,4	-6,6	-5,9	-6,0	1.038,9
Hogares ³	-3,8	-4,9	-5,0	-5,5	-5,6	-5,3	-5,2	-5,1	772,7
Administraciones públicas ⁴	14,9	17,0	17,5	13,1	8,6	7,4	6,2	6,7	1.007,3
TOTAL	0,6	-0,9	-0,9	-1,4	-1,4	-1,7	-1,7	-1,5	2.819,0
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-4,5	2,1	4,7	2,2	0,2	-1,0	-0,7	-0,6	1.184,4
A la vista	0,2	4,2	4,6	8,1	7,4	4,5	7,1	10,7	309,3
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,2	1,4	3,8	5,0	7,1	5,5	214,1
A plazo	-6,7	1,7	5,7	0,2	-3,6	-5,0	-6,1	-7,0	640,4
En moneda extranjera	-4,0	16,8	24,1	-0,1	-1,1	2,2	-0,9	-0,9	20,5
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-15,3	-12,7	-11,1	-11,1	-8,8	-5,1	129,0
TOTAL	-5,7	-0,2	2,3	0,5	-1,1	-2,1	-1,5	-1,1	1.313,4
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	12,7	13,6	13,4	13,4	13,4	13,1	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	63,8	58,0	58,6	58,6	59,2	59,5	-

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.

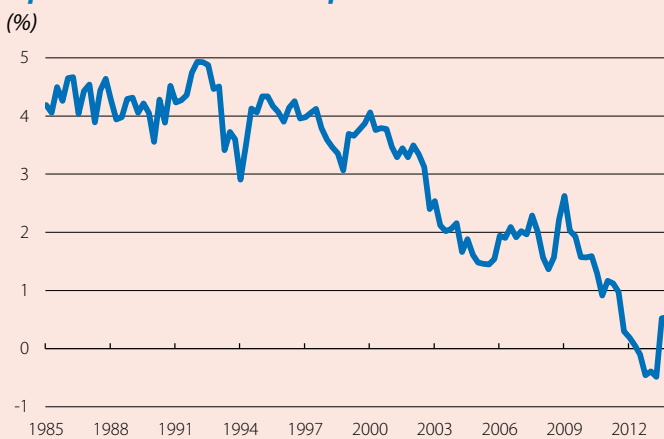
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS REALES BAJOS Y ESTABILIDAD ECONÓMICA

Tipos de interés reales y perspectivas de crecimiento

Paul Samuelson solía decir que las buenas preguntas son más interesantes que las respuestas fáciles.¹ Su sobrino, Larry Summers, parece haber dado con una de ellas, por lo menos a juzgar por el revuelo que ha generado. El exsecretario del Tesoro de EE. UU. se pregunta por qué los tipos de interés reales son tan bajos y, sobre todo, por qué se espera que sigan así durante un largo periodo de tiempo. Su respuesta es tan provocadora como preocupante: sugiere que nos encontramos ante una nueva era en la que la tasa de crecimiento probablemente será muy inferior a la que estamos acostumbrados. Lo que los economistas conocen por *secular stagnation*.

Tipo de interés real de los países del G7 *



Nota: * Media ponderada del tipo de interés real en la deuda pública a 10 años estimado para los países del G7 excepto Italia.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de King, M. y Low, D., en «Measuring the "world" real interest rate», NBER wp 19887.

Antes de analizar las dinámicas del tipo de interés real y sus posibles causas y consecuencias, es conveniente hacer un breve paréntesis para concretar qué se entiende por tipo de interés real. Así como el tipo de interés nominal, que es el que normalmente se reporta en una cuenta corriente o en una hipoteca, mide cuántos euros obtendrá un ahorrador en el futuro a cambio de un euro hoy, el tipo de interés real ajusta estos euros al aumento previsto de la inflación. Por tanto, mide el poder de compra que un ahorrador tendrá en el futuro a cambio de prestar un euro hoy.

El cálculo de los tipos de interés reales no es sencillo, ya que al tipo de interés nominal se le debe restar las expectativas de inflación, una variable difícil de medir. En un artículo reciente, M. King y D. Low han estimado la evolución del tipo de interés real para un número amplio de países con el fin de obtener lo que ellos llaman el tipo de interés real global.² Como se observa en el primer gráfico, durante los años ochenta y noventa se

encontraba relativamente estable, pero con el cambio de siglo inició una marcada tendencia a la baja, que se acentuó todavía más con la crisis financiera. Se trata, por tanto, de un fenómeno de largo alcance, tanto por el número de años que hace que se observa, como por el número de países a los que afecta. El debate sobre las posibles causas de esta tendencia no es nuevo, especialmente por lo que concierne a los años anteriores a la crisis. Tres son las explicaciones que han obtenido más apoyo. En primer lugar, un aumento del ahorro a nivel global procedente de los países emergentes y los países productores de petróleo. En segundo lugar, un cambio en las preferencias de los inversores hacia activos considerados más seguros, como por ejemplo la deuda, en detrimento de activos más arriesgados. Finalmente, también la política monetaria, que fue particularmente laxa durante los años anteriores a la crisis, se apunta como uno de los factores determinantes.

