

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 383 | OCTUBRE 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*Mercados interbancarios de la eurozona:
buscando la normalidad por vías inusuales*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Brasil: bache a corto plazo, retos
importantes a largo*

UNIÓN EUROPEA

*El impacto de la crisis rusa en Alemania
y Europa central*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Cambios en el sector inmobiliario español

DOSSIER: LAS CLAVES DE LA RECUPERACIÓN DEL CRÉDITO

El crédito del crédito

*BCE: un paso más para afianzar
la recuperación de la eurozona*

*El coste de la deuda bancaria:
tiempos pasados que no volverán*

*Un coste del capital más bajo para
la banca*

INFORME MENSUAL

Octubre 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

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

30 de septiembre 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 *Mercados interbancarios de la eurozona: buscando la normalidad por vías inusuales*10 *Finanzas familiares tras la crisis: la tentación del riesgo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Brasil: bache a corto plazo, retos importantes a largo*16 *Comercio internacional: lo que el dato esconde***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La relación entre el valor del euro y la inflación*22 *El impacto de la crisis rusa en Alemania y Europa central***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Sobre el repunte del consumo de los hogares en España*28 *Cambios en el sector inmobiliario español*29 *El deterioro de la balanza de rentas: motivos y recorrido***32 DOSSIER: LAS CLAVES DE LA RECUPERACIÓN DEL CRÉDITO**32 *El crédito del crédito*

Oriol Aspachs

34 *BCE: un paso más para afianzar la recuperación de la eurozona*

Ariadna Vidal Martínez

36 *El coste de la deuda bancaria: tiempos pasados que no volverán*

Sandra Jódar-Rosell

38 *Un coste del capital más bajo para la banca*

Pau Labró Vila

Melancolía en la eurozona

El otoño es una estación proclive a una cierta melancolía. Las horas de sol menguan con celeridad. Los árboles pierden sus hojas y, tras el paréntesis veraniego, a muchas personas les abrumba el quehacer diario con sus afanes. Refugiarse en una actitud melancólica es siempre una tentación, y a menudo un riesgo, en esta época.

A la economía de la eurozona, tras sufrir dos recesiones en tan solo cuatro años, el verano no le ha sentado bien. La *rentrée* se presenta con serios avisos de melancolía, procedentes de los grandes países: Francia, Italia y también, aunque en menor medida, Alemania.

Es responsabilidad de los líderes políticos europeos no sucumbir a la tentación del abatimiento. Por un lado, el empeoramiento de la coyuntura en la eurozona ha tenido mucho que ver con factores geopolíticos, especialmente por la tensión con Rusia, pero cabe esperar que dichos factores tengan un carácter temporal. Por otra parte, los resultados de las elecciones al Parlamento del pasado mes de mayo, junto con el alza de los partidos extremistas en diversos Estados miembros, han de constituir un toque a rebato para la Unión Europea y, muy en especial, para la eurozona. Al descontento cada vez más amplio de la población no se puede contraponer una actitud letárgica o continuista. Los líderes de las capitales europeas deben, junto con las nuevas autoridades comunitarias, protagonizar un verdadero cambio de rumbo en la política económica para dar respuesta a los formidables retos del momento. ¿Cuáles deben ser los ejes principales de esta nueva orientación?

En política presupuestaria, el debate sobre la austeridad se ha de matizar adecuadamente, acompasando el ritmo de reducción de los déficits públicos a los diferentes puntos de partida y niveles de deuda. De manera especial, los países con mayor holgura, como Alemania, han de contribuir al impulso de la demanda agregada del conjunto de la eurozona. Está en su interés, dado el nivel de integración económica existente y el gran peso relativo germano.

En el frente de las reformas estructurales, los países más rezagados son ahora Francia e Italia. La evidencia del éxito de las reformas en países como Irlanda y España (y, en menor medida, Portugal) debe ser un acicate para pasar de las palabras a los hechos.

Otro renglón en el que los esfuerzos deben ser inmediatos y atrevidos es el del mercado interior. Venciendo todas las resistencias proteccionistas que sea necesario, Europa debe integrar sus mercados de servicios, especialmente en el área de industrias reguladas como las telecomunicaciones o la energía. Esta es una política que mejoraría no solo la coyuntura, sino también el potencial a largo plazo de la economía europea.

Finalmente queda el ámbito financiero. En este apartado, el BCE ya ha ido gradualmente venciendo resistencias, con una política cada vez más osada que ha garantizado la integridad de la eurozona y ha tratado de recomponer el mecanismo de transmisión de los estímulos monetarios para que la liquidez llegue a las familias y las empresas. El avance de la Unión Bancaria y una gestión adecuada del examen en curso de la banca europea ayudarán en este empeño. Como se discute a fondo en el Dossier de este *Informe Mensual*, también contribuirá una estabilización de la política regulatoria, eliminando las incertidumbres que aún atenazan la toma de decisiones de los actores económicos.

El gurú del *management* recientemente fallecido, Warren Bennis, solía decir que un buen directivo ayuda a su equipo a llegar a su destino, mientras que un buen líder lo que hace es convencer a su gente de cuál debe ser ese destino. En la estación melancólica por excelencia, los ciudadanos europeos merecen que sus dirigentes no sean simples gestores de la compleja situación a la que nos enfrentamos, sino verdaderos líderes, para de este modo superar con éxito los enormes retos a los que se enfrenta la economía europea.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de septiembre de 2014

CRONOLOGÍA

SEPTIEMBRE 2014

- 4 El BCE sitúa el **tipo refi** en el **0,05%** y el **tipo de interés de la facilidad de depósito** en el **-0,20%**. Adicionalmente, anuncia un programa de **compra de titulaciones de créditos y cédulas hipotecarias**.

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).

AGENDA

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).
21 Avance del PIB de China (tercer trimestre).
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).
Avance del PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).
31 Balanza de pagos (agosto).

NOVIEMBRE 2014

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
7 Índice de producción industrial (septiembre).
17 Comercio exterior (octubre).
Avance del PIB de Japón (tercer trimestre).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (septiembre).
25 Ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
27 Índice de sentimiento económico de la eurozona (noviembre).
Avance IPC (noviembre).
Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).

Una recuperación desigual

El crecimiento mundial prosigue, pero de forma desigual y con riesgos a la baja. A pesar de que varios organismos han rebajado las perspectivas de crecimiento global para este año, este se sitúa todavía en un nivel satisfactorio en línea con el promedio histórico (3,4%). Para alcanzarlo, será crucial la aportación de los dos grandes motores: EE. UU., que muestra signos de aceleración en el segundo semestre, y China, que mantiene ritmos de actividad aceptables mientras reajusta la maquinaria. El resto de emergentes presenta importantes disparidades pero, en general, la evolución es positiva. En Japón, la subida del IVA no ha truncado la modesta expansión económica, y la política ultraexpansiva del Banco de Japón (BOJ) ya empieza a aportar resultados favorables. También los indicadores del 3T para la eurozona señalan que el debilitamiento no irá a más tras la sorpresa negativa del 2T. Con la ayuda de los nuevos estímulos del BCE, la región debería encauzar una senda de crecimiento moderado. Con todo, la expansión presenta una gran heterogeneidad entre países y el mapa de riesgos sobre el crecimiento está sesgado a la baja.

La recuperación de la economía estadounidense se consolida. El fuerte repunte del PIB en el 2T (1,1% intertrimestral) y el buen tono de la mayoría de indicadores de actividad del 3T confirman que la expansión en EE. UU. se asienta sobre bases sólidas. Este crecimiento no ha generado por el momento presiones inflacionistas, lo que permite que la Fed siga el guion de una retirada de estímulos muy paulatina. Así, en la reunión de septiembre reiteró el compromiso de mantener los tipos de interés muy bajos durante un «periodo de tiempo considerable» después del cese del *tapering*, previsto para finales de octubre. Por el momento, los mercados de deuda pública norteamericana reflejan esta estabilidad, que seguirá siendo la tónica siempre y cuando la inflación permanezca baja y se contenga la presión que los bajos tipos de interés ejercen sobre el precio de algunos activos.

La subida del IVA no ha truncado la modesta expansión de la economía nipona. El PIB de Japón se contrajo un 1,8% intertrimestral en el 2T, arrastrado por la caída del consumo privado y la inversión. Tras este bache temporal, los indicadores adelantados del 3T sugieren que la recuperación se ha reanudado. Además, el BOJ está dispuesto a prolongar su política monetaria expansiva, con lo que los riesgos deflacionistas están cada vez más alejados. También invita al optimismo el incremento de los salarios nominales, que debería apoyar a la demanda interna.

Los países emergentes mantienen el pulso. En general, su evolución es positiva, pero se diferencian dos grandes grupos. Unos mantienen ritmos de actividad satisfactorios, como China, cuya modesta desaceleración en el 3T se atajará mediante políticas expansivas que ya se están adoptando, o la India, capaz de crecer y contener la inflación de manera simultánea. Otros están inmersos en procesos saludables de ajuste, que lastran transitoriamente el crecimiento pero son la base de una posterior expansión sostenible (como sucede en Turquía y Brasil). La alerta por riesgos geopolíticos ha descendido, pero todavía destacan los frentes de Oriente Próximo, Rusia-Ucrania, las elecciones en Brasil y los disturbios en Hong Kong.

Permanecen los signos de debilidad en la eurozona. Tras un 2T decepcionante, los indicadores de actividad y de confianza del 3T muestran que la recuperación será muy gradual y desigual. A pesar de que impera la atonía, se observa cierta mejora en el sector exterior, apoyada en la depreciación del euro, y en el mercado laboral, que sigue su camino de normalización paulatina. En este contexto, la inflación se mantiene contenida aunque con perspectivas de una próxima inflexión hacia una suave senda alcista. Ciertamente, la puesta en marcha de los programas de compra de activos de renta fija privada por parte del BCE es más que bienvenida, aunque, como recordó Mario Draghi, para que la recuperación sea sólida y equilibrada los países que han mostrado mayores síntomas de debilidad, como Francia e Italia, deberían llevar a cabo reformas estructurales de calado para reducir los riesgos de recaída.

En España, la recuperación resiste ante la desaceleración europea. Tras el fuerte tirón inicial observado en el 2T, la economía española continúa creciendo, aunque a un ritmo levemente menor. El consumo privado, que creció visiblemente en el 2T, se está desacelerando ligeramente, pero su aportación al crecimiento del PIB seguirá siendo notable gracias, en parte, a la mejora de las expectativas de empleo. El sector exterior, que no contribuyó al crecimiento en el 2T, debería volver a ganar protagonismo a medida que la paulatina recuperación de la eurozona y la depreciación del euro contribuyan a dinamizar las exportaciones. Según el cuadro macroeconómico presentado por el Gobierno en los Presupuestos Generales del Estado de 2015, el PIB crecerá un 1,3% en 2014 y un 2,0% en 2015, un escenario que permitirá llevar a cabo el ajuste fiscal en 2015 de forma más llevadera. Por el momento, el cumplimiento del objetivo de déficit fiscal de 2014 (del 5,5% del PIB) parece factible.

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	3,8	3,4	3,3	3,3	3,4	3,8	3,9
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,3	2,2	2,2	3,1	1,9	2,6	2,3	2,2	3,5	3,0
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	-0,1	0,8	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	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	1,3	2,7	0,0	0,6	1,1	0,0	2,2
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	5,9	6,2	4,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2
Brasil	1,0	2,5	0,5	1,4	1,9	-0,9	0,2	0,6	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	3,2	3,3	3,5	3,3	2,9	2,9	2,9	3,2
Turquía	2,1	4,1	2,7	3,5	4,7	2,1	2,1	2,1	2,6	3,2
INFLACIÓN										
Mundial¹	4,0	3,3	3,4	3,3	3,3	3,5	3,4	3,5	3,4	3,3
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,8	1,7	1,4	2,1	1,8	1,7	1,7	1,4
Eurozona	2,5	1,4	0,6	1,2	0,7	0,6	0,4	0,7	0,9	1,1
Alemania	2,1	1,6	0,9	1,5	1,0	0,9	0,8	1,0	1,2	1,4
Francia	2,2	1,0	0,7	1,2	0,9	0,8	0,5	0,7	0,9	1,1
Italia	3,3	1,7	0,2	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,2	0,5	0,7
España	2,4	1,4	0,1	1,0	0,0	0,2	-0,4	0,3	0,6	0,9
Japón	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	1,7	2,1	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	2,0
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,8	7,3	7,0	6,4	7,6	7,5	7,6	7,6	7,2
China	2,7	2,6	2,2	2,6	2,3	2,2	2,1	2,4	2,8	3,2
India ³	7,5	6,3	5,0	5,8	5,4	5,7	3,4	5,7	6,7	6,6
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	0,4	1,5	0,9	0,5	-0,1	0,4	0,8	1,5
Turquía	8,9	7,5	8,8	6,9	8,0	9,4	9,1	8,8	7,3	6,9

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal y coste de factores. 3. 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	1,0	1,4	-0,4	0,8	1,5	2,0	2,0	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	24,8	26,1	24,6	23,3	25,9	24,5	23,9	24,2	24,3	23,0
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,1	1,0	0,0	0,2	-0,4	0,3	0,6	0,9
Costes laborales unitarios	-3,0	-1,5	-0,3	0,4	-0,9	0,0	-0,1	-0,2	0,8	0,0
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	0,74	0,24	0,23	0,23	0,29	0,36	0,58
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,59	1,23	0,56	0,54	0,56	0,67	0,79	1,04
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,48	1,30	0,36	0,40	0,50	0,65	0,82	1,09
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,66	3,23	2,75	2,61	2,49	2,77	2,95	3,13
Euro										
Refi BCE	0,88	0,54	0,16	0,05	0,25	0,22	0,12	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,57	0,22	0,21	0,05	0,30	0,30	0,17	0,07	0,05	0,05
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,48	0,33	0,56	0,57	0,44	0,34	0,32	0,32
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,05	0,09	0,14	0,10	-0,01	-0,05	-0,01	0,05
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,33	1,34	1,68	1,43	1,06	1,15	1,24	1,30
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,29	1,33	1,34	1,25	1,37	1,37	1,33	1,28	1,26	1,25
¥/euro	102,71	129,65	137,44	134,44	140,98	140,11	135,89	132,78	133,28	134,11
£/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	105,20	103,26	107,74	109,65	103,38	100,02	101,56	102,63
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	78,74	82,72	78,61	79,96	78,02	78,34	80,39	81,89

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

■ Previsiones

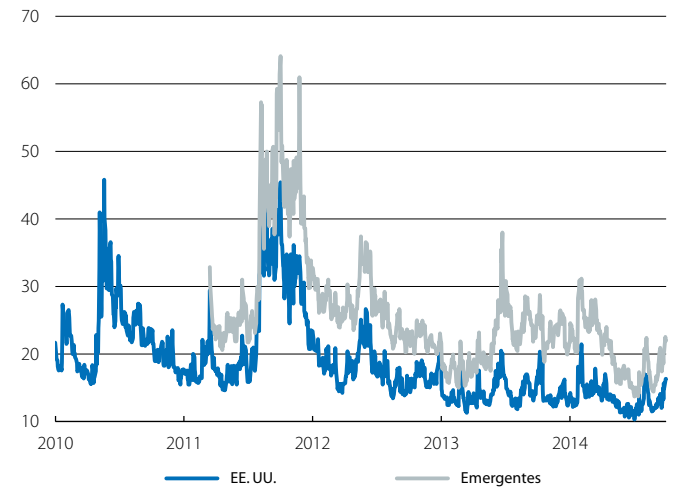
COYUNTURA · Caminos divergentes para EE. UU. y la eurozona

Los bancos centrales de nuevo salen al rescate. Los episodios de inestabilidad que salpicaron el escenario económico-financiero mundial entre julio y agosto (conflictos geopolíticos en Rusia y Oriente Próximo, bache de actividad en la eurozona y China) fueron cómodamente sofocados mediante la aparición en escena de los bancos centrales. El protagonismo recayó en esta ocasión en el Banco Central Europeo (BCE), aunque también contibuyeron a la labor los bancos centrales de Japón y China. Mediante el anuncio de varias medidas monetarias y el uso de la retórica, consiguieron aplacar los rebotes de volatilidad en los distintos mercados de activos financieros. En contraposición, la Reserva Federal (Fed) se ha mantenido en un discreto segundo plano. No obstante, el tono dispar entre países de los indicadores de coyuntura de las últimas semanas hace prever un otoño repleto de noticias en el ámbito monetario. En EE. UU., los inversores esperan que la Fed cumpla con su hoja de ruta, culminando el *tapering* en octubre y planteando la primera subida de tipos a mediados de 2015. A corto y medio plazo, la evolución de los mercados estará caracterizada por mayores niveles de volatilidad, fruto en buena parte de esta creciente divergencia en el sesgo de la política monetaria entre EE. UU. y la eurozona.

La Fed ratifica el tono *dovish* en vísperas de la finalización del *tapering*. En la primera reunión del FOMC (el comité encargado de las decisiones de política monetaria) tras el parón veraniego, se reiteraron los dos mensajes básicos ya conocidos que delimitan su estrategia. Primero, el plan es que los tipos de interés permanezcan en niveles reducidos «durante un tiempo considerable» tras el fin del *tapering* en octubre. Y segundo, la razón es que la infrautilización de recursos en el mercado laboral es todavía significativa. Sin embargo, los miembros del FOMC anticiparon un ritmo de subidas del tipo oficial ligeramente más acelerado que en reuniones anteriores. Un adelanto en el endurecimiento de las condiciones monetarias respondería, en primer lugar, a un escenario en el que la disminución de los recursos laborales ociosos fuese más rápida de lo previsto. Pero también a una eventual intensificación de los riesgos que amenacen el control de la inflación o la estabilidad financiera (formación de burbujas). En este sentido, es previsible que la institución señale de forma más clara su estrategia en torno a la evolución del tipo rector en la reunión del próximo 29 de octubre.

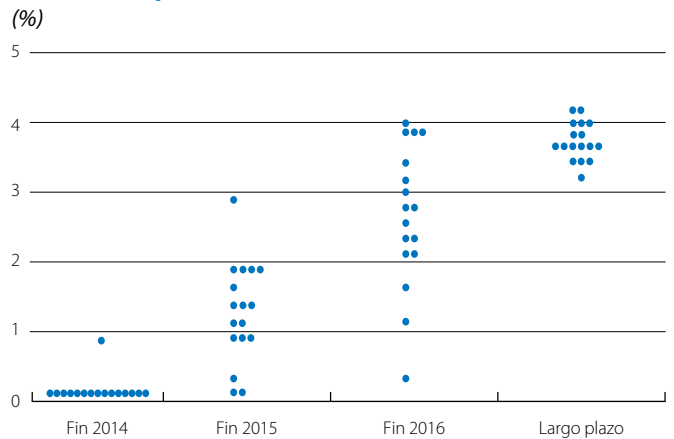
El BCE echa más madera. En un movimiento inesperado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió recortar el tipo de interés oficial hasta el 0,05%, así como la facilidad marginal de crédito y el tipo de depósito hasta el 0,30% y el -0,20%, respectivamente. Además, Mario Draghi anunció el lanzamiento de un doble programa de compra de deuda privada, que dará comienzo en octubre: la institución adquirirá durante los dos próximos años activos de titulización respaldados por créditos

Volatilidad implícita en los mercados financieros (Índices VIX para EE. UU. y VXEM para emergentes)



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

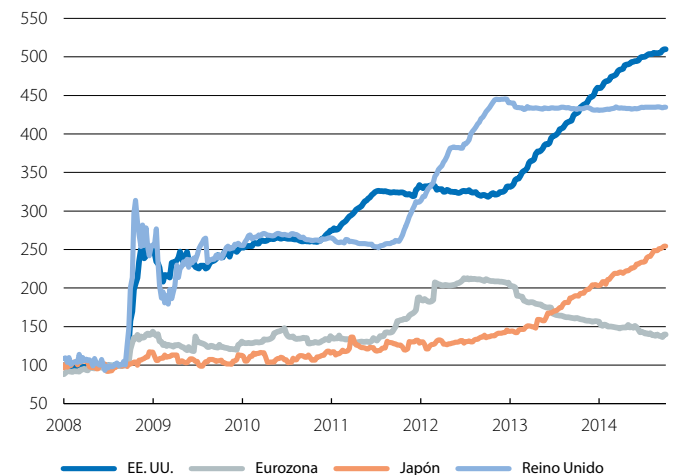
EE. UU.: nivel apropiado para el tipo de interés oficial según los miembros del FOMC del 17 de septiembre



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

Tamaño del balance de los principales bancos centrales

(Septiembre de 2008 = 100)



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

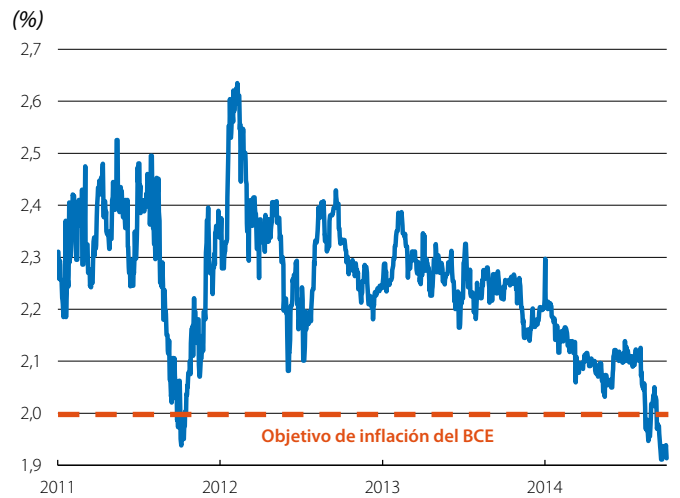
hipotecarios y a empresas de la eurozona; en paralelo, el BCE también acometerá compras de cédulas hipotecarias (*covered bonds*). Aunque estas decisiones no contaron con el respaldo unánime de los miembros del Consejo de Gobierno, su adopción se produjo como respuesta al deterioro de las expectativas de inflación a medio plazo y a la pérdida de pulso de la actividad económica. Asimismo, en septiembre se efectuó la primera operación de préstamos a largo plazo (TLTRO), que se saldó con una demanda de fondos discreta: 82.600 millones de euros, claramente por debajo de las previsiones del consenso de analistas. Esta circunstancia ha suscitado dudas entre los inversores acerca de si será o no posible alcanzar la referencia establecida por el propio BCE, consistente en expandir su balance en aproximadamente un billón de euros. El BCE ha dicho que está dispuesto a tomar las medidas necesarias para conseguir sus objetivos finales, pero lo más probable es que opte por esperar un tiempo razonable para evaluar la efectividad conjunta de las últimas medidas expansivas antes de plantearse nuevas vías de acción.

Los inversores apuestan por los *treasuries* a largo plazo. Los conflictos acontecidos durante el verano en Próximo Oriente y en Ucrania, a los que se añaden las recientes tensiones en Hong Kong, han incrementado la preferencia de los agentes por los activos más seguros. Entre estos, destaca la deuda pública norteamericana y, en concreto, la de vencimientos más lejanos. La ausencia de presiones inflacionistas de calado en EE. UU. y la intensificación de los estímulos monetarios en la UEM y en Japón han favorecido esta pauta. Paradójicamente, la placidez ahora reinante en el mercado de deuda pública estadounidense constituye un elemento de vulnerabilidad. Un eventual proceso de subidas del tipo oficial menos pausado de lo que hoy se espera, sobre la base del ostensible incremento de posiciones especulativas largas en *treasuries*, son elementos que introducen fragilidad en el panorama.