A raíz de la crisis financiera, la presión a la baja sobre los tipos de interés reales no hizo más que aumentar. Las instituciones monetarias han utilizado todas las herramientas a su alcance para mantener una política monetaria lo más acomodaticia posible. También han influido las condiciones crediticias, que en los países avanzados son, en general, más estrictas. Como apuntaba recientemente el presidente de la Fed de Minneapolis, Narayana Kocherlakota, esta última circunstancia suscita que hogares y empresas incrementen su ahorro en la medida de lo posible, lo que todavía deprime más los tipos de interés.³ El mismo autor señala un factor adicional: el cambio de percepción del riesgo macroeconómico. La escasa volatilidad económica de las últimas décadas, especialmente en los países desarrollados, provocó que la mayoría de agentes bajara la guardia y lo considerara un riesgo menor contra el que no era necesario protegerse. En cambio, tras la crisis los hogares perciben que la probabilidad de sufrir una pérdida importante y sostenida de los ingresos del trabajo es más alta, de la misma manera que las empresas asumen que una caída sostenida de la demanda ya no es tan improbable. La reacción a este nuevo escenario, aumentar el ahorro por motivos de precaución, deprime aún más los tipos de interés reales.

1. Véase Davis, G., «The implications of secular stagnation».

2. Véase King, M. y Low, D., «Measuring the "world" real interest rate», NBER w.p. 19887.

3. Véase Kocherlakota, N., «Low real interest rates», Ninth Annual Finance Conference, Carroll School of Management, Boston College, junio de 2014.

Las distintas explicaciones sobre los factores que han empujado los tipos de interés reales a la baja, aunque no se hayan probado formalmente y por lo tanto se desconozca qué importancia relativa tienen, parecen satisfactorias. El debate ahora se centra en las perspectivas para los próximos años. A juzgar por los mercados, se mantendrán muy bajos durante un periodo muy largo de tiempo. En EE. UU., por ejemplo, el tipo de interés real implícito de los bonos a cinco años indexados a la inflación se encuentra en el $-0,2\%$, mientras que el mismo bono a diez años solo está $0,4$ p. por encima.⁴

De acuerdo con el FMI, los tipos de interés reales se recuperarán, pero lo harán de forma muy lenta y tardarán años en volver a los niveles anteriores a la crisis.⁵ Los motivos, apunta el organismo, son varios. A pesar de que el menor crecimiento previsto en los países emergentes disminuirá el exceso de ahorro, su contribución al alza de los tipos será probablemente pequeña. Además, añade, tampoco se podrá contar con que el factor inversión en los países desarrollados ejerza demasiada presión al alza, dado que se espera que esta se recupere de manera muy remisa, como es habitual tras una crisis financiera e inmobiliaria. Finalmente, la capacidad de producción ociosa sigue, y seguirá siendo durante los próximos años, muy elevada en los países desarrollados, por lo que la política monetaria deberá mantenerse muy laxa.

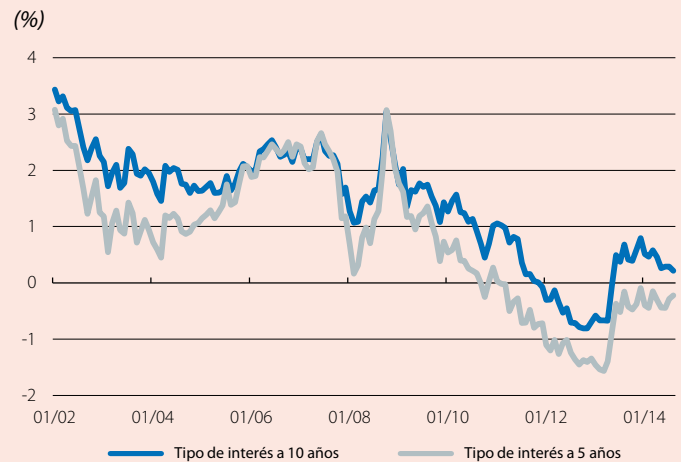
La visión del Larry Summers para EE. UU. es más pesimista.⁶ Según él, para que la economía alcance el pleno empleo y la tasa de inflación se sitúe alrededor del 2% , los tipos de interés reales deberían ser negativos. Su conjetura se basa, fundamentalmente, en la observación de dos hechos. Primero, durante los años previos a la crisis, a pesar de que los tipos eran bajos, ni se produjeron presiones inflacionistas, ni la tasa de paro era especialmente baja, ni la utilización de la capacidad productiva era muy elevada. Segundo, tras la recesión, la recuperación está tardando mucho en materializarse a pesar de contar con el apoyo de unos tipos muy bajos, y, de momento, las presiones inflacionistas siguen siendo escasas. En este contexto, apunta, la capacidad de seguir estimulando la economía desde la política monetaria es limitada. Según él, la única manera de intentar relanzar el crecimiento es mediante políticas fiscales que estimulen la demanda privada. El provocador discurso de Larry Summers ha levantado voces a favor, como la del premio Nobel de Economía Paul Krugman y, naturalmente, también en contra. Para Kenneth Rogoff, por ejemplo, el factor que limita el crecimiento en la mayoría de países desarrollados es el irremediable proceso de desapalancamiento que tienen que llevar a cabo.⁷

En definitiva, Larry Summers ciertamente ha planteado una pregunta interesante, pero su respuesta dista de ser concluyente. De todas formas, existe cierto consenso respecto a que la recuperación será lenta y que, por tanto, los tipos de interés reales se mantendrán bajos durante tiempo. Si este escenario se confirma, es probable que se produzcan presiones sobre el precio de determinados activos financieros e inmobiliarios, tal y como analizan el resto de artículos del presente Dossier. Sin embargo, es preciso recordar que, a finales de los años treinta, las teorías sobre el estancamiento económico también cobraron mucho protagonismo en EE. UU., justo antes de que la economía norteamericana experimentara un largo periodo de crecimiento y prosperidad.⁸ Seguramente, de la misma manera que el crecimiento trae consigo optimismo, las grandes crisis pueden generar un exceso de pesimismo.