La rentabilidad del *Bund*, en mínimos. La debilidad del escenario económico europeo está dejando huella sobre el mercado de deuda soberana del área. Al bache económico sufrido durante el 2T por las economías *core* (Alemania y Francia), se ha unido la confirmación de la desaceleración de la inflación de la eurozona en septiembre. Estos datos han contribuido a impulsar nuevos descensos de la curva de tipos de interés alemana. En concreto, las referencias a uno, dos y tres años ofrecen una rentabilidad negativa, mientras que la *yield* del bono a 10 años se mantiene por debajo del 1%.

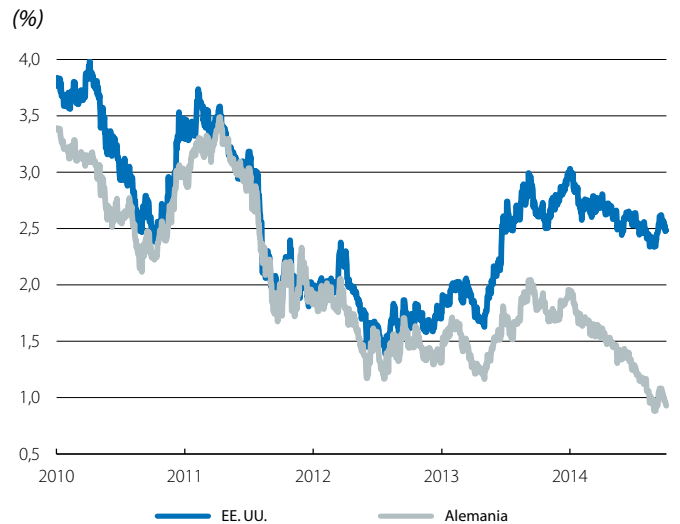
Los inversores abrazan la deuda soberana de la periferia. Una vez superadas las modestas turbulencias del verano (crisis del BES de Portugal, y la recaída de Italia en recesión) las *yields* de la deuda pública de los países de la periferia europea han retomado la senda descendente (es decir, cotizaciones al alza). El desenlace del referéndum por la independencia en Escocia también ha contribuido a reanudar la asunción de riesgos por parte de los inversores. De igual modo, la tendencia se ha visto favorecida por el anuncio de las medidas extraordinarias de liquidez del BCE en septiembre, y podría reforzarse aún más si

Eurozona: expectativas de inflación a 5 años a 5 años vista



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

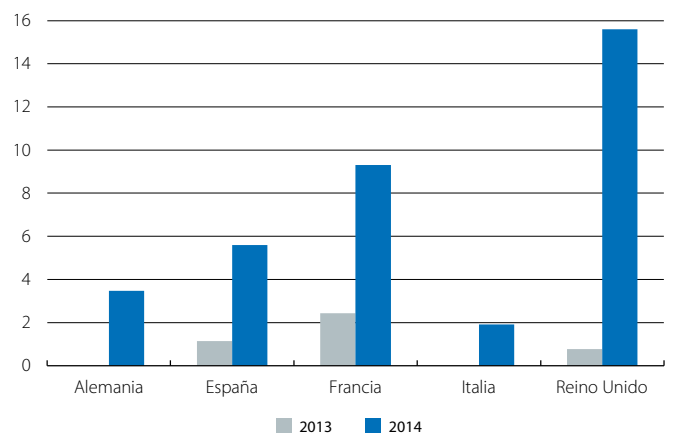
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

Bancos europeos: emisiones de bonos contingentes convertibles (cocos)

Acumulado de 1 de enero a 30 de septiembre de cada año (en miles de millones de euros)



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

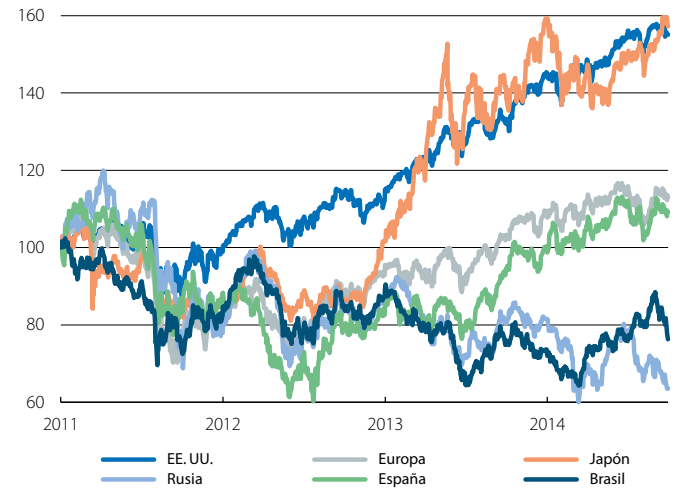
finalmente el banco central aumenta el paquete de las mismas en los próximos meses. Otro factor a tener en cuenta es la publicación de los resultados de las pruebas de estrés a la banca europea a finales de octubre, que deberá reducir la incertidumbre sobre el sector sin deparar turbulencias. Al hilo de estas pruebas, las entidades han aumentado considerablemente las emisiones de bonos contingentes convertibles con el fin de fortalecer sus ratios de solvencia.

Luces y sombras en la arena bursátil debido a las dudas sobre el crecimiento en la UEM y en los emergentes. Tras los vaivenes experimentados durante el verano, la cautela ha dominado en los mercados de acciones en septiembre. El tono general ha sido flojo, pero con notable disparidad entre países en concordancia con las respectivas evoluciones macroeconómicas y monetarias. Japón y EE. UU. han destacado en positivo. En el país nipón, porque los inversores anticipan una nueva ronda de medidas expansivas del banco central y en el norteamericano, gracias al apoyo de buenos datos de coyuntura. Las plazas de la eurozona y de los países emergentes han registrado correcciones moderadas. En el bloque emergente, han pesado las dudas sobre el crecimiento económico en China, si bien el banco central ha respondido con celeridad inyectando liquidez a los cinco mayores bancos del país. La incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales brasileñas, el deterioro del cuadro macroeconómico ruso y los altercados en Hong Kong han decantado la balanza del lado de las pérdidas. Pese a todo, las perspectivas a medio plazo para las bolsas son favorables. La mejora gradual del crecimiento global y la prolongación de unas condiciones monetarias laxas en conjunto deben sostener este escenario alcista.

Fortaleza del dólar frente al euro y debilidad generalizada de las materias primas. El tipo de cambio del euro ha retrocedido hasta los 1,26 dólares, nivel que no se observaba desde 2012. La principal razón que subyace a esta intensificación de la depreciación del euro cabe atribuirla a la divergencia de la política monetaria entre la eurozona y EE. UU. En el área emergente, las presiones sobre el real brasileño y el rublo ruso han aumentado. En el primer caso, a causa de la incertidumbre sobre los comicios electorales que tendrán lugar en octubre. En el segundo caso, fruto de la salida de capitales y los rumores acerca del posible establecimiento de controles de cambios. La cotización de las materias primas en general, y el petróleo en particular, continúa mostrando una evolución bajista. La fuerza del dólar, el exceso de oferta y las menores expectativas de demanda de crudo han facilitado que el precio del barril se sitúe claramente por debajo de los 100 dólares.

Evolución de las principales bolsas internacionales

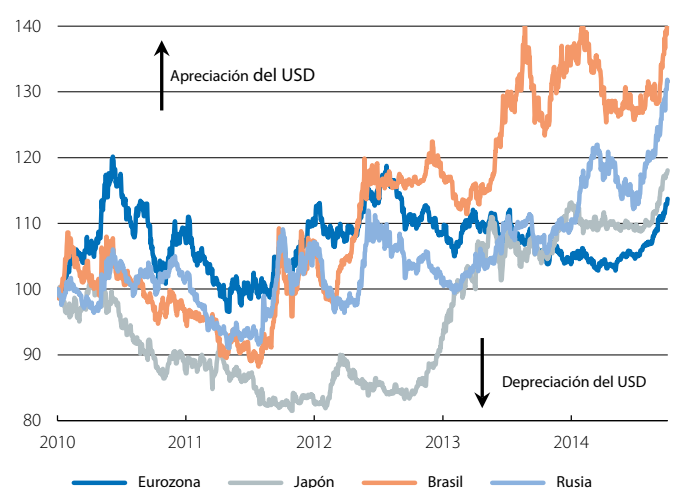
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del USD frente a diferentes divisas

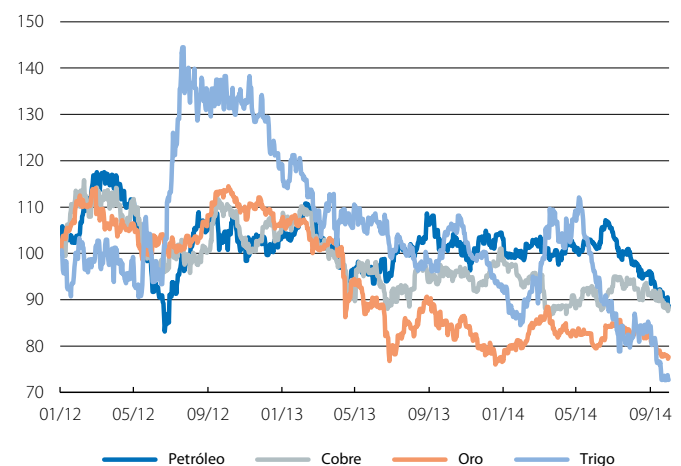
(Enero 2010 = 100)



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

Evolución de la cotización de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



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

FOCUS · Mercados interbancarios de la eurozona: buscando la normalidad por vías inusuales

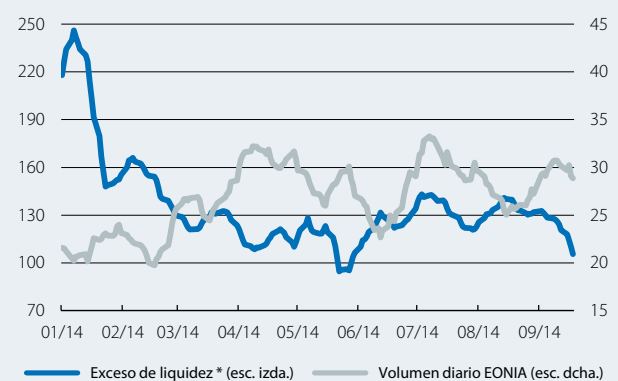
El mercado interbancario desempeña un papel fundamental en el conjunto de la economía de un país o de una región, máxime si su grado de bancarización es elevado como es el caso de la eurozona. De entrada, constituye el primer eslabón del mecanismo de transmisión de la política monetaria, de modo que las condiciones bajo las que opera (sin ir más lejos, los tipos de interés que en él prevalecen) determinan en gran medida las condiciones de financiación de familias y empresas, con implicaciones directas sobre la economía real. Un mal funcionamiento del mercado interbancario, como sucedió repetidamente entre 2007 y 2011, constituye un problema de primer orden. Para atajar aquellas crisis de liquidez fueron decisivas las actuaciones, en clave de urgencia, de los bancos centrales de prácticamente todos los países desarrollados. Por fortuna, los engranajes de los mercados mayoristas de financiación bancaria han ido mejorando desde entonces. Sin embargo, todavía se observa una excesiva fragmentación geográfica en el mercado interbancario de la eurozona, tanto en el segmento *secured* (el de operaciones repo, en las cuales el prestatario entrega títulos a modo de garantía) como en el *unsecured* (donde no existen esas garantías). Uno de los remedios que el BCE está probando, el establecimiento de una tasa negativa en la «remuneración» de su Facilidad de Depósito (FD en adelante), está envuelto de incógnitas sobre su eficacia y posibles efectos secundarios.

Desde hace unos meses, las entidades bancarias deben pagar por el importe que depositen en la FD del BCE (y, lógicamente, por el saldo en cuenta corriente que exceda el mínimo reglamentario al que obliga el coeficiente de reservas). En junio la penalización quedó establecida en el 0,10% y se incrementó a partir de septiembre hasta el 0,20%. Resulta evidente que con esta inusual decisión la autoridad monetaria ha reforzado la senda bajista de los tipos euríbor, que sin duda era uno de los objetivos perseguidos. No obstante, una valoración completa de las repercusiones de la medida debe contemplar más aspectos, sobre los cuales hay considerable discusión. La cuestión relevante es si, como argumentan sus defensores, contribuirá a dar fluidez a la operativa del mercado interbancario, a potenciar el crédito y a relajar las condiciones financieras de familias y empresas, particularmente en los países de la periferia. Los detractores, en cambio, alertan de que los efectos podrían ser opuestos a los deseados. De entrada, porque tipos negativos pueden suponer un incentivo para que aquellos bancos con un excedente de liquidez opten por reducirlo en lugar de prestarlo en el interbancario. Este eventual retraimiento de la oferta podría llevar a los bancos tradicionalmente demandantes

de fondos a buscar fórmulas para reducir la dependencia del interbancario, como por ejemplo reducir sus operaciones de activo. Es decir, argumentan que esta decisión puede resultar perjudicial en última instancia para la provisión de crédito a la economía real. Aunque deberá transcurrir más tiempo para que puedan extraerse conclusiones sólidas, las primeras evidencias parecen otorgar el beneficio de la duda al BCE. Los volúmenes en el mercado EONIA (tipo interbancario a un día) han mantenido una notable estabilidad en los últimos meses, registrando incluso leves aumentos. De forma similar, el exceso de liquidez de los bancos no ha experimentado cambios sustanciales en este periodo. De cara a los próximos trimestres, es muy probable que el tipo EONIA se estabilice en cotas negativas, muy próximo al tipo de la FD. De hecho, el previsible aumento del exceso de liquidez en la eurozona, fruto de la puesta en marcha de las TLTRO y las compras de deuda privada del BCE, reforzará esta dinámica. Sin embargo, estos signos alentadores no deben hacer olvidar el significativo grado de fragmentación que todavía prevalece. Los operadores de renta fija y del mercado monetario de las entidades financieras de la periferia europea siguen alertando de este fenómeno. Parece claro que las medidas del BCE ayudan pero no son la panacea. Las pruebas de estrés y solvencia a la banca europea, en el marco de la futura unión bancaria, y las actuaciones reformadoras de los Gobiernos constituyen pilares básicos sobre los que restituir completamente el normal funcionamiento de los mercados interbancarios. Este último punto resulta crucial para reducir la percepción de riesgo de contraparte que todavía impera en las instituciones financieras de los países en fase de ajuste. De ello depende que la relajación de las condiciones monetarias acabe por trasladarse plenamente a empresas y particulares.

Mercado interbancario de la eurozona

Media móvil de dos semanas (en miles de millones de euros)



Nota: * Definido como la suma de la facilidad de depósito (detrayendo el recurso a la facilidad marginal de crédito) y el exceso de reservas por encima del nivel obligatorio marcado por el BCE.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.

FOCUS · Finanzas familiares tras la crisis: la tentación del riesgo

Durante los últimos años, las familias españolas han tenido que abordar la planificación financiera bajo condiciones anormales. Entre 2003 y 2007, la formación de una burbuja: fuerte expansión económica, acceso fácil al crédito y precios de los activos disparados, en especial los inmobiliarios. Entre 2008 y 2013, una crisis sin precedentes tras el estallido de la burbuja: destrucción masiva de empleo, estrangulamiento del crédito y desvalorización de los activos. Este año parece estar empezando una nueva fase: recuperación económica, reapertura progresiva del crédito y, como gran novedad respecto a otros ciclos, tipos de interés extremadamente bajos, casi a cero, en los productos tradicionales para el ahorro familiar. En este contexto complejo y cambiante, las familias han ido tomando decisiones sobre las cuestiones financieras básicas, tales como el reparto de la renta entre consumo y ahorro, el endeudamiento o la composición de su cartera de activos. La nueva etapa también irá deparando cambios en algunas pautas de comportamiento.

En el 1T 2014, la tasa de ahorro de los hogares disminuyó hasta el 9,4% de la renta disponible. Es un mínimo histórico, que en buena medida responde al propio descenso de la renta disponible en un marco de elevado desempleo. A pesar de la recuperación ya iniciada, no cabe esperar para el próximo año o dos grandes cambios en la tasa de ahorro. Será preciso que el aumento de la renta disponible esté consolidado antes de observar incrementos de la misma hacia cotas más cercanas a las del periodo previo a la crisis. Mientras eso ocurre, otros factores, de efectos ahora inciertos, entrarán en juego, por ejemplo la reforma fiscal o las expectativas sobre las pensiones públicas.

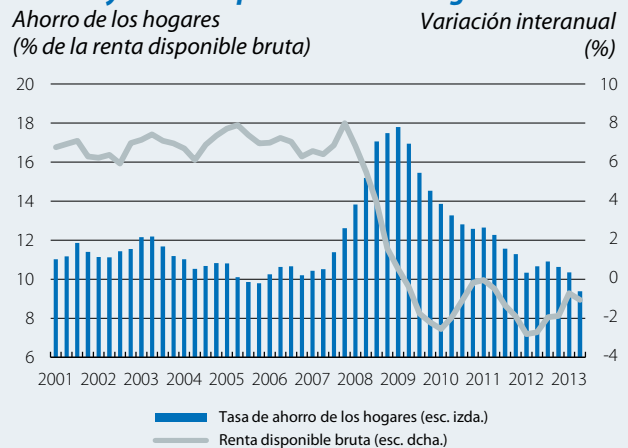
El endeudamiento y la composición de los activos familiares totales tienen un determinante común básico: las decisiones sobre la compra de vivienda. Los últimos años han estado caracterizados por un notable descenso de los importes destinados a la adquisición de vivienda y la deuda hipotecaria asociada. Este proceso de desapalancamiento ha avanzado mucho pero no puede darse por concluido. Hoy por hoy, las fuerzas que empujan hacia una continuidad del mismo parecen dominar. Primero, numerosas familias todavía sufren una carga elevada de la deuda y tenderán a rebajarla. Segundo, la formación de nuevos hogares es escasa. Tercero, los precios inmobiliarios están próximos a tocar fondo pero las subidas futuras se atisban muy modestas. Emergen, sin embargo, algunos factores que podrían actuar en sentido contrario a medio plazo. Uno es el relajamiento de las condiciones para acceder al crédito, tras el saneamiento de los balances bancarios. Otro es el bajo nivel de los tipos de interés, que podría alentar la demanda de viviendas a modo de inversión por parte de particulares decepcionados con el rendimiento casi nulo de los productos tradicionales de renta fija. Este efecto, que algunos denominan búsqueda de rentabilidad

(*search for yield*), ya se ha empezado a percibir en la recomposición de la subcartera de activos financieros.

De acuerdo a las Cuentas Financieras que elabora el Banco de España, en el 1T 2014 las familias deshicieron posiciones por valor cercano a los 8.000 millones de euros en los activos más líquidos: el efectivo y los depósitos. La causa de esta desinversión se encuentra en la escasa rentabilidad que ofrecen actualmente los depósitos, que se sitúa alrededor del 1%. Aunque en menor cuantía, las familias también vendieron activos de renta fija. En contrapartida, los fondos de inversión y las acciones recibieron flujos positivos conjuntos por 9.400 millones de euros.

El alcance que acabe teniendo este proceso de *search for yield* y asunción de riesgos será crucial para determinar si tras la actual etapa de recuperación y tipos casi nulos se da paso, finalmente, a un periodo de condiciones relativamente normalizadas o si por el contrario se repiten los vaivenes de la última década.

Ahorro y renta disponible de los hogares *

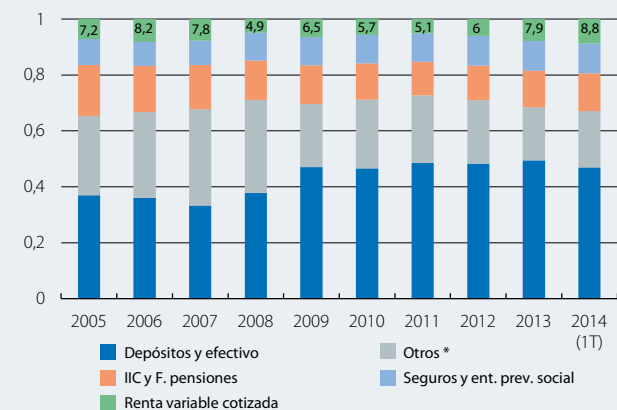


Nota: * Hasta el 1T 2014.

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

Activos financieros de las familias españolas

(% del total de activos financieros de las familias)



Nota: * Incluye principalmente inversiones en renta fija y en renta variable no cotizada.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-sep	29-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,05	0,15	-10	-20,0	-45,0
Euríbor 3 meses	0,08	0,16	-8	-20,4	-14,2
Euríbor 12 meses	0,34	0,43	-9	-21,6	-19,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,06	-0,02	-4	-24,3	-16,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,08	-0,03	-5	-29,3	-24,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,95	0,89	6	-97,9	-82,9
Deuda pública a 10 años (España)	2,14	2,23	-9	-201,1	-215,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	119	134	-15	-102,9	-132,6
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,24	0,23	1	-0,6	-0,9
Líbor 12 meses	0,58	0,57	1	-0,3	-4,9
Deuda pública a 1 año	0,10	0,08	2	-1,2	1,4
Deuda pública a 2 años	0,57	0,49	8	19,0	25,3
Deuda pública a 10 años	2,49	2,34	15	-53,8	-12,0

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	30-sep	29-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	63	60	3	-7,7	-41,3
Itraxx Financiero Sénior	64	61	3	-23,5	-84,1
Itraxx Financiero Subordinado	92	84	8	-36,7	-124,2

Tipos de cambio

	30-sep	29-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,263	1,313	-3,8	-8,1	-6,6
¥/euro	138,490	136,690	1,3	-4,3	4,2
£/euro	0,779	0,791	-1,5	-6,2	-6,8
¥/\$	109,650	104,090	5,3	4,1	11,6

Materias primas

	30-sep	29-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	473,4	483,8	-2,2	3,7	1,3
Brent (\$/barril)	93,2	101,3	-8,0	-15,9	-14,7
Oro (\$/onza)	1.208,2	1.287,8	-6,2	0,2	-9,1

Renta variable

	30-sep	29-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.972,3	2.003,4	-1,6	6,7	17,3
Eurostoxx 50	3.225,9	3.172,6	1,7	3,8	11,5
Ibex 35	10.825,5	10.728,8	0,9	9,2	17,8
Nikkei 225	16.173,5	15.424,6	4,9	-0,7	11,9
MSCI emergentes	1.005,3	1.087,9	-7,6	0,3	1,8
Nasdaq	4.493,4	4.580,3	-1,9	7,6	19,1

COYUNTURA · No tan débil como parece

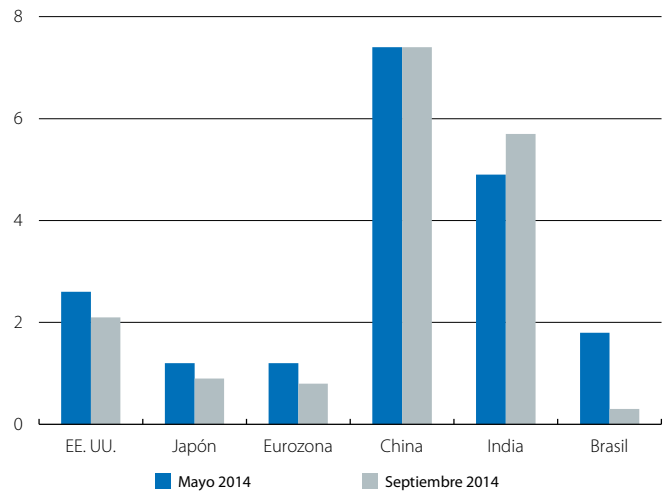
El crecimiento mundial se sitúa en línea con el promedio histórico. Según nuestro escenario central, la economía mundial registrará una expansión del 3,4% en 2014. Se trata de una cifra satisfactoria en tanto que coincide con el promedio alcanzado durante las tres largas décadas comprendidas entre 1980 y 2013. Sin embargo, predomina la percepción de que el pulso global es débil. En este contexto, la OCDE rebaja sus previsiones de crecimiento para la mayoría de las grandes economías y caracteriza la actual expansión mundial de «moderada y desigual». Diversas circunstancias pueden estar contribuyendo a esta apreciación. Primero, la gran heterogeneidad que se observa entre países y regiones, que deja a la vista algunas ovejas negras muy llamativas (en estos momentos, la eurozona). Segundo, el vuelco que ha tenido lugar en los pesos relativos: los emergentes ya superan el 50% del PIB mundial y resultan decisivos para elevar la media, pero son percibidos como un polo lejano de crecimiento. Y tercero, parece que todavía permanecen en el recuerdo, a modo de punto de referencia, los excepcionales registros de 2000-2007, la etapa de auge previa a la última gran crisis. Aunque no se alcanzarán aquellas velocidades, las dinámicas actuales nos llevan a prever una aceleración en 2015 hasta cotas cercanas al 4%, que debería servir para mejorar el sentimiento sobre la economía global. Será crucial la aportación de los dos grandes motores: EE. UU., que ya está acelerando en la segunda mitad de este año, y China, que mantiene ritmos de actividad aceptables mientras reajusta la maquinaria.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense confirma su expansión durante el verano. De entrada, se volvió a revisar al alza el avance del PIB en el 2T 2014, desde el 2,5% interanual hasta el 2,6% (del 4,2% intertrimestral anualizado al 4,6%), atribuible en gran medida a los componentes de inversión no residencial y exportaciones. Este tirón en el 2T compensa la fuerte caída que sufrió el PIB en el 1T como consecuencia del temporal hibernal. Ello, junto con el buen tono de la mayoría de indicadores de actividad del 3T, confirma nuestra previsión del 2,2% para el cómputo total del año. Destacan los índices de sentimiento empresarial. El ISM de manufacturas de agosto se encaramó hasta los 59,0 puntos, acercándose al máximo posrecesión de febrero de 2011 (59,3 puntos); y su homólogo en los sectores de servicios subió hasta los 59,6 puntos desde los 58,7 puntos en julio. Asimismo, las ventas minoristas avanzaron un robusto 5,0% interanual en agosto, lo que certifica el dinamismo del consumo. Por contra, el dato de producción industrial de dicho mes decepcionó, desacelerando desde el 4,9% interanual de julio hasta un 4,1%. Con todo, buena parte de la caída se atribuye a una normalización en la producción del sector automovilístico después de una fuerte subida en julio.