Oriol Aspachs

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

Tipos de interés reales implícitos de los bonos indexados a la inflación en EE. UU.



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

4. De un diferencial tan pequeño entre el tipo de interés real a diez años y a cinco años se puede inferir que los mercados anticipan un tipo de interés real a cinco años solo ligeramente positivo dentro de cinco años.

5. Véase «Perspectives on global real interest rates», IMF World Economic Outlook, abril de 2014.

6. Véase IMF fourteenth annual research conference in honor of Stanley Fischer, noviembre de 2013.

7. Véase Lo, S. y Rogoff, K., «Secular Stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on», Annual BIS Conference, julio de 2014.

8. Véase Hansen, A., *Full recovery or stagnation?*, 1938.

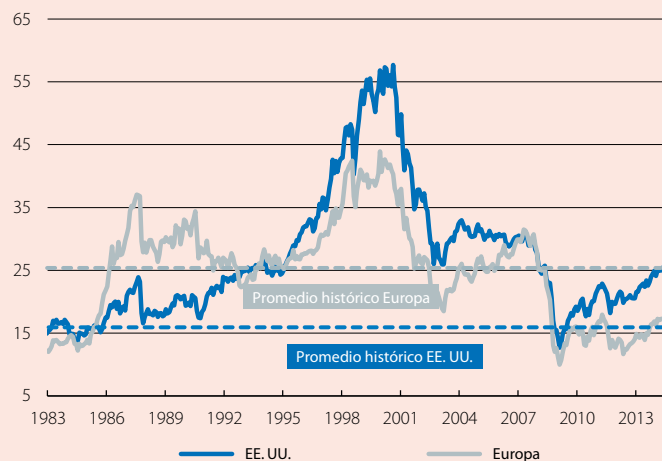
Sube la temperatura en los mercados financieros internacionales: ¿burbuja o calentón pasajero?

La revalorización de los activos financieros de las economías desarrolladas está pasando de ser motivo de alegría a fuente de preocupación, al menos para algunos. Concretamente, las elevadas cotizaciones que imperan en numerosos mercados de deuda pública, bonos corporativos y bolsas, así como el tipo de circunstancias bajo las que se han alcanzado, están disparando las alarmas ante la posible formación de burbujas especulativas. Por desgracia, no existen «burbujómetros» exactos y fiables basados en la teoría, de modo que el diagnóstico sobre si estos mercados financieros se encuentran inmersos en una fase de burbuja, entendida en sentido estricto (precios muy por encima de lo que justifican las variables fundamentales), resulta impreciso y discutible. Afortunadamente, la experiencia histórica aporta algo más de luz: además de los precios o cotizaciones hay otros lugares en los que las burbujas suelen dejar rastro, como por ejemplo una volatilidad baja, un volumen de negociación alto, un optimismo elevado por parte de los compradores, una afluencia masiva de inversores poco avezados en el mercado en cuestión, un aumento del apalancamiento, etc. Evaluados en conjunto para las distintas clases de activos, los indicadores revelan que hay más motivos para preocuparse por el mercado de bonos corporativos *high yield* que por las bolsas o los bonos gubernamentales. Y, geográficamente, más por los mercados estadounidenses que por los de la eurozona.

El actual entorno de bonanza en los mercados financieros está dominado por el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés nominales y reales. Esto se refleja en un precio alto de los bonos públicos de la máxima calidad crediticia, como los de EE. UU. y Alemania. Un factor que contribuye a este desarrollo es la política monetaria expansiva que han adoptado los bancos centrales en respuesta a la crisis de los últimos años. Ciertamente, las medidas cuantitativas (*quantitative easing*, en particular las compras de bonos

Bolsas: ratios PER ajustadas al ciclo económico

Ratio CAPE: PER calculado con los beneficios de los últimos 10 años



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

de la Fed y la *barra libre* de préstamos del BCE), junto con las de orientación sobre los tipos oficiales (*forward guidance*), presionan a la baja y reducen la volatilidad de la curva de tipos, pero no parece que su influencia sea tan grande como para estar provocando una burbuja en los mercados de *treasuries* y *bunds*. Tal como se expone en el artículo «Tipos de interés reales y perspectivas de crecimiento», hay diversos factores fundamentales, unos cíclicos y otros estructurales, que explican el bajo nivel de los tipos libres de riesgo que ahora se observa, y que se espera que perdure durante algún tiempo adicional (si bien con una suave tendencia al alza). Por su parte, los indicadores relativos al clima del mercado también se inclinan en contra de la presencia de una burbuja: los inversores particulares han ido alejándose mientras los bancos centrales y comerciales compraban; la mayoría de ellos espera que bajen los precios y suban las *yields*; los volúmenes de negociación son moderados.

Más allá del polémico debate sobre sus causas (política monetaria u otras), sí parece claro que el entorno de tipos de interés bajos tiene efectos sobre el resto de activos financieros, básicamente a través del canal conocido como *search for yield*: la pre-

disposición de los inversores a comprar activos con riesgo, como las acciones y los bonos corporativos, en su afán por obtener mayor rentabilidad ante la pobre remuneración de los activos monetarios y la deuda pública.