OCDE: previsiones de crecimiento para 2014

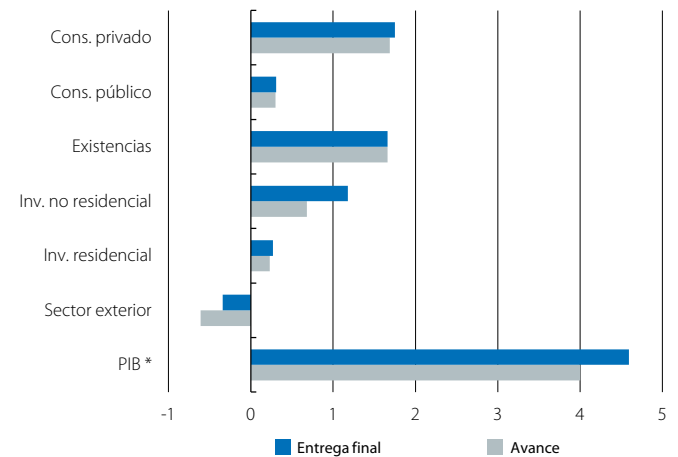
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB por componentes de demanda

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

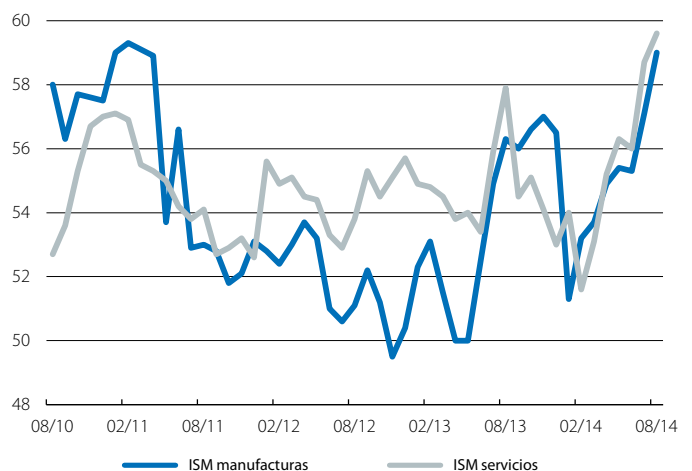


Nota: * Variación intertrimestral anualizada.

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.

Inflación bajo control. En este entorno de sólido avance, se mantiene la estabilidad de los precios. Así, la tasa de inflación de agosto fue del 1,7% interanual, tres décimas por debajo del registro de julio por la bajada del precio de la gasolina. Por su parte, el IPC subyacente (sin energía ni alimentos) también avanzó un 1,7% interanual (1,9% en julio). Esta pauta estable de los precios, que prevemos que se mantenga el resto del año, apoya el curso muy gradual de normalización monetaria defendido por la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen. En particular, en la reunión de septiembre del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) se reiteró el compromiso de mantener los tipos de interés muy bajos durante un «periodo de tiempo considerable» después del cese del *tapering* (previsto para finales de octubre).

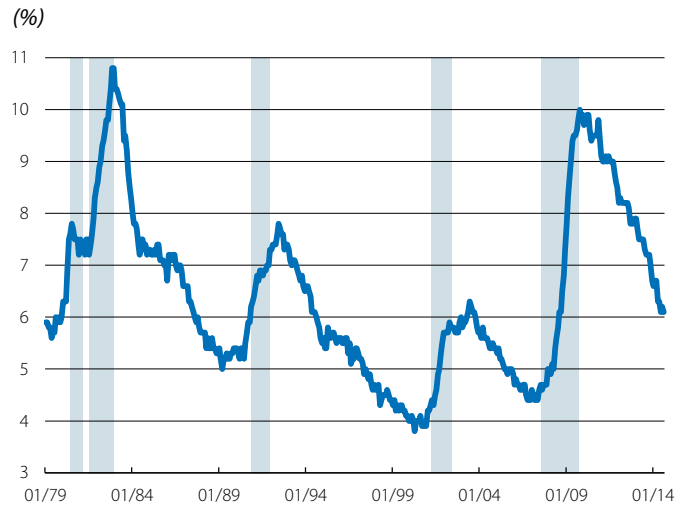
Prosigue la mejora del mercado laboral, a pesar de la ligera decepción que supuso el dato de creación de puestos de trabajo en agosto. En concreto, se crearon 142.000 empleos netos, la primera vez en seis meses que no se supera la barrera de los 200.000. Con todo, desde la finalización de la recesión, la economía estadounidense ha generado más de nueve millones de puestos de trabajo, de modo que se han recuperado los empleos destruidos durante la crisis. La tasa de paro ha descendido desde el 10% de finales de 2009 hasta el 6,1% de agosto. Por su parte, los avances salariales se muestran todavía tímidos (0,2% intermensual y 2,1% interanual en agosto), lo que favorece la contención de precios de nuestro escenario central.

En este entorno de mejora, el mercado de la vivienda sigue sin mostrar la robustez prevista. Aunque en líneas generales el sector inmobiliario sigue recuperándose, lejos quedan los pronósticos de que el sector sería uno de los pilares sobre los que se apoyaría el crecimiento económico en 2014. Esto es lo que ponen de manifiesto las cifras un tanto débiles de diversos indicadores de los últimos dos meses. En concreto, el índice Case-Shiller de precios para 20 áreas metropolitanas aumentó un 6,7% en julio, lo que supone una nueva desaceleración con respecto al avance de junio (de 1,3 p. p.). Asimismo, las ventas de viviendas de segunda mano bajaron por primera vez desde marzo (-1,8% intermensual). Sin embargo, no hay motivos para pensar en una recaída generalizada del sector. Así, las ventas de viviendas nuevas sorprendieron al alza con un crecimiento del 18% entre julio y agosto, el mayor salto intermensual desde principios de los noventa (2,4% interanual para el acumulado de enero a agosto).

JAPÓN

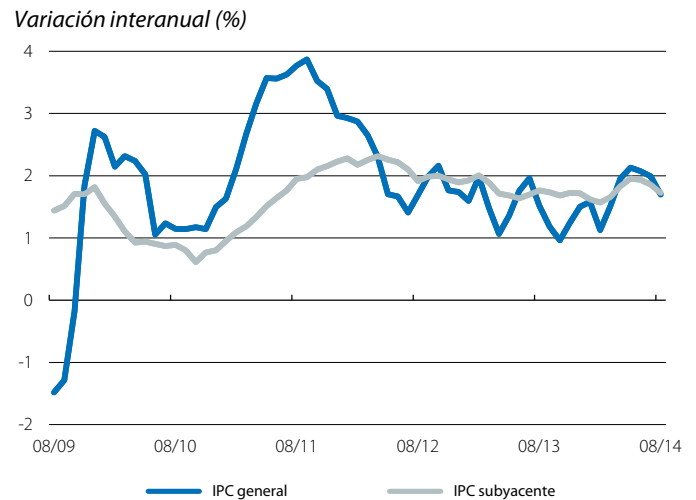
La contracción del 2T de la economía nipona fue mayor que lo que sugería la estimación preliminar del PIB. Tras el repunte del PIB del 1T por el efecto anticipación de la subida del IVA en abril, el fuerte retroceso del 2T (un 1,8% intertrimestral, previamente un 1,7%) nos hace poner un sesgo bajista a la previsión de avance para el conjunto de 2014 (1,1%). La revisión ahonda en la caída del consumo privado y de la inversión. En este sentido, los primeros indicadores de actividad del 3T, como la atonía de las importaciones, sugieren que la demanda inter-

EE.UU.: tasa de paro



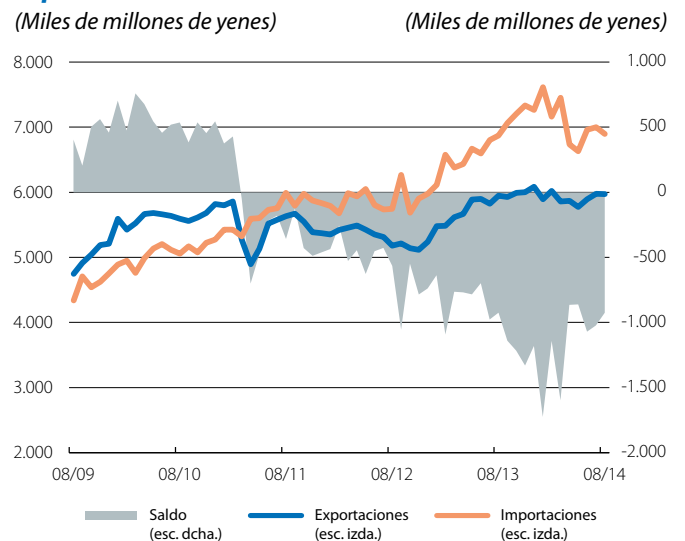
Nota: Las zonas sombreadas corresponden a recesiones. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE.UU.: IPC



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: balanza comercial



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

na todavía se mantiene débil. Asimismo, las exportaciones, uno de los motores tradicionales del crecimiento de Japón, siguen sin despegar, situándose todavía un 17% por debajo del nivel de 2007.

En este entorno, los precios continúan subiendo en Japón, aunque menos de lo esperado. En particular, el IPC de agosto subió un 3,3% interanual, ligeramente por debajo del registro de julio (3,4%). Por su parte, el IPC subyacente (sin alimentos ni energía) se mantuvo de nuevo plano en el 2,3%. Sin el efecto distorsionador del aumento del IVA, el IPC se habría situado en el 1,3%, todavía lejos del objetivo del Banco de Japón del 2% pero sin signos de recaída deflacionista. A este respecto, finalmente podemos hablar de un incremento significativo de los salarios nominales (del 0,9% interanual en el salario base en julio frente al -0,5% interanual en diciembre de 2013). Este es un elemento clave para el apoyo de la demanda interna.

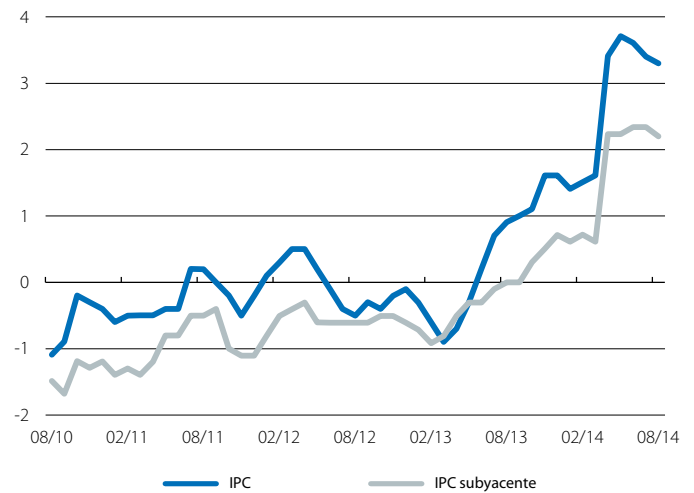
EMERGENTES

Las perspectivas de crecimiento para China siguen ancladas en torno al 7,5%, a pesar de la pérdida de ímpetu de algunos indicadores de actividad de agosto. Sobresale la producción industrial, que avanzó un 6,9% interanual, desacelerando significativamente desde el 9,0% de julio. Ventas minoristas e inversión también crecieron a un ritmo ligeramente más pausado que el mes anterior (11,9% y 16,5% interanual, respectivamente). Por su parte, el índice de sentimiento empresarial del sector manufacturero PMI (elaborado por Markit) del mes de septiembre se quedó plano en los 50,2 puntos. En positivo, el superávit exterior anotó un nuevo récord mensual en agosto, acercándose a los 50.000 millones de dólares, gracias tanto a la fortaleza de las exportaciones, que crecieron un 9,4% interanual, como a la contracción de las importaciones (-2,4%). Precisamente este buen dato del saldo comercial queda algo deslucido por dicha contracción importadora, que refleja cierta debilidad del consumo interno y, por tanto, la dificultad a la que se enfrenta el país asiático para virar hacia un modelo con un mayor protagonismo del gasto de los hogares.

Gran disparidad entre el resto de emergentes. Los casos de India, Turquía y Brasil ilustran el contraste de casuísticas. Así, mientras que la India continúa corrigiendo algunos de sus desequilibrios más apremiantes (inflación y cuenta corriente), Brasil se muestra incapaz de controlar sus precios. A esto se le suma la incertidumbre electoral que se cierne sobre el país latinoamericano. Por su parte, en Turquía, el PIB cayó un 0,5% intertrimestral (lo que supone dejar en un 2,1% la tasa interanual). A pesar del retroceso, cabe señalar que no solo esperábamos un dato peor sino que además la composición del PIB va en la línea correcta, toda vez que combina el ineludible ajuste de la demanda interna con una mayor contribución de la demanda externa (lo que ayuda a reducir el abultado desequilibrio por cuenta corriente). Asimismo, los indicadores del 3T sugieren que la actividad ya está mejorando, si bien de forma leve. De acuerdo con todo ello, revisamos ligeramente al alza las perspectivas de crecimiento de la economía turca para el total de 2014 hasta el 2,8%.

Japón: IPC

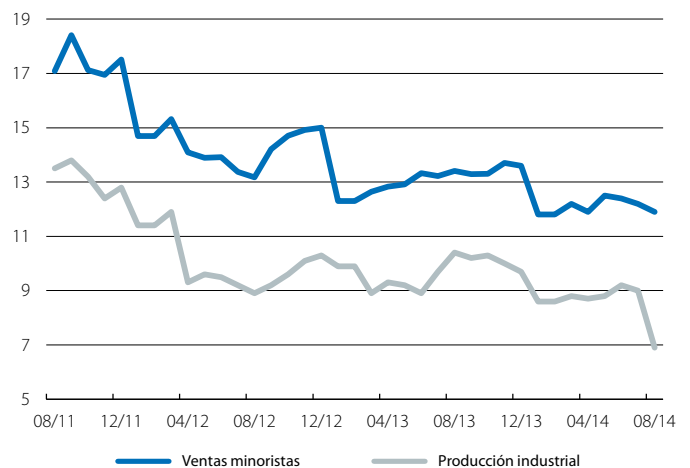
Variación interanual (%)



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

China: ventas minoristas y producción industrial

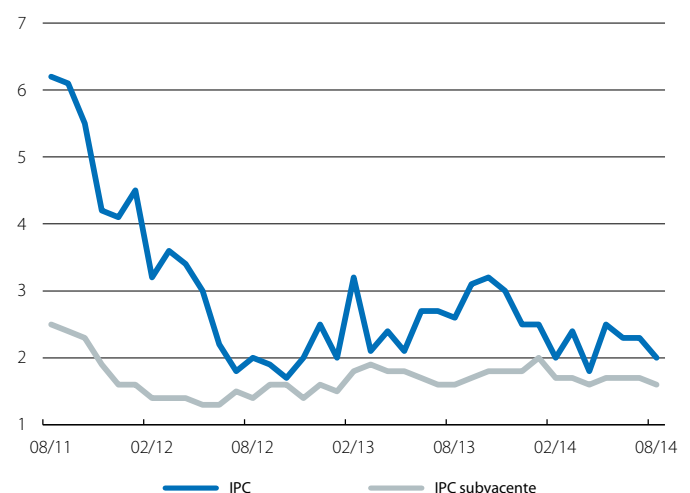
Variación interanual (%)



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

China: IPC

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Brasil: bache a corto plazo, retos importantes a largo

La cifra de PIB del 2T defraudó incluso los pronósticos más pesimistas: una caída del 0,6% intertrimestral. Esto supone que Brasil se encuentra en recesión técnica (convencionalmente definida como la situación que se da cuando el PIB cae al menos dos trimestres consecutivos), y deja la tasa interanual también en zona negativa (concretamente en el -0,9%). Es cierto que el menor número de días trabajados (por los festivos concedidos para seguir el Mundial de fútbol) es un factor transitorio que matiza el dato, pero incluso descontando este efecto se estima que la economía hubiese caído del orden de un 0,4% intertrimestral. El desglose por componentes de demanda tampoco sirvió para aliviar la preocupación: tanto el consumo como la inversión descendieron, dejando las exportaciones como única fuente de dinamismo.

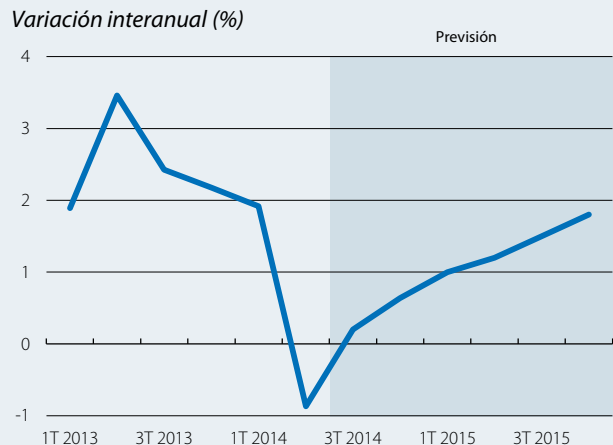
La situación se complica debido a dos cuestiones clave. Por un lado, la persistencia de las tensiones inflacionistas: en julio la inflación fue del 6,5% interanual y es probable que pronto supere el límite superior de la banda objetivo del Banco Central de Brasil, lo que limita su capacidad para rebajar el tipo de interés de referencia o proceder a otras medidas monetarias expansivas. Por otro lado, la incertidumbre política es elevada. En el momento en que se escriben estas líneas, las elecciones presidenciales y legislativas del 5 de octubre todavía no se han celebrado. Se trata de unos comicios muy disputados, en los que la actual presidenta, Dilma Rousseff, parece tener una pequeña ventaja, pero probablemente pasando por una segunda vuelta y con cambios en la mayoría parlamentaria.

Desde esta situación actual, cabe interrogarse cómo estos complejos desarrollos políticos y económicos van a afectar al crecimiento previsto a corto y largo plazo. Los datos disponibles sugieren un 3T débil, pero probablemente con un crecimiento intertrimestral positivo. Esta salida lenta se prolongaría al tramo final de 2014 y al inicial de 2015. De cumplirse este escenario, el crecimiento en 2014 se situaría en el 0,5%, ciertamente una desaceleración acusada respecto a 2013, cuando la economía creció un 2,5%. En 2015 el crecimiento podría situarse en la zona del 1,4%, aunque esta previsión está sometida a una notable incertidumbre y dependerá de la política económica que el nuevo Gobierno lleve a cabo.

Efectivamente, a medida que nos adentremos en 2015, el factor dominante no va a ser tanto las inercias actuales como la puesta en marcha del nuevo Gobierno y las expectativas que su política económica genere. En la anterior legislatura la ambición reformadora no fue excesiva, por lo que urge acelerar el paso en las políticas para mejorar el entorno en el que las empresas desarrollan sus actividades. La lista de tareas es bien conocida: reducir los costes de cumplimiento normativo, simplificar los

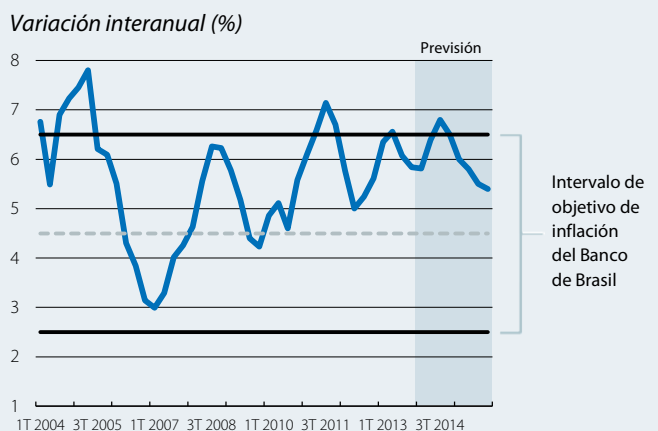
procesos administrativos, racionalizar la actividad del sector público, mejorar el entramado fiscal y reforzar la cohesión social. Otros cambios estructurales, como la continuidad del esfuerzo de inversión en infraestructuras, también deberían intensificarse en los próximos años, a fin de reducir los cuellos de botella productivos que el país va a encontrar a poco que intente recuperar tasas de crecimiento similares a las de años anteriores. Si se pone en marcha esta agenda reformista y mejora el sesgo *probusiness* de la política económica, Brasil dispondrá de una baza poderosa para recuperar la confianza del inversor internacional y del empresario local en el potencial del país. Y es un potencial elevado.

Brasil: crecimiento del PIB



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

Brasil: inflación y objetivo del Banco Central de Brasil



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

FOCUS · Comercio internacional: lo que el dato esconde

En las últimas décadas, la fragmentación geográfica de los procesos productivos se ha extendido más allá de las fronteras entre países, dando lugar a las «cadenas globales de valor» (CGV). Raros son los casos de bienes (o servicios) producidos íntegramente en un único país. Según datos de las Naciones Unidas, los bienes y servicios intermedios copan en torno al 60% del comercio internacional, desplazándose de unos países a otros para integrarse, de manera sucesiva, en los procesos de producción de otros bienes o servicios, hasta que se llega al final de la cadena (de la que surgen productos complejos). La proliferación de las CGV cuestiona tanto la utilidad de los modelos teóricos clásicos de comercio internacional, basados en bienes simples (producidos en un solo país y, en general, con un nivel de fragmentación reducido), como el uso de medidas «brutas» de comercio en el análisis de la coyuntura. Sin ir más lejos, un indicador de actividad económica tan popular como el total de exportaciones de un país no identifica dónde se ha creado el valor de dichas exportaciones. Igualmente, el destino geográfico inmediato de las exportaciones de bienes que están en fase inicial o intermedia no identifica el destino geográfico último cuando se alcanza el final de la cadena. Este tipo de cuestiones es de singular relevancia actualmente en la eurozona, donde urge aplicar políticas macro y microeconómicas que tengan en cuenta la creación de valor y el empleo locales. Por desgracia, la información disponible no es todo lo completa que sería deseable.

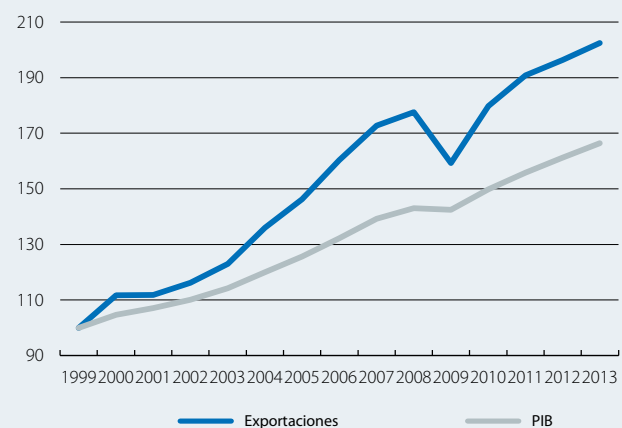
La realidad es que el mundo se compone tanto de bienes simples como complejos. Y, precisamente, el aumento de estos últimos puede explicar algunas de las pautas observadas en el comercio. En particular, la mera transición hacia un mundo con CGV implicó un fuerte incremento de los flujos de exportaciones e importaciones por encima del aumento de la producción real. El motivo es que los bienes pasaron a cruzar las fronteras en numerosas ocasiones dentro del mismo proceso productivo, contabilizándose todas y cada una de las veces. Así, no es de extrañar que en las últimas décadas las exportaciones totales hayan crecido entre 1,5 y 2 veces más rápido que el PIB mundial. Sin embargo, recientemente el comercio parece haber sufrido un cambio de tendencia: después del desplome de 2009 y la rápida recuperación posterior, las exportaciones mundiales han entrado en una fase de ralentización. Algunos economistas lo atribuyen a un factor estructural: el hecho de que el proceso de creación de nuevas CGV ya esté llegando a su fin. No obstante, la coincidencia en el tiempo con la resaca de una profunda crisis económico-financiera de un mundo altamente conectado (como nunca antes lo había estado) dificulta discernir si la ralentización comercial es un fenómeno cíclico derivado de la crisis o es efectivamente de carácter estructural. Porque en un mundo con numerosas CGV, una desaceleración económica puede provocar mayores estragos en los flujos comerciales que en un mundo sin CGV. Este es el caso cuando la desaceleración es más pronunciada en

la demanda de bienes complejos que en la de bienes simples, pues aquellos acarrean mayor número de flujos comerciales. Además, la implantación heterogénea de las CGV entre países puede explicar las notables diferencias que se aprecian en los flujos comerciales a nivel regional. En general, aquellos países más conectados a las cadenas globales sufrirán más los *shocks* de demanda global. Asimismo, los países cuya producción se encuentra más ligada a las fases iniciales o intermedias de las CGV tenderán a experimentar mayores fluctuaciones comerciales que aquellos cuya producción se encuentra en las fases finales. El motivo es el efecto magnificación *upstream* (o efecto *bullwhip*) propio de todas las cadenas de suministro, sean o no globales.

En definitiva, la creciente complejidad de los procesos productivos dificulta la interpretación de los datos brutos sobre comercio internacional. Un doble esfuerzo conceptual y empírico es imprescindible para afinar las políticas económicas y evitar efectos contraproducentes al intentar incidir en los ya de por sí complicados flujos comerciales. Desde el prisma teórico, el influyente trabajo de Grossman y Rossi-Hansberg, que divide la producción de un bien o servicio en distintas tareas, algunas de las cuales pueden deslocalizarse en el extranjero (*offshoring*), ha sentado las bases de los nuevos modelos de comercio.¹ En el plano de las estadísticas, están en marcha diversas iniciativas para tener en cuenta las CGV y así evitar la doble contabilización de flujos comerciales, identificar dónde realmente se crea valor, cuál es el destino final de los flujos y cómo sortear la infravaloración de la exportación de servicios.²

Exportaciones y PIB mundial

(Índice)



Nota: 1999 = 100; volumen de exportaciones de bienes y servicios; PIB en términos constantes.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO).

1. Véase Gene M. Grossman and Esteban Rossi-Hansberg (2006), «The Rise of Offshoring: It's Not Wine for Cloth Anymore», The New Economic Geography: Effects and Policy Implications, Jackson Hole Conference Volume, Federal Reserve Bank of Kansas City.

2. De entre las más recientes iniciativas destacan las bases de datos UNCTAD-Eora GVA y OECD-WTO TiVA.

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	09/14
Actividad									
PIB real	2,3	2,2	2,3	3,1	1,9	2,6	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,6	3,6	2,3	4,1	4,1	4,8	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	81,0	74,0	80,5	83,4	90,3	93,4	86,0
Producción industrial	3,8	2,9	2,7	3,3	3,3	4,2	4,8	4,1	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	55,7	56,7	52,7	55,2	57,1	59,0	...
Viviendas iniciadas (miles)	784	930	882	1.025	925	985	1.117	956	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141	158	161	165	170	171	170	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,2	7,0	6,7	6,2	6,2	6,1	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,6	58,5	58,8	58,9	59,0	59,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,3	–2,8	–3,0	–2,8	–2,8	–2,9	–3,8	...	...
Precios									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,6	1,2	1,4	2,1	2,0	1,7	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,7	1,6	1,9	1,9	1,7	...

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	08/14
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	41,2
Producción industrial	0,2	–0,6	2,0	5,8	8,3	2,6	–0,8	–1,6
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	3,5
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,4	–2,4	–2,1	–2,4	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9
Precios								
Precios de consumo	0,0	0,4	0,9	1,4	1,5	3,6	3,4	3,3
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	0,0	0,5	0,6	2,3	2,3	2,2

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

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

CHINA

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14
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	11,9
Producción industrial	10,0	9,9	10,1	10,0	8,7	8,9	9,0	6,9
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,8	51,3	50,3	50,7	51,7	51,1
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	230	259	251	259	234	254	284	305
Exportaciones	8,0	7,9	3,9	7,4	–3,4	5,0	14,5	9,4
Importaciones	4,3	7,3	8,5	7,1	1,7	1,4	–1,6	–2,4
Precios								
Precios de consumo	2,7	2,6	2,8	2,9	2,3	2,2	2,3	2,0
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	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 · La atonía domina la eurozona

La recuperación de la eurozona sigue mostrando señales de debilidad. Ello se observa tanto en el estancamiento del PIB del 2T como en la continuada revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento por parte de los principales organismos internacionales. La revisión que llevó a cabo la OCDE en septiembre fue especialmente significativa, tanto por su magnitud como por su alcance: afecta a Alemania, Francia y, sobre todo, a Italia. Los datos de actividad y de confianza que se publicaron durante el último mes no hacen más que reafirmar este escenario de recuperación lenta y frágil. De todas formas, es importante resaltar que, a pesar de que esté siendo más lenta de lo esperado, el escenario sigue siendo de recuperación. En este sentido, parece que el sector exterior está recuperando el protagonismo que había perdido durante los últimos trimestres. La rápida actuación del Banco Central Europeo también ha ayudado a frenar el deterioro de las expectativas de crecimiento, aunque, como recordó Mario Draghi, para que la recuperación sea sólida y equilibrada a largo plazo los países que han mostrado mayores síntomas de debilidad, como Francia e Italia, deberían llevar a cabo reformas estructurales de calado.

El PIB se estancó en el 2T con unas tendencias de fondo grises. El desglose del PIB por componentes muestra que el deterioro se concentró en la variación de existencias (-0,2% intertrimestral) y en la formación bruta de capital fijo (-0,3% intertrimestral), siendo este último componente el que frenó la tendencia gradual de mejora de la demanda interna. A pesar de que el componente de la inversión se caracteriza por ser muy errático, tanto el tono de los indicadores del 3T como el índice de confianza de la industria, no permiten un excesivo optimismo. El resto de componentes del PIB del 2T muestran un perfil más saludable. Destaca el aumento del consumo de los hogares, del 0,3%, y de las exportaciones, del 0,5% en términos intertrimestrales.

Los indicadores de demanda pierden fuerza. El deterioro de los indicadores de inversión se ha extendido a los de consumo. Por ejemplo, el indicador de confianza del consumidor lleva cuatro meses de descensos y se situó en el -11,4 en septiembre. Esta pérdida de confianza se observa en la desaceleración que se ha producido en las ventas minoristas de julio, que crecieron un 0,8% interanual, lejos de la tasa de crecimiento promedio del 2T, del 1,4%.

Los índices PMI de la eurozona ratifican el contexto de debilidad reduciéndose en el 3T respecto al trimestre anterior. El índice PMI compuesto ha pasado de 53,4 puntos en el 2T a 52,9 en el 3T. Tanto el índice PMI de servicios como el de manufacturas llevan dos meses consecutivos desacelerándose, aunque se mantienen en terreno expansivo; concretamente, en septiembre se situaron en los 52,8 puntos y 50,5 puntos, respectivamente. Por países, destaca la recaída del PMI francés, que sigue

Previsiones del PIB de la OCDE

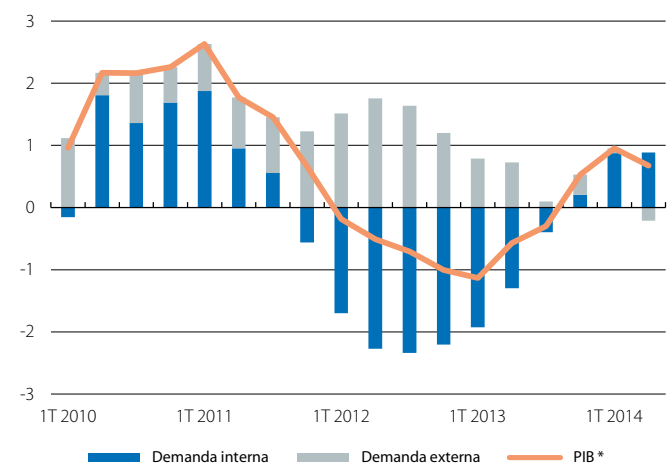
Variación interanual (%)

	PIB 2014		PIB 2015	
	Mayo 2014	Septiembre 2014	Mayo 2015	Septiembre 2015
Francia	0,9	0,4	1,5	1,0
Italia	0,5	-0,4	1,1	0,1
Alemania	1,9	1,5	2,1	1,5
España	1,0	1,2	1,5	1,6
Eurozona	1,2	0,8	1,7	1,1

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

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento (p. p.)



Nota: * Variación interanual, %.

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

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

(índice)



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

situándose en territorio contractivo (49,1 puntos en septiembre), lo que ahonda en la imperiosa necesidad del país gallo de acometer reformas estructurales de calado. La evolución de la producción industrial también dibuja un escenario en el que la economía europea sigue creciendo, pero a un ritmo moderado. En este caso, en julio la tasa de crecimiento se situó en el 1,7% interanual, 1 p. p. por encima del registro promedio del 2T, pero dada la volatilidad de la serie, no se puede concluir que ello se trate del inicio de una tendencia ascendente.

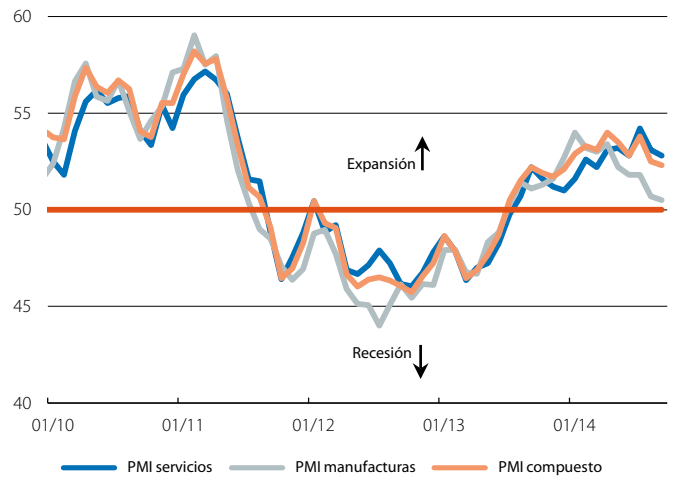
La incipiente mejora en el mercado laboral mantiene el tono en el 2T con un aumento de la ocupación del 0,2% intertrimestral (0,1% en el 1T). También la tasa de paro ha seguido mejorando en el conjunto de la eurozona: en agosto se situó en el 11,5%, cinco décimas por debajo del registro de agosto de 2013. No obstante, las diferencias entre países siguen siendo substanciales. En Alemania la tasa de paro se mantiene en mínimos (4,9% en agosto) y en los países periféricos ha experimentado una importante reducción (de 1,4 p. p. en Irlanda, de 1,7 p. p. en España y de 2,1 p. p. en Portugal respecto a agosto de 2013). En cambio, en Francia y en Italia el mercado laboral todavía no ofrece síntomas de mejora. De hecho, en Francia la tasa de paro de agosto se situó en el 10,5%, tres décimas por encima del registro de agosto de 2013.

La evolución de los precios también refleja un escenario de mayor lasitud. La tasa de inflación de la eurozona se mantiene en cotas extremadamente bajas: en septiembre se situó en el 0,3%, una décima por debajo del registro de agosto. También la tasa de inflación subyacente se moderó, pasando del 0,9% de agosto al 0,7% en septiembre. Lo que hace que esta tendencia sea especialmente preocupante es que no se deba al efecto de arrastre de uno o dos componentes del IPCA, como podrían ser el precio del petróleo o de los alimentos frescos. La baja tasa de inflación es el resultado de un debilitamiento generalizado de los precios en todos los componentes que forman el IPCA (como se recoge en el gráfico correspondiente). Estas tendencias de fondo también se observan de forma generalizada en los principales países de la eurozona. Con todo, se espera que esta tendencia vaya cambiando de rumbo de manera paulatina en los próximos meses, gracias a la mejora de la demanda interna y, sobre todo, a la depreciación del euro (véase el Focus «La relación entre el valor del euro y la inflación» en este mismo Informe).

La evolución de los precios pone al BCE en alerta. Si bien en junio la máxima autoridad monetaria europea ya anunció un paquete de medidas acomodaticias, el deterioro de las perspectivas económicas que se ha producido durante el verano lo ha forzado a dar un nuevo paso adelante. Así, en septiembre anunció un nuevo programa de compra de activos de renta fija privada. Concretamente, a partir de octubre el BCE comprará titulizaciones de crédito y cédulas hipotecarias. Este nuevo paquete de medidas, junto con las subastas de liquidez a largo plazo (TLTRO) anunciadas en junio, se espera que ayuden a consolidar la incipiente mejora del crédito. Sin embargo, todavía quedan por esclarecer importantes detalles de este pro-

Eurozona: indicadores de actividad

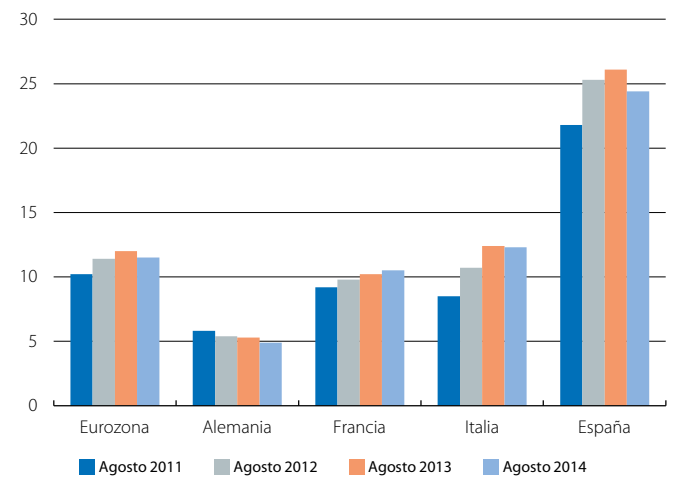
(Índice)



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

Tasa de paro

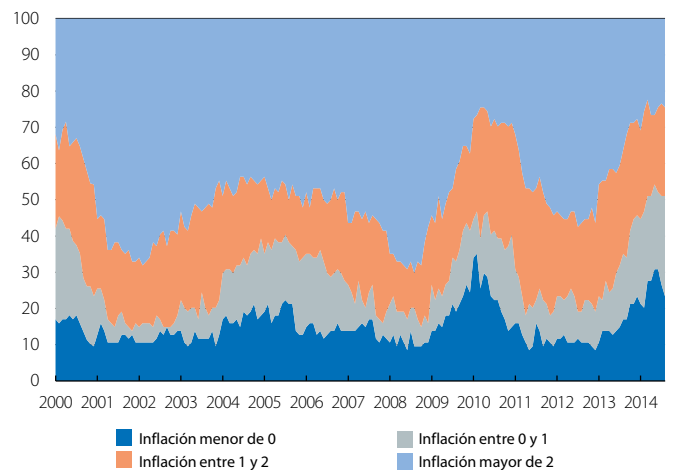
(%)



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

Eurozona: distribución de los bienes del IPCA en función del nivel de inflación

Peso de cada grupo (% del total)



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

grama, como por ejemplo en qué medida servirá para que los bancos puedan transferir riesgo. De momento, la primera subasta de liquidez condicionada al crédito (TLTRO), que se llevó a cabo en septiembre, tuvo menos acogida de lo que habían anticipado los mercados (solo se colocó un 21% de la liquidez disponible). De todas formas, se espera que la participación sea mayor en la segunda subasta de diciembre, puesto que ya se habrán hecho públicos los resultados de las pruebas de estrés que está llevando a cabo el BCE.

El sector exterior vuelve a arrancar. En este contexto poco halagüeño, el sector exportador ofrece una pizca de esperanza. El primer semestre del año se vio afectado por la ralentización del crecimiento de los principales países emergentes y las tensiones geopolíticas. En los últimos meses, sin embargo, todo apunta a que este sector ha empezado a recuperar el pulso. Concretamente, en julio las exportaciones de bienes avanzaron un 2,7% interanual (frente al 1,0% en la primera mitad del año). Destaca especialmente el repunte de las exportaciones a EE. UU. y China, del 10,1% interanual en ambos casos, que está ayudando a amortiguar la caída de las ventas a Rusia, del -12,2%. Además, en conjunto, las perspectivas son positivas: las perspectivas de crecimiento para las principales economías emergentes son favorables y no se espera que las tensiones geopolíticas vayan a más, aunque en este caso es más difícil dilucidar el rumbo que pueden tomar (véase el Focus «El impacto de la crisis rusa en Alemania y Europa central», también en este Informe de octubre). Asimismo, la reciente depreciación del euro debería reforzar el avance de las exportaciones en los próximos meses.

Italia es uno de los eslabones que dificulta la recuperación de la eurozona. La economía transalpina se encuentra todavía saliendo de una larga y profunda recesión económica, con unos niveles de desempleo muy elevados y una tasa de inflación que se mantiene en cotas especialmente bajas. El Gobierno liderado por Matteo Renzi ha anunciado la intención de llevar a cabo un amplio abanico de reformas estructurales con el ánimo de relanzar la capacidad de crecimiento de la economía italiana. Encima de la mesa se encuentran propuestas para reducir la dualidad e incrementar la flexibilidad del mercado laboral, agilizar el sistema judicial y reformar la ley electoral para dotar al país de más estabilidad política. En el último informe del FMI sobre la economía italiana se destaca que la firme implementación de tales medidas es esencial para crear ocupación y mejorar la productividad del país. De todas formas, a pesar de las buenas intenciones del nuevo ejecutivo, la incertidumbre sobre la capacidad de llevarlas a cabo y la celeridad con que lo haga sigue siendo muy elevada, por lo que las perspectivas de la región a medio y largo plazo siguen siendo pesimistas.

Eurozona: exceso de liquidez *

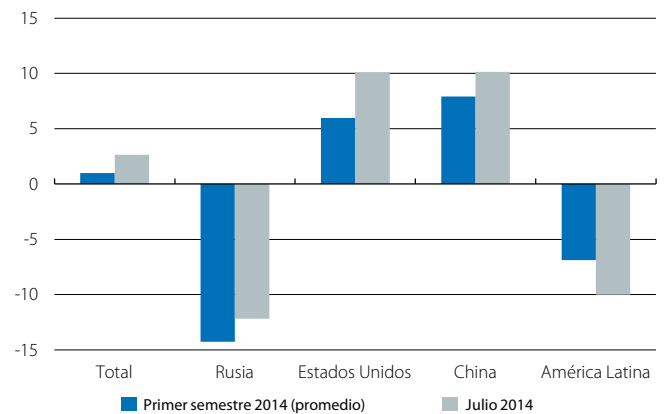
(Miles de millones de euros)



Nota: * Activos a la vista de los bancos en el BCE por encima de las reservas obligatorias.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: exportaciones de bienes por destino

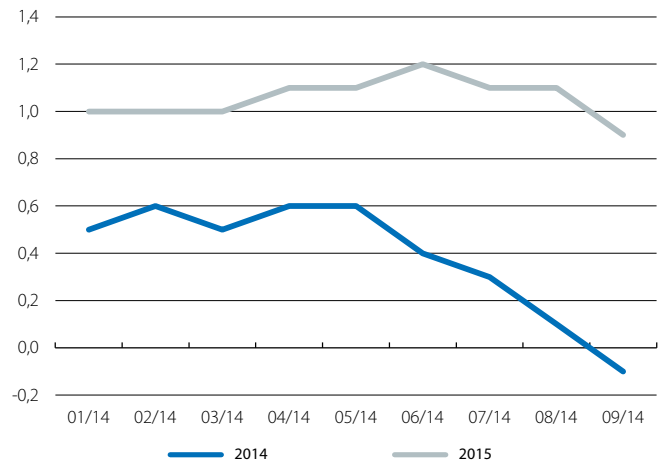
Variación interanual (%)



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

Italia: evolución de las previsiones de crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



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

FOCUS · La relación entre el valor del euro y la inflación

La evolución de los precios lleva un año siendo el foco de atención en la eurozona. La inflación registrada en septiembre fue un tercio de la registrada un año atrás (del 1,1% en septiembre del 2013 al 0,3% en 2014). Esta caída de ocho décimas se ha achacado a la confluencia de varios factores temporales o exógenos a las dinámicas de la economía real, como la senda bajista del precio del petróleo y de otras materias primas agrícolas. A pesar de que es cierto que el papel de estos factores ha sido importante en la reducción de la inflación, concretamente de 0,4 p. p. desde septiembre de 2013, la evolución de la inflación subyacente (que excluye los anteriores componentes) también ha seguido una senda decreciente que se ha materializado en una caída de 0,4 p. p. desde septiembre del año pasado.