La renta variable de los países desarrollados ha experimentado revalorizaciones notables durante los últimos años, pero ostensiblemente más en EE. UU. que en la eurozona. El índice S&P 500 inició en 2009 una fulgurante subida que ya suma casi un 200% y le ha permitido superar en un 28% el anterior récord histórico de 2007. Lastrado por la crisis de deuda e institucional, el índice Eurostoxx 50 no empezó a subir de manera convincente hasta 2012, acumula desde entonces algo más de un 50% y todavía se encuentra un 30% por debajo del máximo registrado en 2007. En el caso del Ibex 35, la subida desde los mínimos de 2012 es del 80% y también está un 30% por debajo desde los máximos de 2007. En buena medida, este diferencial entre las bolsas norteamericana y europea se explica por la evolución macroeconómica y de los beneficios empresariales a uno y otro lado del Atlántico, que durante los últimos años ha sido mucho más positiva en EE. UU. Pero también parece responder a que la prima de riesgo bursátil en dicho país se ha reducido más rápidamente que en la eurozona. Así se desprende de la ratio PER ajustada al ciclo,¹ que para EE. UU. se sitúa por encima del promedio histórico y en cotas cercanas a las que se registraron en el anterior ciclo alcista de 2003-2007, aunque todavía muy alejado de los niveles alcanzados con ocasión de la burbuja tecnológica en el año 2000. Según este indicador, la bolsa norteamericana en su conjunto está cara, de modo que cabe esperar bajos rendimientos a medio plazo, pero no parece tratarse de una

1. También denominado CAPE (por las siglas de *Cyclically Adjusted Price Earnings*), esta métrica de valoración calcula el PER estándar con el promedio de los beneficios de los últimos diez años.

burbuja de envergadura. Los indicadores de clima también son propios de un mercado moderadamente sobrecalentado pero sin llegar a la euforia: la actividad negociadora (incluyendo ámbitos como las M&A, las IPO, etc.) es elevada pero está dentro del rango habitual, lo mismo que la mayoría de índices de confianza o sentimiento de los inversores. No pueden dejar de mencionarse algunas excepciones donde sí se perciben de nuevo condiciones burbujeantes, concretamente los sectores relacionados con internet y las redes sociales, así como la biotecnología. En cambio, en la eurozona tanto los indicadores de valoración (CAPE y otros) como los de clima señalan una temperatura templada tirando a fría.

La lectura de la situación en los mercados de bonos corporativos ofrece una impresión de conjunto más preocupante que en las bolsas, tanto en EE. UU. como en la eurozona. El redoblado apetito por el riesgo de inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.) y particulares dibuja un escenario que, de no revertir o cuanto menos moderarse, puede acabar desembocando en burbuja. En un primer plano, las primas de riesgo crediticio y de liquidez (el diferencial de las *yields* respecto a la deuda pública de máxima calidad) han vuelto a situarse cerca de los mínimos previos a la crisis de 2007. Además, los indicios que apuntan en una dirección peligrosa son numerosos, especialmente en el segmento de deuda con baja calificación (bonos *high yield* o basura). En términos de emisiones, los registros son imparables: según datos de Moody's, en el segundo trimestre del año alcanzaron los 88.000 millones de dólares en EE. UU. y los 102.000 millones en Europa, cifras récord en ambos casos, si bien en Europa las emisiones netas son todavía negativas, fruto del proceso de desapalancamiento corporativo. Pero quizás lo más inquietante sea la tipología y el uso de esos fondos, así como la creciente proporción de emisiones de muy elevado riesgo² sobre el total de emisiones *high yield*. En el segundo trimestre, la emisión global de este tipo de bonos aumentó un 78% interanual hasta los 60.000 millones de dólares, nuevo máximo histórico y equivalente al 29% del total de emisiones *high yield* en el periodo. Buena parte de esta financiación ha ido destinada a sufragar operaciones de fusiones y adquisiciones. En esta misma línea, los últimos 18 meses han sido testigos del renovado vigor de la colocación de productos con escasa o nula protección para el bonista, como es el caso de las *covenant-lite loans* o los *payment-in-kind bonds*,³ muy por encima de los registros precrisis. Otro ejemplo ilustrativo de esta dinámica caracterizada por una mayor asunción de riesgos a cambio de unas primas de riesgo cada vez más exiguas se encuentra en los denominados *cat bonds* o bonos catástrofe (instrumentos emitidos por entidades aseguradoras que tienen la peculiaridad de liberar total o parcialmente al emisor del pago del principal o cupones en caso de que afronte pérdidas originadas por huracanes o terremotos). Según datos de Bloomberg, el número de emisiones de bonos catástrofe repuntó en la primera mitad del año un 30% interanual y un 15% en términos de volumen hasta los 6.500 millones de dólares, en un contexto de evolución a la baja de las *yields* y los diferenciales de estos productos, muy próxima a la zona de mínimos históricos.

De todo lo anterior se desprende que la dinámica actual que muestran los mercados de bonos corporativos presenta, en diversos ámbitos, vulnerabilidades que podrían activarse e interactuar entre sí. En primer lugar, el diferencial entre el crecimiento de la deuda empresarial y de los beneficios ha empezado a emitir señales que auguran, tal vez no a corto pero sí a medio plazo, un repunte en las tasas de *default* en EE. UU., si bien desde niveles reducidos. En segundo lugar, el riesgo de tipo de interés, crédito y refinanciación que afrontan las empresas es elevado, máxime si se confirma un escenario de alza gradual de los tipos de interés globales y atendiendo a las ajustadas primas de riesgo de la deuda corporativa y el creciente apalancamiento en algunos sectores. Por último, un elemento al que se ha prestado menos atención, pero con implicaciones importantes es que la liquidez en los mercados secundarios de renta fija privada ha descendido considerablemente por motivos relacionados con la regulación. En caso de bruscos repuntes en la aversión al riesgo, este factor contribuiría a amplificar y retroalimentar eventuales descensos en las cotizaciones de los bonos.