Si bien parte de la debilidad de la tendencia de fondo de la inflación subyacente se debe al exceso de capacidad productiva y a una demanda interna todavía en proceso de recuperación, dicha debilidad ha sido exacerbada por la apreciación del euro iniciada a mediados de 2012, que llegó a aumentar su valor hasta un 10% respecto al dólar. Concretamente, este efecto es especialmente acusado en dos componentes del IPCA. El primero es el precio del petróleo, cuya tendencia decreciente en dólares se amplifica con el tipo de cambio, siendo el precio del petróleo en euros todavía más barato.

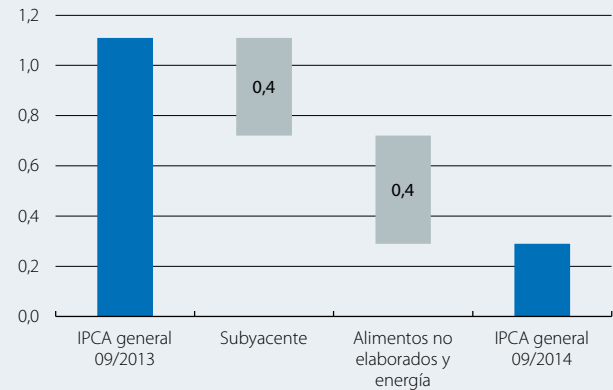
El segundo componente especialmente afectado por la evolución del euro son los precios de los bienes industriales no energéticos (se excluyen servicios y alimentos), el cual tiene un significativo peso del 27% en el total del IPCA. La relación que se observa entre el tipo de cambio y este componente es intensa y negativa, es decir, cuando el euro se aprecia el precio de estos bienes se reduce.¹ Ello se debe a que un porcentaje importante de estos bienes son importados (por lo que su precio en euros disminuye) y aquellos que son producidos localmente padecen de presiones competitivas para ajustar sus márgenes y rebajar el precio de venta.

Es importante destacar que, históricamente, el precio de los bienes industriales ha reaccionado con cierto retraso a las variaciones del tipo de cambio. Por ello, y dado que el tipo de cambio empezó a depreciarse a partir de junio cuando el BCE anunció más medidas acomodaticias, deberíamos comenzar a ver cómo estas presiones bajistas en la inflación ejercidas por el euro se revierten paulatinamente. Ello, sin embargo, no será suficiente para contrarrestar la presión que seguirán ejerciendo los factores de fondo antes comentados. Por tanto, a pesar de que esperamos que la inflación cambie el rumbo en los próximos meses, esta se mantendrá en cotas anormalmente bajas.

1. Una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del 10% se asocia con una subida de 0,40 p. p. del IPC de bienes industriales.

Caída de la inflación por componentes

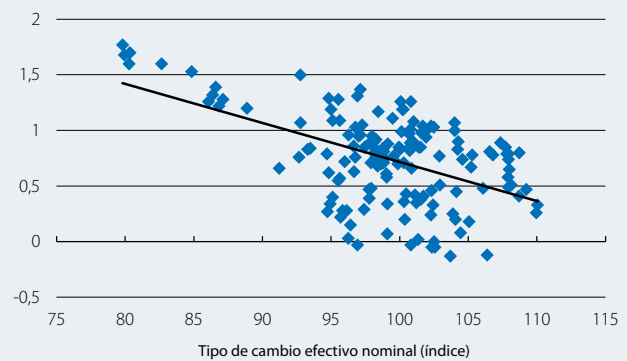
Variación interanual del IPCA (%) y contribución de componentes (p. p.)



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

Relación entre el precio de los bienes industriales y el tipo de cambio efectivo nominal

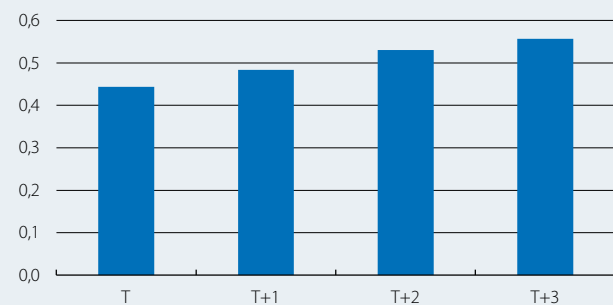
Precio de los bienes industriales (variación interanual, %)



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

Relación entre el precio de los bienes industriales y el tipo de cambio efectivo nominal en el tiempo

Coefficiente de correlación



Correlación del tipo de cambio en T con la inflación en diferentes momentos del tiempo

Nota: La correlación mide el grado de comovimiento entre dos variables. Fluctúa entre 1 y -1 siendo 1 un comovimiento perfecto y 0 un comovimiento nulo.

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

FOCUS · El impacto de la crisis rusa en Alemania y Europa central

Los malos datos del PIB de Alemania en el 2T (caída del 0,2% intertrimestral) y la evolución a la baja de la confianza empresarial durante los últimos meses se han asociado, al menos en parte, al aumento de la incertidumbre que rodea la situación geopolítica y económica rusa. En particular, las sanciones de la Unión Europea y EE. UU. a Rusia, las réplicas de esta y el enquistamiento de la tensión bélica en Ucrania (a pesar del alto el fuego nominal) son factores que influyen en el empeoramiento de la confianza de los empresarios germanos. En esta tesitura, cabe plantearse hasta qué punto este deterioro del sentimiento tiene una base real y si podría afectar también a los países de Europa central.

De entrada, los dos principales canales a través de los cuales un menoscabo de la situación económica rusa puede afectar a Alemania son el financiero y el comercio exterior. Los vínculos financieros son, en términos generales, de escasa importancia. Según datos del FMI, los créditos bancarios alemanes a Rusia se situaban en 2012 en el equivalente a un 0,6% del PIB alemán, lejos de las cifras de créditos a Rusia de Austria (4,1%), Suecia (2,8%), Francia (2,0%) o Italia (1,5%). Otros indicadores, como la inversión directa extranjera, también revelan una exposición financiera modesta de Alemania frente a Rusia. Los vínculos comerciales revisten algo más de relevancia. En particular, la preocupación del empresariado alemán ha ido en paralelo al mal comportamiento de las exportaciones a Rusia. En el acumulado de enero a abril de este año, las exportaciones a dicho país cayeron un 9% interanual, justo en un periodo en el que el total de las ventas germanas al exterior aumentaba un 7% interanual. No obstante, a pesar de lo llamativo de este contraste, hay que recordar que Rusia no resulta, en agregado, un mercado clave para Alemania: es solo su decimoprimer comprador internacional por un importe que apenas alcanza el 1,1% del PIB germano.

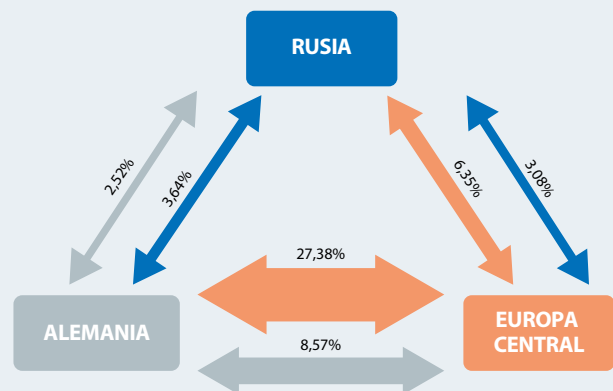
Las cifras anteriores no parecen secundar el dramatismo que los descensos de la confianza empresarial reflejan. Con toda la dificultad que entraña efectuar un ejercicio cuantitativo, se dispone de ciertas estimaciones del impacto del crecimiento de la crisis rusa. Barclays Capital estima que, bajo la hipótesis (perfectamente plausible) de que las exportaciones de la eurozona a Rusia acaben cayendo un 20% en 2014, el crecimiento del PIB de la región sería 0,1 puntos porcentuales menor que en ausencia de tal *shock*. Otros analistas apuntan que, en el caso de Alemania, el crecimiento sería entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales menor bajo dicho supuesto. Es probable que la mayoría de las previsiones de crecimiento alemán, y por extensión de la eurozona y Europa central, ya estén incorporando gran parte de este efecto estimado. Así, mientras que en julio el consenso de los analistas pronosticaba un crecimiento del 2% para Alemania en 2014, en septiembre, tras la nueva ronda de sanciones de julio, agosto y septiembre, la previsión era del 1,7%, una rebaja coherente con las cifras mencionadas.

Sin embargo, cuantificar el impacto de la crisis rusa sobre el crecimiento alemán solo en términos de un *shock* a corto plazo sobre las exportaciones puede estar minusvalorando la importancia de este episodio. El papel de Rusia en la forma como se organiza económicamente la región que conforman Alemania y Europa central es más importante de lo que el canal de las exportaciones directas sugiere. Las relaciones económicas entre Alemania, Europa central y Rusia se articulan, en gran medida, alrededor de la notable intensidad comercial entre las dos primeras (las exportaciones e importaciones entre ambas representan un 27,4% del PIB de Europa central) y del papel de Rusia como proveedor fundamental de Europa central (las importaciones desde Rusia representan más del 6% del PIB en Hungría, Eslovaquia y Bulgaria, y entre el 3% y el 4% en Polonia y la República Checa). En este contexto, la labor que desempeña cada una de sus partes está clara. Rusia es un importante proveedor de materias primas (en particular, energéticas, pero no habría que desdeñar los productos minerales y los metales). Europa central utiliza dichos insumos para producir lo que serán sus exportaciones de bienes intermedios y finales (en no poca medida hacia Alemania), y Alemania utiliza los bienes procedentes de Europa central como insumos de sus exportaciones al resto del mundo.

Por tanto, el riesgo más importante que pueden estar valorando en este momento los empresarios alemanes, y europeos en general, es probablemente el efecto disruptivo que tendría un conflicto sobre una región económica que funciona, de hecho, como una gran cadena transnacional de producción integrada. Es probable que este riesgo solo se materialice en escenarios adversos extremos, pero, en cualquier caso, por sus graves consecuencias conlleva que la Unión Europea y Rusia encontraran cauces de concordia con celeridad.

Relaciones comerciales entre Alemania, Rusia y Europa central *

Suma de exportaciones e importaciones (% PIB)**



Notas: * Europa central: Polonia, República Checa, Hungría, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia.

** Por ejemplo, la flecha azul entre Alemania y Rusia muestra la suma de exportaciones e importaciones rusas en porcentaje del PIB de Rusia. Y así sucesivamente.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,7	-0,9	0,4	1,0	1,4	0,8	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	1,5	1,4	0,9	2,2	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,7	-14,4	-11,2	-7,7	-8,3	-10,0	-11,4
Sentimiento económico	90,8	93,8	99,1	101,6	102,2	102,2	100,6	99,9
PMI manufacturas	46,2	49,6	51,9	53,4	52,5	51,8	50,7	50,5
PMI servicios	47,6	49,3	51,3	52,1	53,0	54,2	53,1	52,8
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,6	-0,8	-0,4	0,1	0,5	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	11,3	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	11,5	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,9	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,2	10,1	10,2	10,5	10,5	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,5	12,5	12,5	12,6	12,3	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,8	25,3	24,7	24,5	24,4	...

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	06/14	07/14	08/14
Saldo corriente: zona del euro	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	...
Alemania	7,1	6,8	6,8	6,9	6,8	6,8	7,1	...
Francia ¹	-2,2	-1,3	-1,3	-0,6	-1,3	-1,3	-1,3	...
Italia	-0,3	1,0	1,0	1,3	1,5	1,5	1,5	...
España	-1,2	0,8	0,8	0,4	-0,1	-0,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	97,8	101,6	103,1	103,8	103,8	103	102,6	101,9

Notas: 1. Cambio de metodología a partir de 2014. 2. 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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	06/14	07/14	08/14
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,9	-3,1	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	4,1	7,9	6,6	5,9	5,1	5,3	5,6	5,8
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	-1,5	-2,5	-2,0	-1,8	-1,8	-1,7
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-16,8	-12,6	-11,7	-8,8	-6,8	-6,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	1,6	1,6	1,4	1,4	1,3	...

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

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

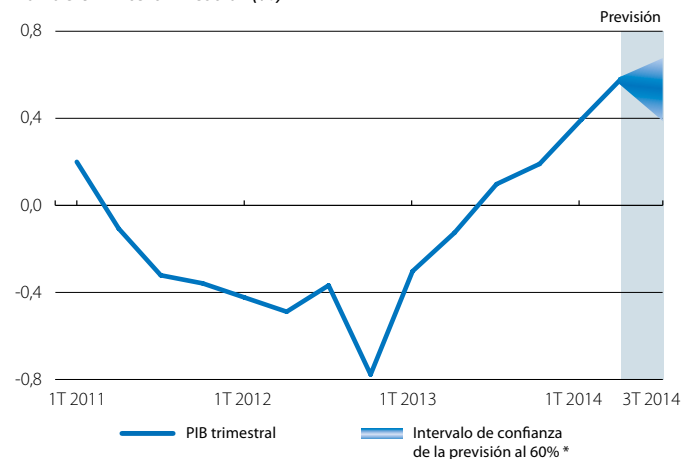
COYUNTURA · La recuperación tiene visos de seguir

La economía española continúa creciendo, aunque a un ritmo levemente menor. Tras el intenso avance del PIB en el 2T, del 0,6% intertrimestral, los últimos datos sugieren que se está produciendo una leve ralentización. El índice de actividad económica de "la Caixa" Research apunta a un avance intertrimestral del PIB alrededor del 0,5% en el 3T 2014. Nuestra previsión, del 0,4%, se sitúa en la banda baja del intervalo aceptable de probabilidades y responde a dos factores. Primero, es posible que la economía española se haya visto afectada por la reciente desaceleración de la actividad europea, y ello quedaría recogido en datos del 3T que aún no están disponibles. Segundo, parte del fuerte repunte de la actividad en el 2T 2014 fue impulsada por factores temporales, como la toma de decisiones de consumo y de inversión que se habían pospuesto durante la crisis. En cualquier caso, todo apunta a que la tasa de crecimiento seguirá siendo notable dados los condicionantes entre los que se mueve la economía española.

Los indicadores de oferta muestran signos de estabilización en tasas positivas. En general, los distintos indicadores adelantados de actividad dibujan un escenario de crecimiento algo más moderado en el 3T 2014. Una muestra de ello es la leve desaceleración de la facturación de las empresas. También la entrada de pedidos de la industria ha perdido algo de fuerza (2,4% interanual en julio frente a 4,2% en junio). La misma lectura de estabilización otorgan los índices PMI de servicios y manufacturas, que se mantienen en zona expansiva. Por ahora, las cifras españolas siguen teniendo un mejor comportamiento que los registros que llegan de los principales países de la eurozona. Sin embargo, la desaceleración de la actividad del Viejo Continente es un riesgo a tener presente. A medida que la eurozona vuelva a crecer a un ritmo más vigoroso, la recuperación de la economía española irá consolidándose.

Moderación también en el ritmo de mejora del mercado laboral. Tras un periodo durante el cual la tasa de crecimiento interanual de los ocupados fue en aumento mes a mes, esta se mantuvo estable en agosto en el 2,0%. No esperamos que el progreso del mercado laboral se detenga pero sí parece que la tasa de creación de empleo está llegando a su nivel de medio plazo. El hecho de que el número de afiliados en la industria y la construcción haya dejado de caer con respecto al año anterior y que la recuperación no se centre exclusivamente en el sector de servicios permite confiar en su continuidad. Sin duda, la creación de empleo durante los últimos meses ha jugado un papel clave en la reactivación del consumo. A juzgar por las principales series, la recuperación de este seguirá, aunque con menor brío, de acuerdo con los indicadores de actividad y del mercado laboral. La confianza del consumidor, por ejemplo, retrocedió en el 3T (-7,9 puntos frente a los -6,1 puntos del 2T) pero sigue en niveles históricamente elevados. También muestran una ralentización del consumo las ventas minoristas.

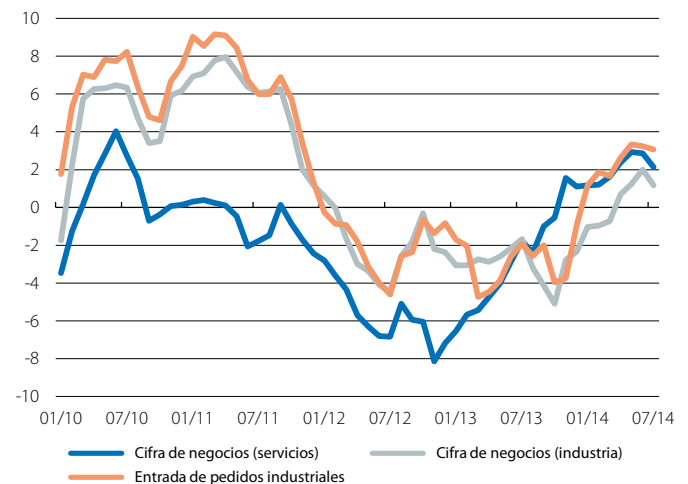
Indicador avanzado del PIB: "la Caixa" Research Variación intertrimestral (%)



Nota: * La probabilidad de que el PIB del 3T 2014 se encuentre dentro de este intervalo es del 60%.
Fuente: "la Caixa" Research.

Indicadores de actividad

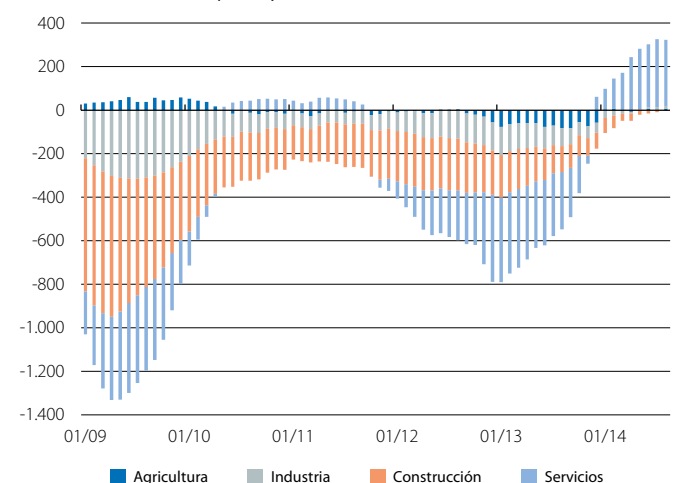
Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



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

Evolución del empleo

Variación interanual (miles)



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

Mientras que en el 2T aumentaron el 0,6% interanual, en los meses de agosto y septiembre el avance promedio fue del 0,1%.

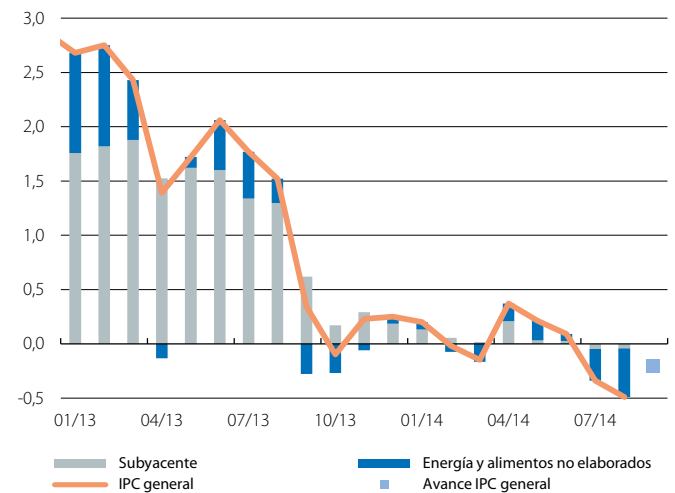
Leve recuperación de la inflación. Tal y como se esperaba, el avance del INE situó la tasa de inflación en el -0,2% en septiembre (-0,5% en agosto). Este dato sugiere que la inflación podría haber tocado fondo e iniciaría así su trayectoria ascendente. A pesar del crecimiento económico, la inflación ha estado en terreno negativo desde julio presionada por la bajada de los precios de los lubricantes y carburantes y de otros componentes volátiles, como los alimentos frescos. Así lo demuestra el hecho de que la inflación subyacente no haya bajado del 0%, y no se espera que retroceda en los próximos meses, ya que la reactivación del consumo y la depreciación del euro deberían ayudar a que los precios retomen una senda ascendente. De todas formas, la recuperación de la inflación será muy lenta a causa de dos factores. Primero, a pesar de que el PIB ha crecido durante cuatro trimestres consecutivos, la utilización de la capacidad productiva sigue estando en niveles muy bajos. Segundo, se mantiene la contención salarial, tal y como reflejan los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral. En el 2T 2014, los costes salariales aumentaron un 0,4% intertrimestral (0,0% en el 1T), muy por debajo del promedio entre el año 2000 y 2007, del 1,0%. El aumento moderado de los salarios pactados en convenio en julio, del 0,6% interanual, apunta a un avance salarial contenido en lo que queda del año, por lo que no habrá presiones inflacionistas por esta vía.

Signos de estabilización en el mercado inmobiliario. El precio de la vivienda dejó de retroceder en el 2T 2014. Así lo recogen tanto los datos del INE, con un incremento del 1,8% intertrimestral, como del Ministerio de Fomento, con una tasa del 0,0%. De esta forma, se pone fin a una caída que, desde 2008, supera el 30% nominal. La incipiente estabilización del precio de la vivienda viene acompañada por la mejora de la demanda. En julio, la compraventa de viviendas avanzó un 10,7% interanual (6,4% en el 2T). La demanda de pisos se verá favorecida por la laxitud monetaria, que ha situado la economía española en un entorno de bajos tipos de interés. En julio, el tipo de interés de la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de una vivienda se situó en el 2,9%, frente al 5,7% en 2008. Asimismo, los datos muestran que la concesión de crédito nuevo se recupera, aunque muy paulatinamente, del suelo registrado en septiembre de 2013. Todo ello sugiere que la corrección del sector inmobiliario puede llegar a su fin.

El sector exportador da muestras de mejora. Las exportaciones de bienes crecieron un 8,7% interanual en julio y se desmarcaron de la debilidad mostrada en la primera mitad del año, anotando un registro del 0,5%. A pesar de que parece que las exportaciones han retomado el pulso, los vaivenes característicos de esta serie nos obligan a ser cautos a la hora de valorar este repunte. Sin duda, para que la tendencia ascendente de las exportaciones se consolide, será imprescindible que la recuperación de la eurozona gane fortaleza. Por su lado, el dinamismo importador se mantiene, puesto que la economía española está creciendo de la mano de la demanda interna. El resultado

IPC y principales componentes

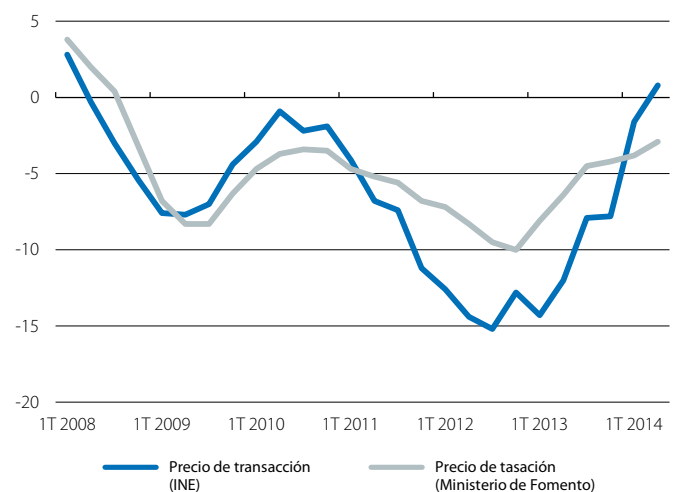
Contribución a la variación interanual del IPC (p. p.)



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

Precio de la vivienda

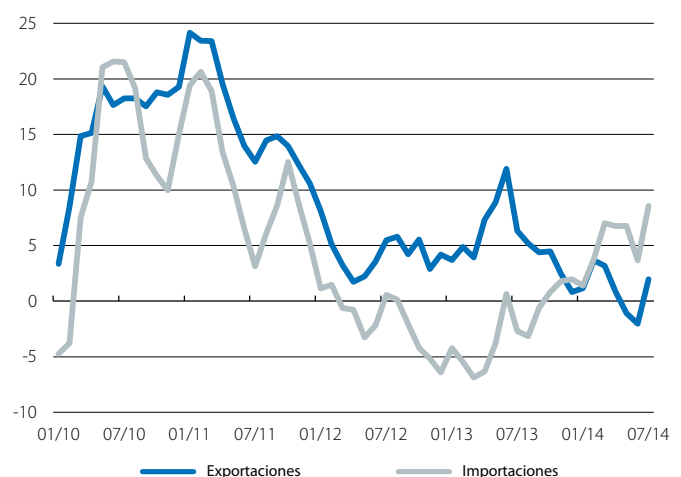
Variación interanual (%)



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



Nota: Datos nominales.

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

es que el saldo de bienes lleva desde principios del año deteriorándose. En junio fue de -17.189 millones de euros, en términos acumulados de 12 meses (-10.777 millones de euros en enero de 2014).

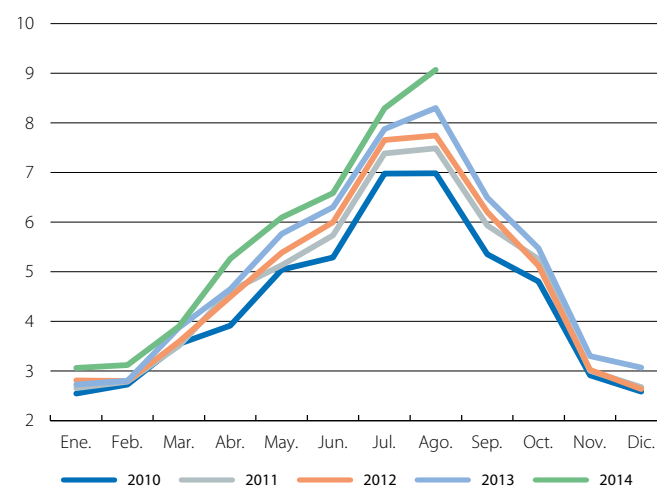
El turismo extranjero avanza a ritmo de récord. La llegada de visitantes se aceleró en agosto (8,8% interanual) y eleva a 45,4 millones el número de turistas que han visitado el país en lo que va de año (frente a los 42,3 millones de 2013). El buen pulso de los mercados emisores, excepto el ruso, permite mantener el optimismo a corto plazo. El excelente comportamiento del turismo extranjero de los últimos meses ha ido acompañado de un incremento significativo de los ingresos de esta partida. En junio, estos aumentaron un 4,6% interanual, un repunte que no está siendo suficiente para compensar el deterioro del saldo de bienes y de rendas. Así, el saldo corriente en junio se volvió a situar en terreno negativo (-1.008 millones de euros en términos acumulados de 12 meses).

El Gobierno presenta los Presupuestos Generales del Estado de 2015 con un escenario macroeconómico verosímil. En conjunto, las previsiones de crecimiento sobre las cuales se marcan los objetivos para las principales partidas del balance público se sitúan en línea con el consenso de economistas. Concretamente, los presupuestos se apoyan en un avance de la actividad del 1,3% en 2014 y del 2,0% en 2015. Según la Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), que evalúa por primera vez el cuadro macroeconómico, las cifras planteadas son plausibles, aunque matiza que la evolución de la eurozona podría ser algo peor de lo previsto. El proyecto de los Presupuestos Generales del Estado presenta un avance de la actividad y del consumo que elevarán los ingresos tributarios un 5,4% anual en 2015, incluso teniendo en cuenta el impacto de la reforma fiscal. Por otro lado, el gasto descenderá un 3,2% fruto del descenso del pago de intereses y la menor aportación a la Seguridad Social y al Servicio Público de Empleo Estatal. Ello permitirá llevar a cabo el ajuste fiscal de seis décimas hasta el 2,9% del PIB. Sin embargo, cabe señalar que gran parte del ajuste del déficit fiscal presupuestado tanto por la vía de ingresos como de gastos depende de que las previsiones de crecimiento se cumplan, esto es, responde a factores cíclicos.

De momento, el cumplimiento del objetivo fiscal de 2014 parece factible. En agosto, el déficit del Estado se situó en el 3,3%, dos décimas por encima del objetivo de este año. Una reducción de tal magnitud en los últimos cuatro meses del año no parece complicada. Además, cabe señalar que la reciente revisión del PIB, que sigue la nueva normativa europea de cuentas, ha elevado el PIB nominal de 2013 un 2,6%, reduciendo tres décimas a la baja el déficit para ese año hasta el 6,3%. Como resultado, el ajuste fiscal necesario para cumplir con el objetivo de déficit de 2014 del conjunto del sector público, del 5,5% del PIB, ha bajado hasta los 0,8 p. p., lo que claramente apoyará a su consecución.

Entrada de turistas extranjeros

(Millones)



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

Cuadro macroeconómico del Gobierno

Variación anual, salvo indicación expresa (%)

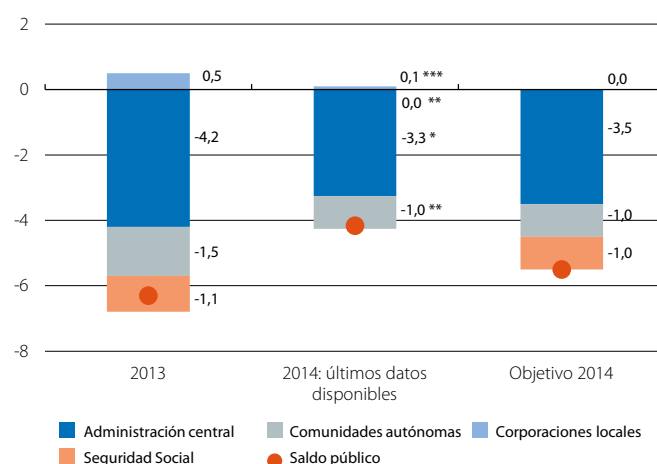
	2014	2015
PIB	1,3	2
Demanda interna*	1,4	1,8
Demanda externa*	-0,1	0,2
Empleo	0,7	1,4
Tasa de paro**	24,7	22,9
Saldo corriente (% del PIB)	0,9	1,1
Saldo público (% del PIB)	-5,5	-4,2

Notas: * Contribución al crecimiento. ** Porcentaje de la población activa.

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

Desglose del saldo público

Datos acumulados para cada año (% del PIB)



Notas: * Agosto 2014. ** Julio 2014. *** 2T 2014.

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

FOCUS · Sobre el repunte del consumo de los hogares en España

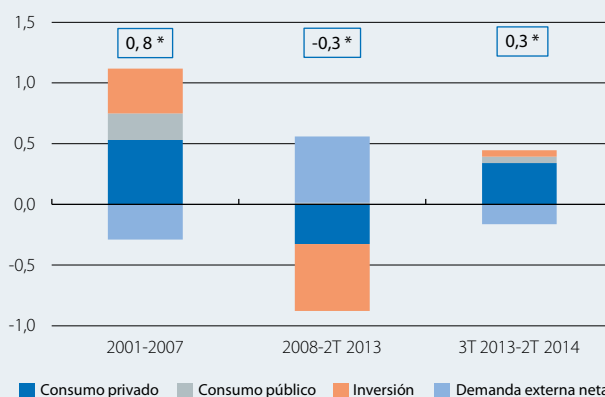
El consumo privado está espolcando el crecimiento de la economía española. Lleva cuatro trimestres avanzando a un ritmo promedio del 0,6%, lo que le ha convertido en el principal aliado de la recuperación. Sin embargo, el fuerte repunte del consumo de los hogares no ha ido acompañado de un aumento de la renta bruta disponible (RBDH). De hecho, en 2013, esta cayó un 1,8%. En el 1T 2014 seguía descendiendo, aunque a un ritmo menor (-1,1%). El aumento del consumo se ha producido, sobre todo, a través de una reducción de la tasa de ahorro. Concretamente, entre el 2T 2013 y el 2T 2014 ha disminuido 1,5 p. p. hasta situarse en el 9,4%, un mínimo histórico. Es asimismo destacable la marcada alza de la concesión de nuevo crédito al consumo, que en agosto registró una tasa de crecimiento interanual del 3,90% (acumulado 12 meses). Por tanto, si los factores que apoyan el consumo siguen siendo los mismos, parece difícil que este pueda mantener el ritmo de crecimiento de los últimos trimestres. Analicémoslo con un poco más de detalle.

Es de esperar que la RBDH vaya ganando tracción progresivamente. Las rentas salariales, que representan alrededor del 70% del total de la renta bruta disponible de los hogares, recibirán el apoyo del crecimiento de la ocupación, que en 2014 esperamos que se sitúe alrededor del 1%, mientras que en 2015 probablemente ascienda hasta el 1,4%. Las rentas no salariales también ofrecen mejores perspectivas, en parte por el incremento del número de autónomos.

A pesar de que la RBDH contará con el progresivo apoyo del mercado laboral, es difícil que el consumo de los hogares pueda mantener el ritmo de crecimiento del primer semestre de 2014. Sirva de ejemplo que, si este fuera el caso, en 2016 la tasa de ahorro se situaría por debajo del 7%, una cifra que parece poco probable. El escenario que se estima más razonable es que el ritmo de crecimiento del consumo se modere a medida que aquellos factores que temporalmente le han prestado un impulso adicional, como la toma de decisiones de consumo pospuestas durante la crisis, se vayan agotando. De hecho, varios indicadores del 3T 2014 ya muestran que el ritmo de crecimiento del consumo se está moderando. Las ventas minoristas de julio y agosto, por ejemplo, registraron una tasa de crecimiento del 0,1% interanual, mientras que en el 2T crecieron a un ritmo promedio del 0,6%.

El patrón de recuperación del consumo que se está observando es similar al que se produjo a principios de los años noventa. Concretamente, en el 2T 1994, tras dos años con una tasa de crecimiento intertrimestral promedio del -0,4%, este creció a un ritmo promedio del 0,9% durante dos trimestres, mientras que en los dos años siguientes lo hizo al 0,3%. Así, nuestro escenario contempla que en los próximos trimestres el crecimiento del consumo de los hogares se mantenga en cotas notables, pero ligeramente inferiores a las del primer semestre de 2014, alrededor del 0,4% intertrimestral, una cifra acorde con la recuperación prevista del mercado laboral.

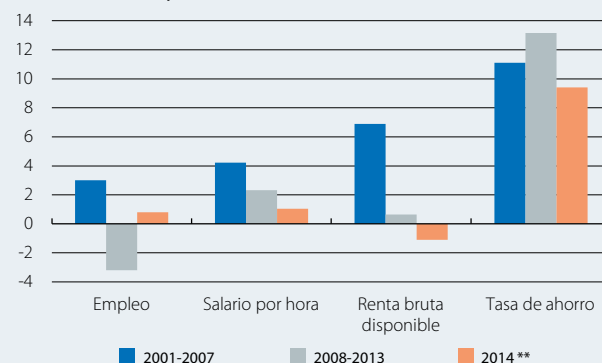
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (%)



Nota: * Variación intertrimestral promedio del PIB.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Determinantes del consumo *

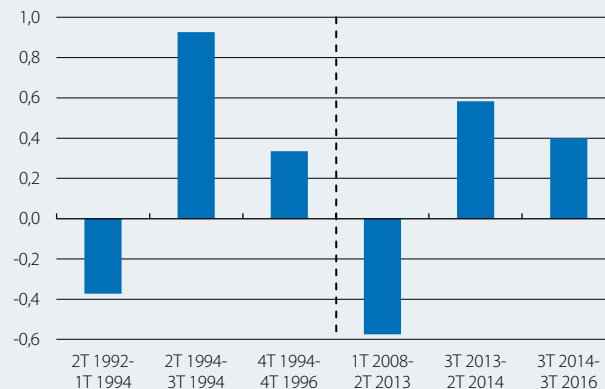
Variación anual promedio (%)



Notas: * Datos nominales del salario por hora y la renta bruta disponible (acumulados cuatro trimestres). Nivel de la tasa de ahorro. ** Último dato disponible: empleo y salario por hora (2T 2014); renta bruta disponible y tasa de ahorro (1T 2014).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Patrón de recuperación del consumo de los hogares

Variación intertrimestral promedio (%)



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

FOCUS · Cambios en el sector inmobiliario español

El sector inmobiliario parece que empieza a cambiar de rumbo. Las compraventas ya hace varios meses que presentan tasas de crecimiento positivas y el precio de la vivienda dejó de caer en el 2T 2014. La mejora de la actividad económica finalmente empieza a contagiarse al sector más castigado por la recesión. Sin embargo, aunque las perspectivas son más favorables, es importante mantener la cautela. El ajuste en precios y actividad ha sido notable, pero la sobreoferta de viviendas se mantiene elevada.

Como se puede observar, la actividad ha descendido intensamente. En 2013, las viviendas terminadas llegaron tan solo a las 60.000 unidades, dos tercios de los hogares creados en ese mismo año. Esta ratio se sitúa lejos de las 1,3 viviendas terminadas por hogar creado que se observaron, en promedio, entre los años 1999 y 2004. Sin duda, estas cotas tan bajas solo son sostenibles por la existencia de un elevado stock.

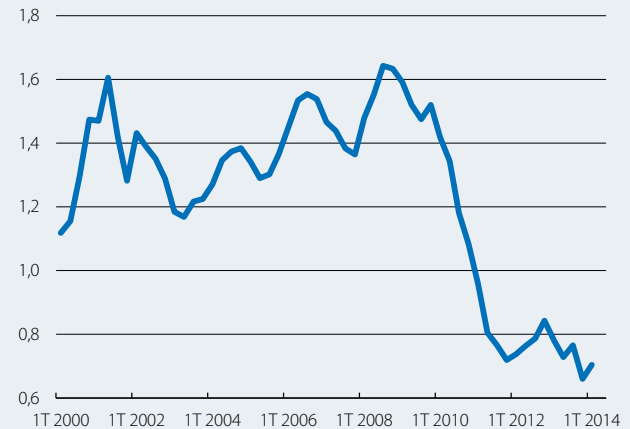
Por lo que respecta a los precios, el ajuste también ha sido muy importante: desde 2008 han caído un 38% en términos reales. Así lo reflejan los indicadores que tienen en cuenta la capacidad de pago de los hogares. Como se recoge en el segundo gráfico, la proporción de la renta bruta disponible del hogar mediano destinada al pago anual de la cuota hipotecaria se ha ajustado de forma muy importante durante los últimos años, en parte por la caída del precio de la vivienda, aunque también haya contribuido al descenso de los costes de financiación. De todas formas, este índice todavía se encuentra ligeramente por encima de los registros considerados de equilibrio. Así, para que continúe ajustándose es necesario que el precio de la vivienda crezca menos que la renta bruta disponible de los hogares.

De todas formas, el factor que más condicionará la evolución del sector durante los próximos años será el exceso de oferta. De acuerdo con nuestras estimaciones, en el 4T 2013, el stock de viviendas nuevas terminadas por vender se situaba ligeramente por encima de las 600.000, lo que equivale a 3,8 veces las compraventas de viviendas nuevas realizadas en el último año, una cifra muy parecida al registro máximo de 2012. Aunque esperamos que el descenso de esta ratio se acelere a medida que avance la demanda de viviendas, el elevado stock acumulado limitará a corto y medio plazo la capacidad de recuperación de la actividad y los precios.

El análisis, a grandes rasgos, de la situación del sector inmobiliario no debe hacer olvidar la heterogeneidad inherente de este último. Una característica que, de hecho, es probable que se acentúe en los próximos trimestres. En los submercados inmobiliarios en los que el exceso de oferta es menor o inexistente, se pueden empezar a percibir presiones alcistas empujadas por la recuperación de la demanda y la mejora de los costes de financiación. En cambio, en los submercados en los que el exceso de oferta sigue siendo elevado, el ajuste continuará siendo lento.

Indicador de actividad del sector inmobiliario

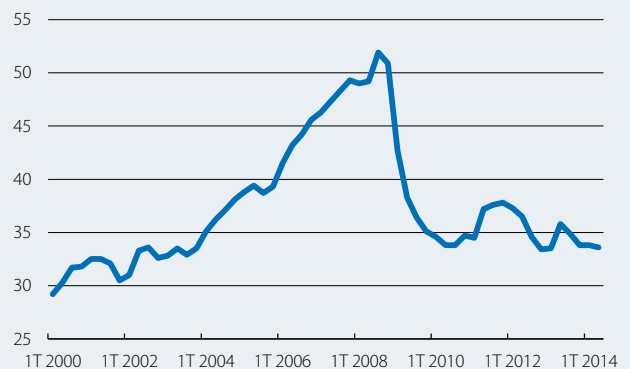
Viviendas terminadas / hogares creados



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

Indicador de esfuerzo para la compra de viviendas

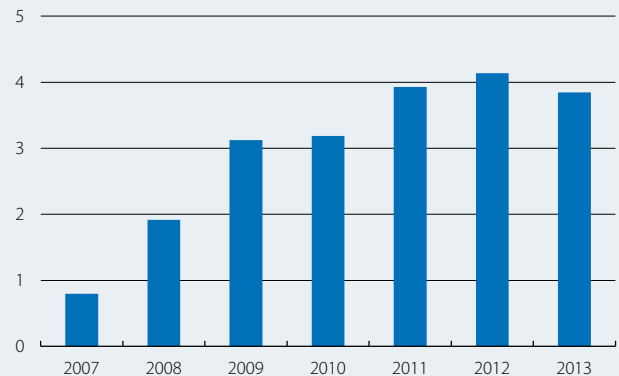
Renta disponible bruta destinada al pago anual de la cuota hipotecaria (% de la renta disponible bruta total)



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

Indicador del exceso de oferta en el sector inmobiliario

Años de compraventas necesarios para vaciar el stock de viviendas nuevas



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

FOCUS · El deterioro de la balanza de rentas: motivos y recorrido

La balanza corriente ha experimentado una importante corrección durante los últimos años. Sin embargo, esta tendencia ha cambiado de rumbo en los últimos meses. En parte, ello se debe al deterioro del saldo de bienes, pero la balanza de rentas también está ejerciendo un papel protagonista: el déficit ha aumentado en cerca de 5.000 millones de euros durante el primer semestre de 2014, el 55% del cambio que se ha producido en la balanza corriente.

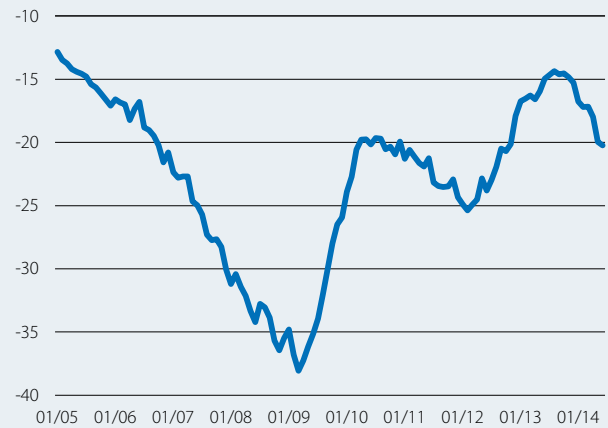
Una parte importante del aumento del déficit de rentas se explica por la caída de la rentabilidad de los activos extranjeros en manos de españoles. El acusado descenso de los tipos de interés a nivel global hace años que presiona a la baja la rentabilidad de las inversiones españolas en el exterior. Así, a pesar de que los activos extranjeros en manos de españoles se han mantenido estables en los últimos años, su menor rentabilidad ha reducido los ingresos en 17.000 millones de euros entre el 4T 2008 y el 1T 2014. Como se puede observar en el primer gráfico, la caída de la rentabilidad fue especialmente acusada entre septiembre de 2008 y septiembre de 2010. Tras un periodo de estabilidad, volvió a iniciar una senda bajista en marzo de 2012. La rentabilidad de los pasivos nacionales en manos de extranjeros también descendió pero durante los últimos trimestres se mantuvo más estable. Ello se debe al mayor peso que ha ido ganando la deuda pública entre los pasivos externos españoles (del 10,4% en junio de 2012 al 18,6% en marzo de este año) ya que su rentabilidad es, en promedio, superior a la del resto de pasivos.

El segundo factor que explica el deterioro del saldo de rentas es el mayor volumen de los pasivos españoles en manos de extranjeros. En el 1T 2014, estos aumentaron por encima del total de pasivos de la economía hasta elevar el porcentaje de pasivos españoles en manos de tenedores extranjeros al 23,1%. Este nivel es similar al registrado entre 2006 y 2010, lo que pone de manifiesto la recuperación de la confianza inversora extranjera en los títulos españoles.

Del análisis de los factores que han causado el deterioro del déficit de rentas se pueden extraer dos conclusiones. (i) Los motivos de fondo de dicho deterioro no son malignos: no se debe ni a un aumento desproporcionado de la deuda externa, ni a la venta de los activos extranjeros en manos de españoles. (ii) El recorrido adicional que tiene el deterioro del déficit de rentas parece limitado: la rentabilidad de los activos españoles en el extranjero no descenderá mucho más, y el peso de los activos españoles en manos de extranjeros está cerca de normalizarse. Este último factor, sin embargo, es el que alberga más incógnitas y, por tanto, deberá ser seguido de cerca.