En suma, la amenaza de burbuja financiera que de manera recurrente ha planeado durante las últimas tres décadas sigue abierta. Si en el año 2000 se materializó en las bolsas, y en el año 2007 en el sector inmobiliario, ahora el ámbito en el que parece haber más probabilidades es el de los bonos corporativos.

Carlos Martínez Sarnago

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

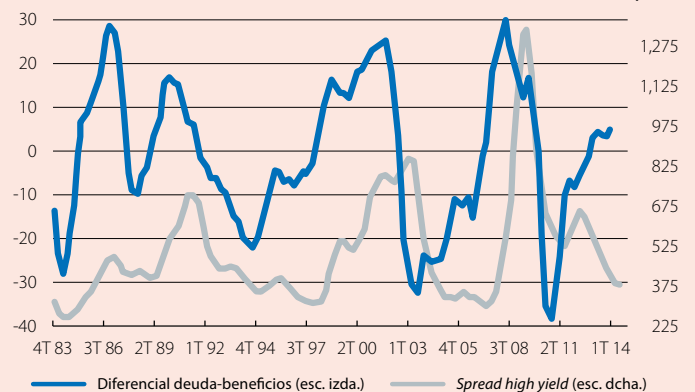
2. Según Moody's, emisiones con un *rating* crediticio B3 o inferior.

3. Activos de renta fija de elevado riesgo que condicionan el pago del cupón y/o del principal a determinadas eventualidades. En el caso de los PIK, el emisor está facultado para acometer el pago de sus obligaciones en especie, por lo general con títulos de deuda adicionales.

Spread de bonos high yield y diferencial deuda-beneficios *

Variación interanual (%)

(p. b.)



Nota: * Diferencial de las tasas de crecimiento interanuales de la deuda y de los beneficios corporativos de las empresas no financieras de EE. UU.

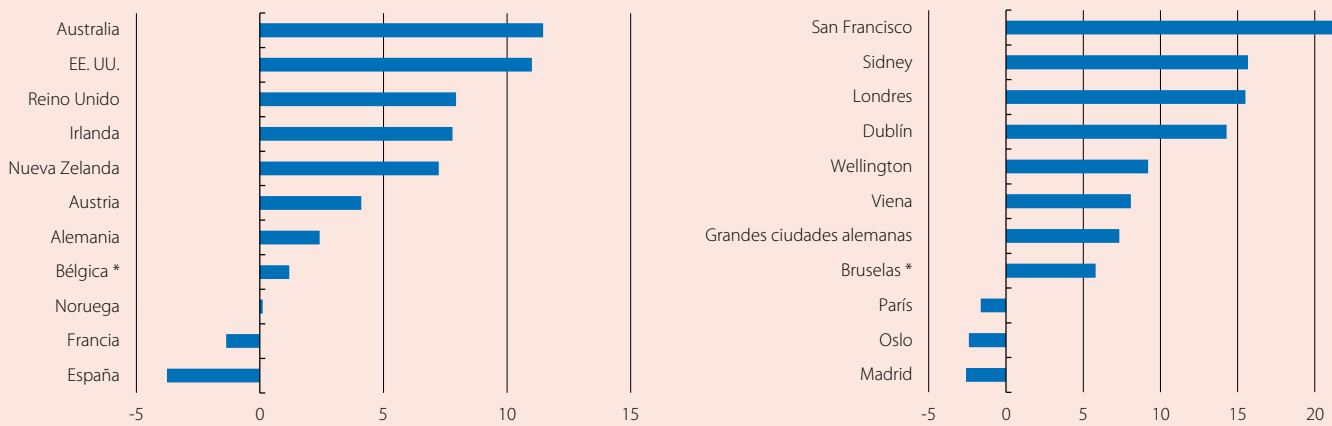
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Moody's Capital Markets Research y la Reserva Federal.

¿Existe sobrecalentamiento en los mercados inmobiliarios internacionales?

El aumento del precio de la vivienda está empezando a alcanzar valores elevados en algunos mercados. Tomando como referencia el 1T 2014, se observan importantes incrementos del precio nominal de la vivienda en EE. UU. (11,0% interanual), Reino Unido (7,9%), Irlanda (7,8%) y Nueva Zelanda (7,2%). Estos avances son incluso más ostensibles si tenemos en cuenta solo la evolución de los precios en determinadas zonas urbanas. Así, en lo que va de año, el crecimiento interanual del precio de la vivienda superaba los dos dígitos en Londres y en Dublín. De forma similar, en Alemania, el valor de los activos inmobiliarios crecía en las grandes ciudades a un ritmo tres veces superior al del conjunto del país (7,3% y 2,4% interanual, respectivamente), acumulando estas una subida del 42% en los últimos cinco años.

Riesgo de sobrecalentamiento en algunos mercados inmobiliarios

Variación interanual en el 1T 2014 (%)



Nota: * Datos del 4T 2013.

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

En este contexto, existen temores de que una prolongación excesiva del entorno monetario ultraacomodaticio actual (léanse tipos de interés en mínimos históricos, reducida volatilidad y abundancia global de liquidez) desemboque en el sobrecalentamiento del precio de los activos inmobiliarios. Cabe recordar que buena parte de los desequilibrios generados en el sector durante la década pasada se atribuyen al bajo nivel de los tipos de interés reales registrado a principios de la misma década. Teniendo en cuenta los efectos perniciosos del estallido de la burbuja inmobiliaria sobre la economía y el sector financiero, no es de extrañar que el rápido avance del precio de la vivienda observado recientemente haya despertado recelos.