Saldo de rentas

Acumulado en 12 meses (miles de millones de euros)



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

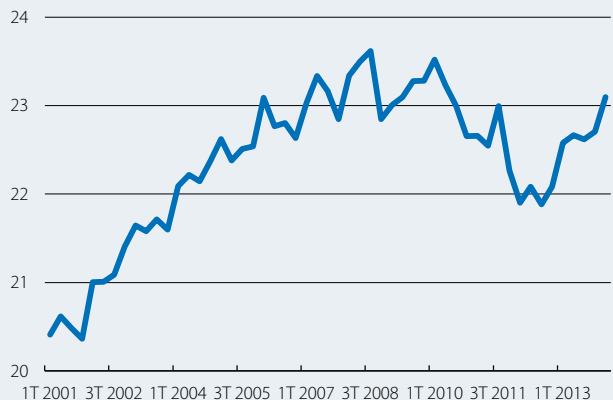
Rentabilidad implícita de los activos y pasivos *



Nota: * En el caso de los activos se calcula como la ratio ingresos por inversiones en el extranjero/activos en el extranjero el año anterior, y en el caso de los pasivos, como la ratio de pagos de rentas al extranjero/pasivos españoles en manos de extranjeros el año anterior.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Pasivos españoles en manos de inversores extranjeros

Porcentaje del total de los pasivos (%)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14
Industria								
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	0,1	-0,4	0,8	0,1	0,1	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	1,1	1,5	2,6	0,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-11,6	-9,1	-8,2	-5,7	-5,7	-5,7
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	50,1	52,5	53,4	53,9	52,8	...
Construcción								
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-6,5	-8,9	14,4	16,4	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,8	-9,3	6,5	10,7	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	2,0	5,6	10,8	8,1	7,8	5,9	8,8	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	51,8	54,2	55,7	56,2	58,1	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	0,4	-0,1	0,7	-0,3	0,6	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	22,6	11,8	23,2	10,9	13,7	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-19,4	-11,8	-6,1	-7,7	-6,4	-9,6

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	06/14	07/14	08/14
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-2,5	-1,3	0,0	0,3	0,6	0,6
Construcción	-17,0	-12,1	-7,9	-5,3	-2,3	-1,6	-1,1	-0,4
Servicios	-1,7	-2,0	-0,4	1,1	2,2	2,4	2,6	2,5
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-1,8	0,1	1,4	1,6	1,9	1,9
No asalariados	-1,4	-0,6	0,4	1,4	2,3	2,4	2,4	2,5
TOTAL	-3,4	-3,2	-1,4	0,4	1,5	1,8	2,0	2,0
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-1,2	-0,5	1,1	-	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	29,7	-14,2	-2,1	6,8	24,0	26,2	18,4	16,8
Temporales	-4,0	6,4	15,0	19,4	14,2	18,4	8,5	8,3
TOTAL	-1,6	4,0	13,5	18,2	15,0	18,9	9,1	8,8
Paro registrado³								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-8,0	-9,4	-10,9	-9,2	-5,8	-4,9
Resto de edades	11,7	3,7	-1,2	-3,7	-5,9	-6,3	-6,0	-5,8
TOTAL	10,9	2,7	-1,8	-4,2	-6,4	-6,6	-5,9	-5,8

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14
General	2,4	1,4	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,2
Subyacente	1,6	1,5	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	0,7	0,7	-2,3	-5,2	-5,4	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-1,0	2,4	0,3	-0,9	...

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	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	06/14	07/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	4,4	0,8	3,2	-2,0	-1,2	8,7
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-0,6	2,0	7,0	3,7	5,4	13,4
Saldo corriente	-12,4	8,0	7,7	8,0	4,0	-1,0	-1,0	...
Bienes	-27,8	-11,6	-11,5	-11,6	-13,9	-17,2	-17,2	...
Servicios	37,6	40,9	39,3	40,9	41,6	42,5	42,5	...
Rentas	-17,9	-15,3	-14,6	-15,3	-17,2	-20,2	-20,2	...
Transferencias	-4,3	-6,0	-5,5	-6,0	-6,4	-6,1	-6,1	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-5,8	15,8	15,6	15,8	12,5	6,9	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	2T 2014	06/14	07/14	08/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,6	-6,3	-4,7	-6,8	-0,6	-3,4	-3,4	-	...
Estado ¹	-8,1	-4,9	-4,1	-4,9	-0,9	-2,6	-2,6	-3,2	-3,3
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-0,9	-1,5	-0,3	-1,1	-1,1	-1,0	...
Corporaciones locales	0,3	0,5	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	-	...
Seguridad Social	-1,0	-1,1	-0,3	-1,1	0,3	-0,2	-0,2	0,0	...
Deuda pública (% PIB)	84,4	92,1	91,6	92,1	95,0	96,4	96,4	-	...

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	2T 2014	06/14	07/14	Saldo 07/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-4,0	-7,8	-8,1	-7,4	-6,2	-5,7	-5,6	-5,6	1.796,3
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-10,2	-8,7	-6,6	-6,2	-6,0	-5,9	1.031,3
Hogares ³	-3,8	-4,9	-5,0	-5,5	-5,6	-5,2	-5,0	-5,1	765,0
Administraciones públicas ⁴	14,9	17,0	17,4	13,0	8,5	6,6	6,5	5,4	1.005,7
TOTAL	0,6	-0,9	-0,9	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	-1,9	2.802,0
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-4,5	2,1	4,7	2,2	0,2	-0,8	-0,7	-0,7	1.174,9
A la vista	0,2	4,2	4,6	8,1	7,4	7,4	10,7	13,8	307,3
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,2	1,4	3,8	5,9	5,5	6,6	214,0
A plazo	-6,7	1,7	5,7	0,2	-3,6	-6,1	-7,1	-8,5	632,8
En moneda extranjera	-4,0	16,8	24,1	-0,1	-1,1	0,1	-0,9	0,1	20,7
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-15,3	-12,7	-11,1	-8,3	-5,1	-0,2	122,6
TOTAL	-5,7	-0,2	2,3	0,5	-1,1	-1,6	-1,1	-0,7	1.297,5
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	12,7	13,6	13,4	13,1	13,1	13,2	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	63,8	58,0	58,6	59,4	59,4	59,4	-

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.

LAS CLAVES DE LA RECUPERACIÓN DEL CRÉDITO

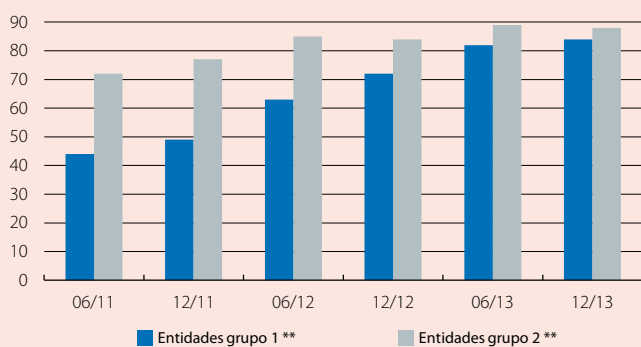
El crédito del crédito

La evolución del crédito se ha observado con preocupación durante la crisis y no ha dejado a nadie satisfecho. Las entidades financieras han visto cómo su principal actividad, y por tanto su principal fuente de ingresos, se reducía año tras año. Para los hogares y las empresas, la caída del crédito ha supuesto un *handicap* adicional a la ya de por sí difícil situación económica. Sin embargo, finalmente parece que empieza a tomar un nuevo rumbo.

Uno de los factores primordiales que ha limitado la capacidad crediticia de las entidades financieras durante los últimos años ha tenido su origen en la regulación del propio sector o, más concretamente, en los cambios que ha experimentado dicha regulación. Con el inicio de la crisis se puso de manifiesto que la regulación existente, conocida como Basilea II, había sido incapaz de prevenir el colapso de muchas entidades, hecho que acabó poniendo en duda la solvencia del conjunto del sector. El proceso que rápidamente se activó para reformularla culminó en enero de 2014 con la puesta en marcha de Basilea III. De forma muy sucinta, el principio general que inspira el nuevo marco regulatorio es que las entidades deben disponer de un mayor colchón de capital, y de mejor calidad, para poder afrontar escenarios adversos. Así, está previsto que los requerimientos de capital mínimos que deben tener las entidades se eleven gradualmente, pasando de un *core capital* del 2% de los activos ponderados por riesgo al 7,0% en 2018. Además, el nuevo marco exige a las entidades que durante las fases expansivas del ciclo creen un colchón de capital adicional para que, si es necesario, pueda ser utilizado durante las recesiones. La nueva regulación, por tanto, incorpora un principio muy importante, y ampliamente reclamado tanto desde el mundo académico como desde el propio sector: reconoce que para las entidades financieras aumentar el capital es costoso y, si se tiene que hacer rápidamente, puede acabar perjudicando su capacidad crediticia. Es por ello que la nueva regulación prevé que los requisitos mínimos de capital se eleven gradualmente y que el colchón de capital adicional se cree durante las fases expansivas del ciclo. Con ello se pretende fortalecer la solvencia de las entidades a largo plazo sin menoscabar su capacidad crediticia a corto plazo.

Entidades de la eurozona que cumplen los requerimientos de capital de Basilea III previstos para 2018 *

(% respecto al total de entidades)

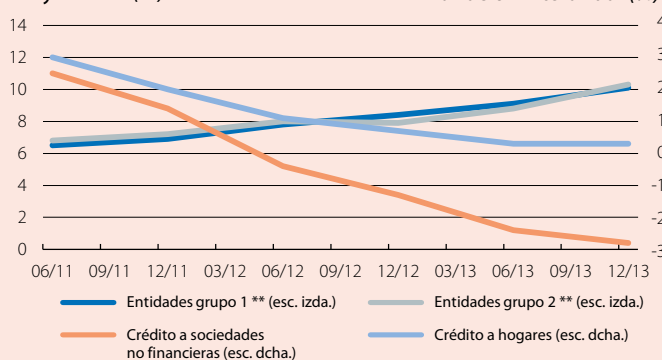


Notas: * Entidades con una ratio de capital CET1 BIS III fully loaded superior al 7% de los APR.
 ** Bancos bajo supervisión del BCE. Los del grupo 1 son aquellos con un nivel de capital Tier 1 superior a 3.000 millones de euros y una posición internacional activa. El resto de bancos son los del grupo 2.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BIS.

Evolución de las ratios de capital de las entidades de la eurozona y del crédito

Ratio de capital CET1 Basilea III fully loaded (%)

Variación interanual (%)



Nota: * Bancos bajo supervisión del BCE. Los del grupo 1 son aquellos con un nivel de capital Tier 1 superior a 3.000 millones de euros y una posición internacional activa. El resto de bancos son los del grupo 2.

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

Sin embargo, aunque el principio que inspira la nueva regulación sea bien intencionado, su aplicación ha tenido el efecto contrario al deseado. El nuevo marco regulatorio se ha aplicado de manera anticipada y en un entorno de debilidad económica que ha mantenido las dudas sobre la solvencia de algunas entidades. Y, dado que a menudo es difícil distinguir con suficiente claridad la salud de cada entidad, estas se han visto obligadas a aumentar las ratios de capital de forma acelerada para poder demostrar su fortaleza. A la propia presión del mercado, se le ha añadido la publicación de índices que invitan a comparar si las entidades cumplen de antemano los requisitos que entrarán en vigor en 2018. En el informe que el Banco Internacional de Pagos publica semestralmente se puede observar cómo ya lo hace más del 80% de las entidades, una cifra elevada y que ha ido en claro aumento en los últimos trimestres (como se recoge en el gráfico). En definitiva, mientras la actividad económica se encontraba prácticamente estancada, o en recesión en algunos trimestres, las entidades financieras aumentaban las ratios de capital, lo que con toda seguridad ha precipitado aún más la caída del crédito en el conjunto de la eurozona.

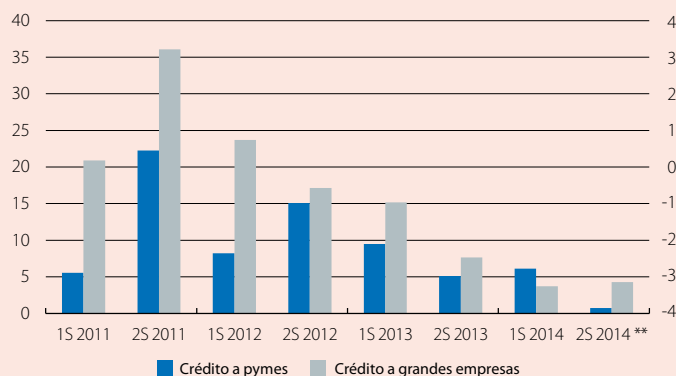
Otro aspecto que tampoco ha ayudado a relanzar la capacidad crediticia de las entidades ha sido la incertidumbre regulatoria, un fenómeno que ha sido generalizado en los países desarrollados, pero especialmente acuciante en la eurozona. Aparte de la propia inseguridad que conlleva la redefinición constante del marco regulatorio del sector, las distintas pruebas de estrés que se han llevado a cabo han supuesto una importante fuente de incertidumbre adicional. A continuación se exponen dos motivos.

Primero, a pesar de que conceptualmente efectuar las pruebas de estrés debería ser positivo para la confianza en el sector financiero, su aplicación ha sido perversa. Los test de estrés, teóricamente, deben servir para analizar si las entidades están preparadas para poder afrontar con garantías un escenario económico muy adverso. Si este escenario se materializa, se presume que las entidades pueden utilizar el capital disponible para poderlo superar. O, dicho de otra forma, no se supone que en el escenario adverso deban mantener un nivel de capital por encima del mínimo regulatorio exigido porque, si este fuera el caso, implícitamente se estaría exigiendo a las entidades que en tiempos de normalidad económica procuraran tener un nivel de capital muy por encima del mínimo regulatorio. Aunque parezca paradójico, esto es lo que ha ocurrido en la eurozona. El escenario económico de los últimos años ha sido similar al que se planteó en los escenarios de estrés que realizó la EBA en 2011. Sin embargo, cuando este escenario de estrés se ha materializado, en vez de permitir que el sector utilizara los márgenes de capital y liquidez para amortiguar el impacto de la recesión sobre la capacidad crediticia, las entidades han tenido que mantener el ratio de capital por encima del mínimo exigido, y de hecho lo han aumentado y han sido sometidas a nuevas pruebas de estrés.

Segundo, en la ejecución de los ejercicios de estrés se han producido cambios metodológicos importantes para el cómputo del capital mínimo que las entidades deben mantener. El caso más notorio tuvo lugar en la realización de los ejercicios de estrés de 2011, cuando se comunicó que la probabilidad de impago de la deuda pública era positiva y, por lo tanto, debía asignarse capital para cubrir tal eventualidad.

Condiciones crediticias por causa regulatoria

(% neto de bancos de la eurozona con posiciones más estrictas) *



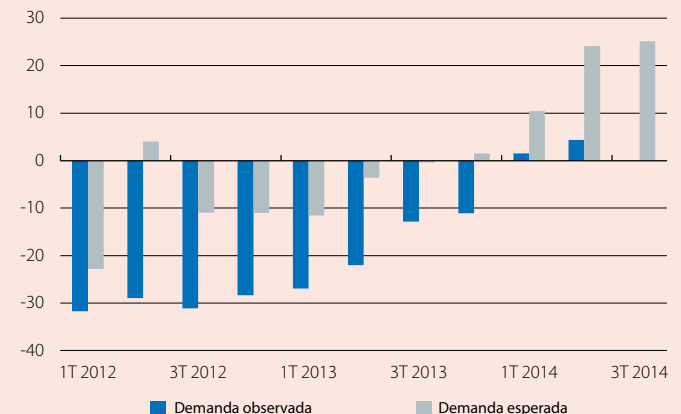
Notas: * El porcentaje neto se define como la diferencia entre la suma del porcentaje «condiciones más estrictas» y «condiciones un poco más estrictas» y la suma del porcentaje «condiciones más holgadas» y «condiciones un poco más holgadas».

** Valor anticipado por los bancos para el 2S 2014.

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

Cambios en la demanda de crédito a empresas

(% neto de bancos de la eurozona que reportan demanda positiva) *



Nota: * Los valores observados son los cambios que han tenido lugar los últimos tres meses y los valores esperados son los cambios que anticipan los bancos en los próximos tres meses.

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

Afortunadamente, parece que el impacto regulatorio negativo sobre la capacidad crediticia de las entidades está llegando a su fin. Uno de los últimos elementos que quedaban por esclarecer, los resultados de los exámenes a los que el BCE está sometiendo a la banca antes de que se convierta en el responsable de su supervisión, se conocerán en el mes de octubre. Todo apunta a que, en general, los resultados serán satisfactorios. De hecho, la encuesta de préstamos bancarios ya muestra que en los próximos meses la regulación y la supervisión dejarán de ser factores que limiten la oferta de crédito.

La mejora de la capacidad crediticia de las entidades bancarias no podía llegar en un mejor momento. A pesar de que el proceso de recuperación económica se prevé lento en la eurozona, la demanda de crédito parece que finalmente empieza a recuperarse. En este contexto, es de máxima importancia que las entidades estén listas para poder apoyar la actividad económica. El crédito debe recuperar el crédito.

Oriol Aspachs

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

BCE: un paso más para afianzar la recuperación de la eurozona

Las dudas sobre una nueva recaída de la eurozona han llevado a la máxima autoridad monetaria a mover ficha y desplegar un amplio paquete de medidas no ortodoxas de estímulo monetario. El BCE persigue reactivar el crecimiento del crédito como pieza fundamental para que se consolide la recuperación económica, se reduzca la tasa de paro y, en última instancia, se normalice la tasa de inflación. Los elementos contra los que debe luchar el BCE siguen siendo importantes, pero la firmeza de sus actuaciones, lentas pero contundentes (y en varios casos sorprendentes), hace que siga desempeñando un papel determinante en la formación de las expectativas de crecimiento de la eurozona.

Para poder analizar con un poco de profundidad hasta qué punto las últimas medidas anunciadas pueden ayudar a reactivar la economía europea es útil repasar brevemente cómo afectan las decisiones del BCE a la marcha de la economía. En general, el instrumento de política monetaria que más utiliza es el tipo de interés de las operaciones de provisión de liquidez a corto plazo, también conocido por tipo refi. El coste de dicha liquidez afecta el precio al que la banca puede ofrecer crédito y remunerar el ahorro. Así, reducciones del tipo de interés, dado que se traducen en una reducción de la remuneración del ahorro y de los costes de financiación, en condiciones económicas normales acaban incentivando el consumo y la inversión. Sin embargo, el BCE se ha visto obligado a buscar fórmulas imaginativas para seguir estimulando la actividad económica ya que, con los tipos de interés en el nivel mínimo en el que se pueden situar, esta seguía sin ofrecer síntomas convincentes de recuperación. Siguiendo el mismo camino por el que han andado la Fed y el Banco de Inglaterra para aumentar el coste de oportunidad del ahorro, el BCE no solo ha llevado el tipo de interés hasta mínimos históricos, sino que además se ha comprometido a mantenerlos en los niveles actuales durante un largo periodo de tiempo, lo que comúnmente se conoce como *forward guidance*. De esta forma, pretende conseguir una mayor caída de la remuneración del ahorro y del coste de financiación a largo plazo. El objetivo sigue siendo el mismo: fomentar el consumo y la inversión como pasos previos para que se recupere la actividad y, en última instancia, la tasa de inflación.

Dado que el crédito juega un papel crucial en esta ecuación, en junio el BCE dio un nuevo paso adelante anunciando que, entre septiembre de 2014 y marzo de 2016, llevaría a cabo ocho subastas de liquidez a largo plazo (a devolver en septiembre de 2018) y con un tipo de interés muy bajo (10 p. b. por encima del tipo refi). Esta vez, además, para asegurarse de que la liquidez inyectada llega a la llamada economía real, condicionó la cantidad de dinero que cada entidad puede pedir prestada a la evolución del crédito. Así, las dos primeras subastas (la del pasado septiembre y la que está previsto que se lleve a cabo en diciembre) están sujetas a una asignación máxima del 7% del *stock* de crédito al sector privado¹ existente a finales de abril de 2014. Para el conjunto de la eurozona, esto supone 400.000 millones de euros, el 21% de los cuales ya se ha colocado en la primera subasta. En las siguientes subastas, el montante a solicitar dependerá directamente del flujo de crédito neto que cada entidad haya concedido durante los meses precedentes a la subasta. Asimismo, como garantía adicional de que la liquidez provista se utiliza para reactivar el flujo de crédito al sector privado, los bancos que acudan a la subasta deberán superar unos *benchmarks* que variarán según la evolución de la cartera crediticia de cada entidad.

Últimas acciones de política monetaria del BCE

	Junio 14	Septiembre 14
Tipos de interés	↓ Tipo refi: del 0,25% al 0,15%.	↓ Tipo refi: del 0,15% al 0,05%.
	↓ Facilidad de depósito: del 0% al -0,1%.	↓ Facilidad de depósito: del -0,1% al -0,2%.
	↓ Facilidad marginal de crédito: del 0,75% al 0,4%.	↓ Facilidad marginal de crédito: del 0,4% al 0,3%.
Liquidez	Extensión de las subastas de liquidez a corto plazo con cobertura total hasta 12/2016.	Realización de un programa de compra de titulizaciones y cédulas hipotecarias a partir de octubre.
	Finalización de las operaciones de esterilización del programa SMP.	
	Anuncio de ocho subastas de liquidez a largo plazo condicionadas al crédito (TLTRO).	

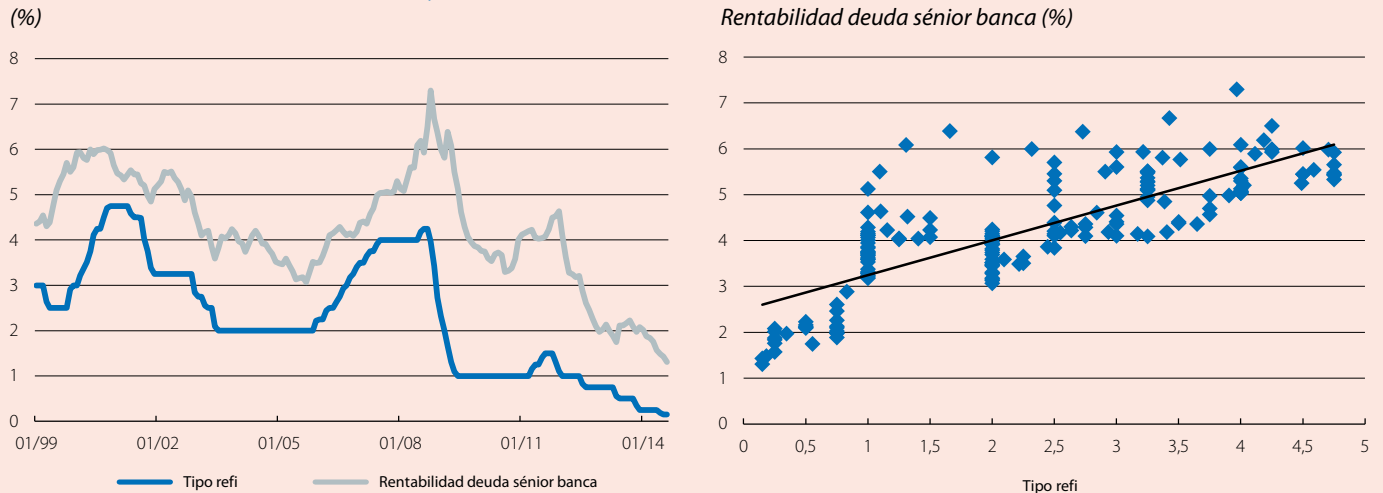
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

A la vista de que las perspectivas económicas para el conjunto de la eurozona no solo no mejoraban sino que, de hecho, durante el verano se deterioraron de forma marcada, el BCE sorprendió en septiembre a la mayoría de analistas con el anuncio de un programa de compra de activos de renta fija privada, concretamente de titulizaciones de créditos y de cédulas hipotecarias. En cuanto a las primeras, que son las que resultan más novedosas, Draghi anticipó que la entidad estaría dispuesta a adquirir activos simples y transparentes respaldados por préstamos hipotecarios, créditos a pymes y créditos al consumo. A su vez, enfatizó la disponibilidad para comprar desde tramos con bajo riesgo hasta tramos intermedios con mayor riesgo, siempre y cuando estos

1. Concretamente la cartera elegible incluye créditos al sector privado no financiero, excluyendo hipotecas a particulares.

últimos cuentan con garantías. Todavía faltan muchos detalles por concretar, por lo que resulta difícil poder hacer una evaluación del alcance que puede tener este programa. Sin embargo, dos consideraciones al respecto son pertinentes. Primero, aunque el mercado de titulaciones es pequeño en Europa, especialmente si se compara con EE. UU., la actuación del BCE podría actuar de catalizador para que diera un salto considerable en los próximos años. Segundo, el éxito de este programa dependerá de hasta qué punto consiga reactivar la capacidad crediticia de las entidades financieras. Para ello será determinante que estas puedan transferir un nivel sustancial de riesgo con este programa.