Para tratar de determinar si tales argumentos son suficientes para confirmar la formación de desequilibrios en el precio de la vivienda de los países desarrollados, utilizaremos como símil un principio de la física según el cual no es posible determinar la posición de un cuerpo en un instante futuro solo conociendo la velocidad a la que se desplaza, sino que es preciso también conocer su emplazamiento actual. Volviendo al terreno inmobiliario, si el crecimiento del precio es el equivalente a la velocidad, necesitamos alguna referencia que nos permita determinar cuál es el desequilibrio actual del precio inmobiliario. Para ello, un indicador cada vez más extendido es la relación entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares de un país. Así, un avance del precio de la vivienda que supera, de forma amplia y prolongada, el aumento de las rentas de los hogares puede sugerir que el precio de la vivienda se encuentra por encima de su nivel de equilibrio. De acuerdo con los datos de la OCDE, este sería el caso, entre otros, de países como Bélgica, Nueva Zelanda o Canadá donde, a juzgar por este índice, el precio de la vivienda estaría sobrevalorado en más de un 30%.

A partir de este indicador, podemos clasificar los distintos países en función del grado de sobrecalentamiento que presenta su sector inmobiliario. Para ello, cruzamos el desequilibrio del precio de la vivienda (esto es, su posición actual) con la variación registrada en 2013 (la velocidad). Sin duda, los países con una mayor probabilidad de presentar un sobrecalentamiento en el mercado inmobiliario son aquellos en los que la sobrevaloración del precio de la vivienda ha seguido ampliándose en el último año (cuadrante derecho superior). Este grupo estaría formado, entre otros, por Canadá, Nueva Zelanda, Australia y Reino Unido. Menos alarmante es, en cambio, el caso de países como Francia, Italia, Países Bajos o España, donde, a pesar de presentar cierta

sobrealvaloración en el precio de la vivienda, este se está corrigiendo gradualmente (cuadrante derecho inferior). EE. UU., Alemania e Irlanda, encabezan el tercer grupo de países (cuadrante izquierdo superior), donde el aumento del precio de la vivienda los acerca a niveles de equilibrio. Esto sugiere que el crecimiento observado recientemente en el mercado inmobiliario de EE. UU. e Irlanda responde, en cierta medida, a la recuperación tras un ajuste excesivo de los precios durante los últimos años y no, por contra, a la creación de una nueva burbuja inmobiliaria. Ya por último, el cuadrante izquierdo inferior está formado por países donde el precio de la vivienda disminuye a pesar de ser ya relativamente bajo.

El gráfico anterior muestra que, de acuerdo con nuestra clasificación, en 2013, solo seis de los 24 países analizados presentaban indicios de sobrecalentamiento en el precio de la vivienda. Una radiografía muy distinta a la de 2005, cuando el número de países se elevaba hasta los 14. Ante este contexto, ¿es necesario tomar medidas para reducir el sobrecalentamiento del precio de la vivienda presente en algunos países? Y, en caso de ser esta respuesta afirmativa, ¿cuáles serían?

Por lo que respecta a la primera cuestión, la experiencia de la reciente crisis inmobiliaria parece haber decantado la opinión en favor de una intervención temprana que permita reducir los efectos negativos de un sobrecalentamiento en el mercado inmobiliario. Una primera alternativa que se puede considerar es el aumento de los tipos de interés. La subida de los costes de financiación frena tanto la demanda como la oferta inmobiliaria y permite, en última instancia, enfriar el precio de la vivienda.¹ Sin embargo, dado que los signos de sobrecalentamiento a menudo se encuentran localizados geográficamente, esta no parece una solución óptima: una retirada del estímulo monetario afectaría al conjunto de la actividad económica y sería contraproducente, especialmente en aquellas economías que se hallan en pleno proceso de recuperación.

En este contexto, podemos encontrar otras opciones más precisas y directas para enfriar escaladas localizadas del precio de la vivienda: los instrumentos de gestión macroprudencial (véase el artículo «Instrumentos macroprudenciales, los grandes desconocidos» de este mismo Dossier). Entre las distintas medidas existentes, recientes estudios prueban que las limitaciones a la demanda de crédito de los hogares, ya sea a través de la ratio de crédito concedido respecto a sus ingresos o al valor del inmueble (LTV por sus siglas en inglés), son las más efectivas para controlar el crecimiento del crédito inmobiliario. Como consecuencia, se reducen los posibles riesgos en el sistema financiero por un sobrecalentamiento del mercado inmobiliario y, a su vez, se enfría el avance de los precios inmobiliarios.²

Otras medidas que también permiten incidir, de forma localizada, en la evolución del precio de la vivienda son las de naturaleza fiscal. De acuerdo con un reciente artículo de la Comisión Europea, el número de países europeos que presenta incentivos importantes a la adquisición de una vivienda (como las desgravaciones por la amortización hipotecaria) es elevado.³ Aunque, generalmente, el coste político de estas medidas frena su implementación, en los últimos años han tenido lugar notables reformas para reducir estos incentivos en varios países de la periferia europea.

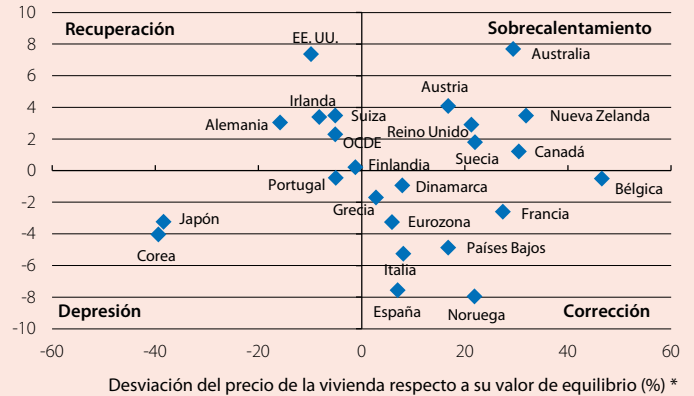
En definitiva, la recuperación del mercado inmobiliario no parece responder a un sobrecalentamiento generalizado del precio de la vivienda en los países desarrollados. Sin embargo, se observan algunos focos donde la temperatura está subiendo rápidamente. De momento, los instrumentos de política macroprudencial y fiscal son suficientes para atajar estos desequilibrios de forma localizada, sin tener que recurrir al endurecimiento del entorno monetario actual, necesario para apoyar la incipiente recuperación económica.

Joan Daniel Pina

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

Situación del mercado inmobiliario en los distintos países desarrollados

Variación anual del precio en 2013 (%)



Nota: * Calculado a partir de la ratio entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares.

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

1. Aunque una extensa literatura ha probado esta relación negativa entre el precio de los activos inmobiliarios y los tipos de interés, su magnitud estimada presenta diferencias significativas. Para más información, véase Kuttner, K. «Lowinterest rates and Housing Bubbles: Still no Smoking Gun».

2. Para más información, véase Kuttner and Shim «Taming the Real Estate Beast: The Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Housing Prices and Credit».

3. Véase «Quarterly Report on the Euro Area», Comisión Europea, vol. 13, n.º 2.

Instrumentos macroprudenciales, los grandes desconocidos

Los signos vitales de la economía mundial, y especialmente de las economías avanzadas, empiezan a estabilizarse. La grave crisis económico-financiera que estalló en 2008 contagió a la mayoría de países, que mostraron síntomas de diversa índole: endeudamientos insostenibles, fuertes caídas en ciertos activos, grandes pérdidas de producto y empleo. Para algunas de estas economías afectadas, el tratamiento fue administrado de inmediato y en grandes dosis, por lo que rápidamente volvieron a ponerse en pie. En cambio, otras han requerido cuidados intensivos para recobrar. El suero que ha permitido que en todas ellas la recuperación se consolidara, a distintos ritmos todavía, ha sido el entorno monetario ultraacomodaticio que han procurado los bancos centrales, bajando los tipos de interés hasta mínimos históricos y aplicando políticas monetarias no convencionales. Este marco de protección ha sido imprescindible a la hora de administrar distintos tratamientos contra los desequilibrios de las economías afectadas, entre los cuales se cuentan las reestructuraciones del sistema financiero, estrictas políticas de consolidación fiscal, el proceso de desapalancamiento del sector privado y reformas estructurales para mejorar la competitividad.

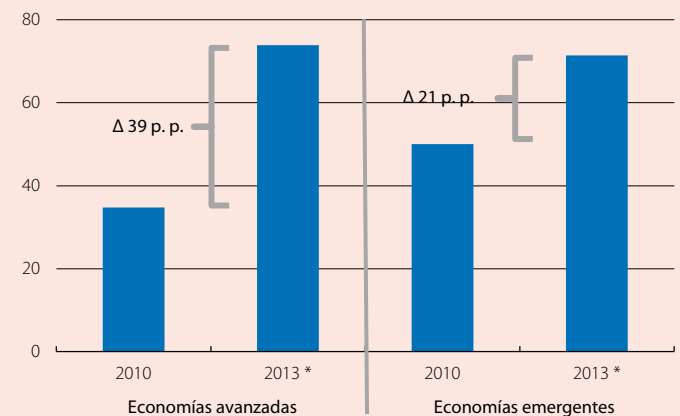
Pese a que no hay duda de que este entorno de política monetaria ultralaxa ha propiciado la recuperación económica, una prolongación excesiva de esta situación podría ocasionar efectos secundarios perniciosos en ciertos sectores, como sobrecalentamientos en los activos financieros o en los activos reales (por ejemplo, en los inmobiliarios). Si bien una retirada del estímulo monetario podría enfriar estos mercados sobrecalentados, la actual recuperación todavía precisa de un entorno monetario holgado para incentivar el consumo, mantener los mercados financieros apaciguados y consolidar el crecimiento de la actividad económica. Ante esta disyuntiva, y a raíz de la necesidad de impedir, o al menos reducir, la probabilidad de que tales sobrecalentamientos se produzcan, surgen los instrumentos de gestión macroprudencial, unos grandes desconocidos que van ganando relevancia a medida que se empieza a constatar su potencial como complemento de los instrumentos monetarios más comúnmente usados.

Empecemos por el principio. Se entiende por política macroprudencial el uso de instrumentos de supervisión y regulación que tienen como objetivo limitar el impacto procíclico¹ que el sector financiero puede tener sobre el resto de la economía. En determinadas circunstancias, decisiones de estrategia bancaria que pueden ser óptimas para cada entidad, si también son llevadas a cabo por una parte importante del sector, pueden afectar el curso del conjunto de la economía. La situación actual es un buen ejemplo de ello. Dado que la calidad de la demanda de crédito en varios países todavía sufre las secuelas de la recesión, muchas entidades deben mantener una política crediticia estricta. Esto, sin embargo, puede acabar ralentizando el proceso de recuperación, lo que, en última instancia, retrasaría asimismo la recuperación del crédito.

La nueva regulación bancaria, también conocida como Basilea III,² incorpora por primera vez mecanismos que explícitamente tienen en cuenta este tipo de aspectos. El ejemplo más claro es la introducción de *buffers* de capital contracíclicos, los cuales aumentan en épocas de elevado crecimiento del crédito y se relajan durante épocas de contracción crediticia. De esta forma, durante las épocas de bonanza, el sistema bancario se fortalece para poder afrontar en mejores condiciones las etapas recesivas. Además, este tipo de política limita el efecto que el sector tiene en la amplificación de los ciclos económicos. Así, el incremento de los requisitos de capital puede ayudar a frenar una posible burbuja crediticia, y la reducción de los requisitos de capital en etapas recesivas ayuda a amortiguar la caída del crédito, lo que, por lo tanto, contribuye a que la crisis sea menos intensa. A pesar de esto, en el actual ciclo contractivo sucedió lo contrario y se endurecieron los requisitos de capital, lo que agudizó la caída del

La política macroprudencial gana importancia

Países con mandato formal en materia macroprudencial (%)



Nota: * Países con planes para introducir un mandato formal y explícito de política macroprudencial entre 2010 y 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la encuesta de política macroprudencial del FMI (2010).

1. Véase Jódar-Rosell, S. y Gual, J. (2014), «La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas», Documentos de Economía, "la Caixa" Research.

2. Véase Gual, J. (2011), «Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario», Documentos de Economía, "la Caixa" Research.

crédito. Un estudio reciente³ resalta la importancia de esta herramienta, sugiriendo que, de haberse activado antes de la crisis, habría permitido reducir en su totalidad el coste fiscal de la recapitalización bancaria en España y en más de una cuarta parte en Irlanda.

Existen otros instrumentos que comparten la misma filosofía pero que, en vez de actuar sobre el conjunto del crédito, permiten incidir solamente en determinados activos. Esta opción puede ser muy útil cuando se detectan burbujas en activos concretos, ya que permite actuar directamente sobre ellos sin afectar al resto de sectores. En este sentido, una opción consiste en modificar los requerimientos de capital para el tipo de crédito sobre el que se quiere actuar. Para el caso concreto del sector inmobiliario, que como se comenta en el artículo «¿Existe sobrecalentamiento en los mercados inmobiliarios internacionales?» del presente Dossier vuelve a preocupar en varios países desarrollados, además de las políticas anteriormente comentadas, otra opción consiste en limitar la deuda hipotecaria de los hogares a lo largo del ciclo, ya sea mediante restricciones en el *loan-to-value*, el cual limita el tamaño de la hipoteca respecto al valor de la propiedad, ya sea en la ratio *debt-to-income*, que circunscribe el tamaño del préstamo a los ingresos del prestatario. Estas medidas ya han sido ampliamente utilizadas tanto en países emergentes como en economías avanzadas, siendo Suecia y el Reino Unido los casos más recientes. En el país escandinavo se endurecieron los requerimientos de capital de los bancos sobre sus créditos hipotecarios y se restringió que las nuevas hipotecas excedieran el 85% del valor de mercado de la vivienda financiada, todo ello con el propósito de frenar el fuerte crecimiento del crédito hipotecario y limitar, así, la posible creación de una burbuja inmobiliaria. También el Reino Unido ha llevado a cabo medidas similares. Concretamente, la autoridad macroprudencial británica (Prudential Regulation Authority) ha establecido que las hipotecas con mayor perfil de riesgo (las que superen en 4,5 veces los ingresos anuales de los clientes) no supongan más de un 15% del total de los nuevos préstamos hipotecarios que concedan las entidades británicas.

Recuperando el símil médico, para curar una enfermedad a menudo conviene atacarla por distintos frentes. Así, el éxito de la aplicación de la política macroprudencial dependerá de contar con un buen esquema de políticas macroeconómicas (fiscales y monetarias) y con un buen marco de regulación y supervisión financiera. Por ello, entender la complementariedad de estas políticas es de vital importancia para poder extraerles el máximo potencial.

Las interconexiones entre las políticas macroprudenciales y las monetarias son estrechas. De no aplicarse correctamente, pueden tener efectos contraproducentes entre sí. Una política monetaria demasiado holgada puede afectar a la estabilidad financiera incentivando a que los agentes tomen mayores riesgos (véase «Sube la temperatura en los mercados financieros internacionales: ¿burbuja o calentón pasajero?» también en este Dossier). De la misma manera, una mala regulación macroprudencial puede restringir en exceso el flujo de crédito a la economía. Sin embargo, una buena coordinación entre ambas políticas puede ser de mucha utilidad. Por ejemplo, los efectos perniciosos de una política monetaria demasiado acomodaticia se pueden compensar con una política macroprudencial más restrictiva que sofoque los focos de sobrecalentamiento en sectores específicos. Dado el importante papel que tiene esta última, es necesario establecer un marco regulatorio macroprudencial bien definido y con un amplio abanico de instrumentos previamente probados y listos para ser implementados.

El papel de los instrumentos macroprudenciales, por lo tanto, puede ser muy relevante. Si las instituciones regulatorias son capaces de detectar el origen de las vulnerabilidades que afectan a la estabilidad financiera y poseen la potestad regulatoria para implementar los instrumentos necesarios para sofocar el riesgo sistémico, el potencial de combinar ambas políticas puede ser muy amplio. El único inconveniente es que la necesidad de usarlos puede que llegue antes de que hayan sido diseñados y sometidos a pruebas con suficiente robustez. El tiempo apremia, pero cabe ser prudentes.

Ariadna Vidal Martínez

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

3. Véase el anexo III del documento de trabajo «Key aspects of macroprudential policy» del FMI (2013).



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"

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?
 Jordi Gual

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
 Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

"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: publicacionesestudios@lacaixa.es

 "la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

Síguenos en Twitter y 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