Relación entre el tipo refi del BCE y los costes de financiación de la banca en la eurozona



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

A la espera de conocer más detalles sobre las distintas medidas que el BCE ha anunciado, una forma relativamente sencilla e intuitiva de evaluar el impacto que pueden tener en el crédito es analizar la evolución del coste de financiación de la banca. Para ello utilizamos como referencia la evolución de la rentabilidad de la deuda sénior que, como se puede observar en el gráfico, sigue de forma muy estrecha los movimientos del tipo refi. Históricamente, una reducción de 100 p. b. del tipo refi ha ido asociada a una reducción de 70 p. b. de la rentabilidad de la deuda sénior de la banca. Desde que se anunciaron las medidas de política monetaria no ortodoxas antes comentadas, la rentabilidad de la deuda sénior de la banca europea ha descendido 0,7 p. p. Históricamente, descensos de esta magnitud, que iban asociados a una reducción del tipo refi de 1 p. p., producían un impulso en el crecimiento del crédito a empresas de 5,6 p. p. acumulado al cabo de dos años.² Sin embargo, es importante tener en cuenta varias restricciones que evitarán que este impacto no se dé en su totalidad. Estas magnitudes se estimaron durante el periodo anterior a la crisis, cuando el mecanismo de transmisión de política monetaria estaba en pleno funcionamiento, hecho que no se da en la actualidad. Esta es precisamente una de las razones por las que el BCE ha optado por actuar. Actualmente se observan restricciones tanto por el lado de la demanda como de la oferta. En el primer caso, el sector privado sigue en un proceso de desapalancamiento, por lo que el crecimiento del crédito se podría observar en la nueva concesión, mientras que la cartera crediticia total seguirá contrayéndose. Por el lado de la oferta, las restricciones tienen su origen en el proceso de recapitalización que está viviendo la banca europea para cumplir los requerimientos de la nueva regulación (véase el artículo «El crédito del crédito» en este mismo Dossier). Todo ello hará que el impulso del crecimiento del crédito sea menor del que habría sido si no se dieran estas restricciones.

En definitiva, el BCE, poco a poco pero a paso firme, ha ido ampliando la batería de medidas de política monetaria hasta llegar a utilizar instrumentos que hasta hace poco tiempo parecían impensables. Todo apunta a que su impacto no será menor, y ayudará a que la incipiente recuperación del crédito se consolide en los próximos trimestres.

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

2. Véase Sorensen, C. K., Marqués, D. y Rossi, C., «Modelling loans to non-financial corporations in the euro area», ECB Working Paper Series, núm. 989, January 2009.

El coste de la deuda bancaria: tiempos pasados que no volverán

Una de las consecuencias más inmediatas de la quiebra de Lehman Brothers a finales de 2008 fue el cierre de los mercados de financiación mayorista para las entidades bancarias. La absoluta incertidumbre acerca de las posibles pérdidas que sufrirían los bancos, así como de su capacidad para absorberlas, ahuyentó a los inversores y disparó el coste de la deuda mayorista hasta niveles prohibitivos. Desde entonces, las tensiones en los mercados de deuda ya no son las que eran. Pero tampoco cabe esperar que, en el nuevo contexto regulatorio, el coste de la deuda mayorista vuelva a los niveles de antes de la crisis.

Empecemos definiendo el concepto de financiación mayorista. Esta suele referirse a la parte de financiación ajena de las entidades que excluye los depósitos de la clientela. Tampoco se incluye la financiación del banco central que, en situaciones normales, debería representar una parte pequeña del balance. La financiación mayorista está compuesta por una gran variedad de instrumentos, como los depósitos interbancarios, cédulas hipotecarias, deuda sénior o deuda subordinada. Cada uno de estos instrumentos posee características distintas –en términos de liquidez, vencimiento, garantías o prioridad de cobro en caso de quiebra de la entidad– que los hacen más o menos atractivos a ojos de los inversores. El coste de cada uno de ellos para las entidades variará en función de cómo valoren los inversores en cada momento estas distintas características, en función de sus expectativas acerca de la evolución macroeconómica y de la entidad.

¿Cómo se forman, entonces, los precios de estos instrumentos? Más allá del vencimiento o la liquidez del instrumento, dos de las características más relevantes para el inversor son la presencia (o la ausencia) de garantías para respaldar el cobro de la cantidad prestada y la prioridad de cobro en caso de quiebra de la entidad. Ambos factores determinan la cantidad que podría recuperar un inversor en caso de quiebra y, junto a la probabilidad de este evento, determinan el retorno esperado del instrumento. Intuitivamente, este retorno esperado debe ser suficientemente atractivo en comparación con lo que ofrezcan otros activos de menor riesgo como, por ejemplo, la deuda pública.

A lo largo de la crisis financiera, así como de las recesiones y de la crisis de deuda soberana que la sucedieron, el coste de los distintos instrumentos de financiación mayorista sufrió aumentos notables en varias ocasiones. Por un lado, las dudas acerca de las pérdidas de las entidades, la calidad de los activos puestos en garantía, así como de la capacidad real de los Gobiernos de rescatar a las entidades con problemas empeoraron las expectativas de los inversores respecto a las probabilidades de quiebra de entidades financieras y de lo que podrían recuperar en ese caso. Por otro lado, en los países periféricos, la deuda bancaria debía compararse con el cada vez más elevado retorno ofrecido por la deuda pública del país. En España, por ejemplo, el diferencial de la deuda bancaria sénior a cinco años con respecto a un título de deuda pública alemana del mismo vencimiento llegó a superar los 4 p. p. en más de una ocasión durante este periodo. Las entidades han reaccionado cambiando la composición de su pasivo, reduciendo el peso de las fuentes de financiación mayorista (del 37% a finales de 2007 al 24% actual en el caso de las españolas) y sustituyéndola por financiación del BCE. Con todo, esta sustitución es imperfecta, pues tiene un carácter excepcional y difícilmente puede considerarse una fuente estable a medio y largo plazo –característica imprescindible para poder financiar hipotecas o créditos a empresas–.

En los años venideros, las entidades financieras van a tener que enfrentarse de nuevo a una recomposición de su estructura de financiación. No tan solo por la necesidad de ir sustituyendo progresivamente la financiación del BCE, sino también por la imposición de distintos ratios regulatorios de liquidez y apalancamiento, así como por la introducción de un nuevo marco regulatorio para la gestión de entidades con problemas de solvencia.¹ Este último, en particular, comporta la introducción del denominado *bail-in* para minimizar el uso de recursos públicos en estos casos. Esencialmente, las reglas del *bail-in* obligan a accionistas y acreedores sin garantía de una entidad en dificultades a asumir pérdidas, siguiendo un orden de prelación fijado, por al menos el 8% de los activos de la entidad antes de que pueda inyectarse capital desde el denominado Fondo de Resolución. De este modo, las entidades tienen ahora incentivos para emitir capital e instrumentos híbridos (deuda subordinada o títulos convertibles en acciones) hasta cubrir este 8%. Por otro lado, las reglas del *bail-in* también indican que las autoridades de resolución nacionales deberán establecer el porcentaje mínimo de pasivos sujetos a *bail-in* (MREL, por sus siglas en inglés) que cada institución deberá mantener, en función de su riesgo, tamaño o modelo de negocio. Como estos pasivos no pueden tener garantía, es de esperar que las entidades decidan alcanzar el MREL mediante la emisión de deuda sénior.

La introducción del *bail-in* supone el firme compromiso de no rescatar a las entidades con dificultades y, en consecuencia, para los acreedores conlleva el aumento efectivo de la probabilidad de sufrir pérdidas. Por ello, es de esperar que la deuda sénior se

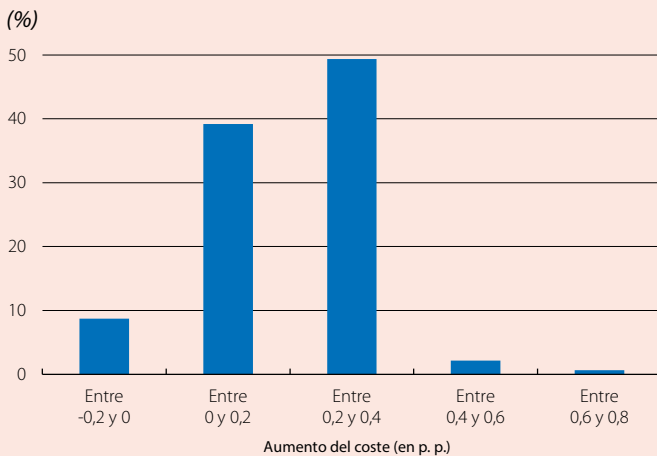
1. En el caso de la Unión Europea, este marco ha sido definido en la Directiva de Resolución y Recuperación Bancaria (Directiva 2014/59/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, del 15 de mayo de 2014).

encarezca. Las entidades más afectadas deberían ser aquellas que actualmente están más apalancadas, pues el riesgo para los bonistas sénior es aún mayor si entre capital e instrumentos subordinados la entidad no llega al 8% de los activos. Por el contrario, la deuda sénior de aquellos bancos cuyos fondos propios están ya por encima de esta cifra y se consideran suficientes para cubrir pérdidas inesperadas no debería sufrir grandes cambios.

Aunque el *bail-in* no entrará en vigor hasta 2016, el encarecimiento de la deuda sénior puede observarse ya en las cotizaciones de estos instrumentos. A fin de cuantificarlo, hemos analizado el cambio que se ha producido, tras la aprobación de las reglas de *bail-in* por el Consejo Europeo en agosto de 2013, en el diferencial existente entre la rentabilidad de un título de deuda bancario y la de un título de deuda pública de similar vencimiento. Este diferencial depende de las características del bono –los años que quedan hasta su vencimiento o el carácter subordinado de la emisión, por ejemplo–, de las de la entidad que lo emite –su riesgo específico, su grado de apalancamiento, su carácter sistémico, su capacidad de generar beneficios, etc.– y de la evolución macroeconómica. Una vez se tienen en cuenta todos estos factores, un aumento en el diferencial tras la introducción de las reglas de *bail-in* puede interpretarse como un mayor retorno exigido por los inversores por la mayor probabilidad que ahora tienen de sufrir pérdidas.

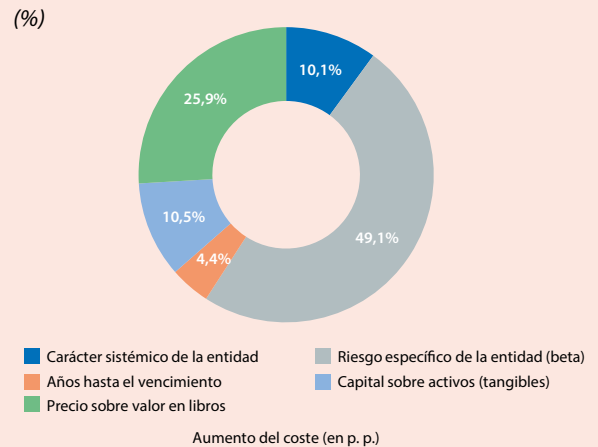
Siguiendo este razonamiento,² hemos tomado una muestra de 633 emisiones vivas de bonos bancarios emitidos por 19 entidades distintas y hemos analizado la evolución mensual de su rentabilidad desde diciembre de 2007 hasta marzo de 2014. Los resultados muestran que, en promedio, la introducción del *bail-in* ha aumentado el coste de la deuda sénior en 19 p. b., aunque para algunas entidades el aumento es de hasta 72 p. b. En general, y como parecería lógico, el incremento en el coste es mayor cuanto mayor es el riesgo del bono. Este hecho se refleja en que tanto el riesgo específico de la entidad emisora, como los años hasta el vencimiento de la emisión o el precio sobre el valor en libros de la entidad elevan el impacto del *bail-in*. Resulta interesante comprobar también que la deuda sénior se encarece más para aquellas entidades que pueden considerarse sistémicas –aquellas que, en caso de sufrir dificultades, hubieran sido rescatadas con mayor probabilidad que el resto–. Así pues, estos resultados parecen indicar que la reforma regulatoria logra aumentar la sensibilidad al riesgo de los inversores y servirá para corregir, al menos en parte, la situación de ventaja de la que gozaban algunas entidades de gran tamaño que, seguramente, habrían sido rescatadas en caso de problemas.

Impacto del *bail-in* sobre el coste de la deuda sénior *



Nota: * Distribución del impacto entre emisiones vivas.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Factores explicativos de la heterogeneidad del impacto *



Nota: * Contribución al impacto.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

En suma, con el nuevo marco regulatorio el coste de la deuda será mayor, al incorporar una valoración implícita de lo adecuado del capital de la institución. Esto, en sí mismo, es muy deseable. Sin embargo, cabe cuestionarse la idoneidad del momento elegido para implementar estas reformas, pues las entidades deberán adaptarse a ellas en un momento en que el proceso de reparación de los balances no ha concluido y los mercados de deuda no están del todo normalizados.

Sandra Jódar-Rosell
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

2. Se pueden consultar resultados más detallados sobre el ejercicio en Gual, J., Jódar-Rosell, S. «Prudential regulation in the cost of bank funding», Documento de trabajo presentado en SUERF-the European Money & Finance Forum, Milan, 5 June 2014. El ejercicio sigue la metodología propuesta por Acharya, V. et al. (2014), «The end of market discipline? Investor expectations of implicit state guarantees», disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1961656>.

Un coste del capital más bajo para la banca

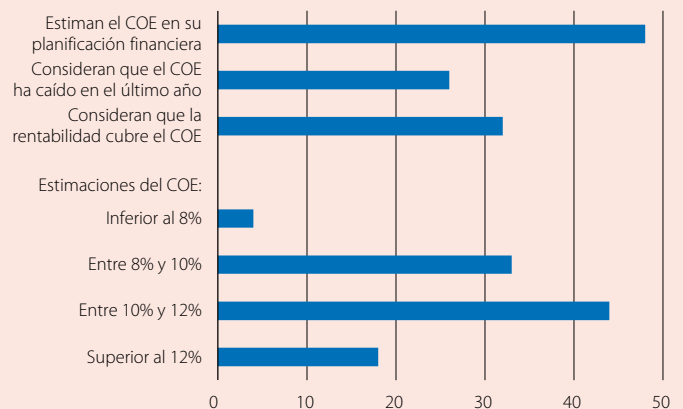
El coste del capital (COE por las siglas en inglés de *cost of equity*) es el retorno que un accionista espera obtener de los fondos invertidos en una empresa. Estas expectativas de rentabilidad influyen necesariamente en el coste de financiación de las compañías y los gestores deben tenerlas en cuenta a la hora de valorar las inversiones y asignar eficientemente los recursos. Para el caso de las instituciones financieras, un encarecimiento del capital tenderá a provocar una reducción de la oferta de crédito y un incremento de los tipos de interés. Además, un entorno de presiones regulatorias como el de los últimos años puede haber inducido a las entidades a reforzar su solvencia vía la disminución del tamaño de su balance.

A pesar de su importancia, el COE no es directamente observable y, por tanto, es difícil de cuantificar. Tan solo la mitad de las entidades financieras europeas estiman el coste del capital en sus planificaciones, tal y como recoge la última encuesta de junio elaborada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). La mayoría de los bancos sitúan el coste del capital entre el 10% y el 12% y reconocen una cierta tendencia a la baja en los últimos trimestres. Aun así, únicamente el 30% de las entidades considera que la rentabilidad actualmente ofrecida es suficiente para cubrir el COE. No sorprende, por tanto, la evolución adversa de las cotizaciones bursátiles de muchos bancos.

Es razonable suponer que el retorno exigido por los accionistas dependerá del riesgo que asuman. Por ello, se puede inferir que el COE debe ser como mínimo igual a la rentabilidad ofrecida por los activos considerados seguros (como podría ser la deuda pública alemana) más una prima que compense por el riesgo asumido. El modelo CAPM, uno de los más utilizados para calcular el coste del capital, se basa en esta intuición. Este enfoque define el COE como la suma de la rentabilidad del activo considerado seguro más una prima por el riesgo de mercado, ponderada por el riesgo específico (o coeficiente beta) del sector o empresa analizados. El coeficiente beta se mide como la volatilidad del valor bursátil de la compañía en comparación con la variabilidad típica del mercado. Betas superiores a uno se deben interpretar como un riesgo específico superior al del mercado y, para compensarlo, el coste del capital de la empresa o banco también debe ser mayor. A pesar de las críticas por su excesiva simplicidad y otros factores, la Reserva Federal¹ utiliza el CAPM como una estimación aceptable del coste del capital de los bancos y no incorpora en el modelo otros aspectos que *a priori* podrían considerarse importantes, como el impacto fiscal, el apalancamiento de la entidad o el grado de concentración del sector, por su poca relevancia estadística.

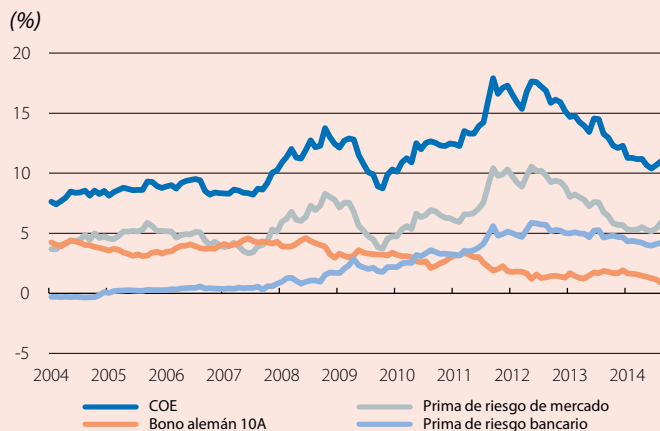
Encuesta EBA a entidades europeas sobre el coste del capital

Junio de 2014, entidades (% sobre el total)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de EBA, «Risk assessment of the European banking system» (junio 2014).

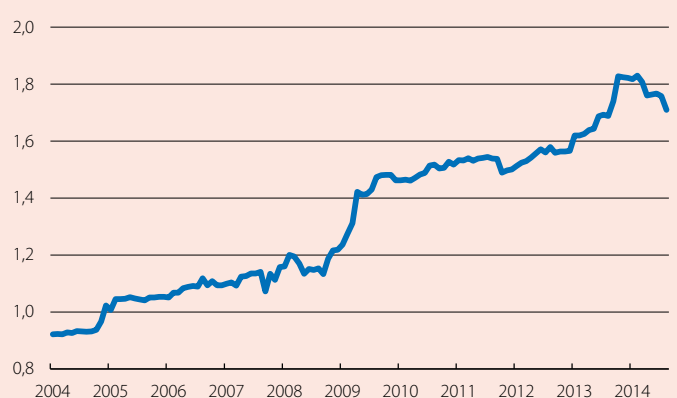
Descomposición del COE de los bancos de la eurozona



Nota: Utilizamos el bono soberano alemán a diez años como activo libre de riesgo y calculamos la prima de riesgo de mercado a partir de la inversa de la ratio PER ajustada al ciclo del índice Eurostoxx de la zona del euro. La beta se obtiene aplicando una ventana temporal de cinco años. La prima de riesgo bancario es $(\beta - 1) \times$ prima de riesgo de mercado.

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

Coefficiente beta de los bancos de la eurozona



1. Véase Barnes, M. L. y Lopez, J. A., (2005), «Alternative measures of the Federal Reserve Banks' cost of equity capital», Public policy Discussion Papers, Federal Reserve Bank of Boston, núm. 05,2.

Nuestras estimaciones, siguiendo esta metodología,² sitúan el coste de capital promedio de las entidades financieras europeas alrededor del 11% a mediados de 2014, en línea con lo manifestado por el sector en la encuesta de la EBA. No obstante, la rentabilidad exigida ha sufrido oscilaciones importantes en los últimos años. Antes de la crisis financiera, el coste del capital se mantenía muy estable en la cota del 8%-9% mientras que la rentabilidad sobre fondos propios de los bancos europeos era de más del 15%, superando así las expectativas de los inversores. Este escenario se truncó a partir de 2008, momento en el cual el coste del capital inició una escalada, interrumpida brevemente por la incipiente recuperación de 2010, hasta alcanzar niveles superiores al 16% en 2012, año marcado por fuertes tensiones en el sector y por la crisis de deuda soberana.

Las variaciones del COE tienen consecuencias significativas sobre los tipos de interés que las entidades deben exigir a la hora de prestar. Un ejemplo que nos puede ayudar a comprenderlo consiste en analizar cuánto capital se requiere a las entidades financieras en la concesión del crédito a las empresas. Considerando un capital mínimo regulatorio del 8% y que la ponderación del riesgo de este tipo de activo es del 75%, los requerimientos de capital ascienden al 6%, es decir, los bancos deben destinar un mínimo de 6 millones de euros de fondos propios para otorgar un crédito de 100 millones de euros. Por lo tanto, un incremento del COE de 7,6 p. p., tal y como sucedió para las entidades europeas entre 2007 y 2012, se traduciría en un coste del crédito 0,46 p. p. superior. Por otro lado, el descenso de 5,5 p. p. que se ha producido en estos últimos dos años en el COE repercutiría en unos costes de financiación 0,33 p. p. más baratos.

El abaratamiento del capital desde 2012 se debe exclusivamente a la relajación de la prima de riesgo bursátil y a los menores tipos de interés del activo libre de riesgo, este último factor muy favorecido por las políticas expansivas del BCE. Sin embargo, el riesgo específico del sector financiero (el coeficiente beta) casi no ha parado de crecer en esta última década. Así, una beta inferior a uno en 2004 se ha prácticamente doblado, situándose actualmente en un valor próximo a 1,8. Esta creciente volatilidad de la banca europea respecto al mercado, entendida como un mayor riesgo específico, es congruente con el hecho de que el sector ha sido uno de los más afectados por la crisis financiera y la recesión económica. Sin embargo, aparte de los problemas de la banca en el ciclo adverso, la incertidumbre regulatoria ha acrecentado aún más las dudas sobre la evolución del negocio. Además, las reformas regulatorias para reducir las garantías públicas implícitas también pueden haber contribuido a unos mayores riesgos percibidos por parte de los accionistas.

En este sentido, también es interesante señalar que el incremento de la beta se ha producido a pesar de la caída del apalancamiento de las entidades cuando, de hecho, el marco regulatorio aspiraba justamente a lo contrario. Desde 2010, las presiones regulatorias (a destacar Basilea III) han tenido como consecuencia una reducción de la ratio de apalancamiento en un 26%. Sería razonable pensar que cuando aumenta el peso del capital en el balance de un banco, el riesgo que soporta un inversor es menor y, en consecuencia, el retorno que exigirá también debería ser inferior. En cambio, no es hasta finales de 2013 cuando se ha visto atenuado el crecimiento de la beta, y solo lo ha hecho muy ligeramente. Una posible explicación es que si bien es cierto que se ha incrementado el colchón de capital para hacer frente a posibles pérdidas, también los incentivos a asumir riesgos pueden haber cambiado.³ Existen argumentos teóricos que apuntan a que las entidades pueden incurrir en mayores riesgos no verificables por el supervisor con el fin de mantener la rentabilidad sobre capital y compensar los mayores requisitos regulatorios. En este sentido, los estudios empíricos no demuestran de forma concluyente que un aumento de los requisitos de solvencia conlleva un menor riesgo real soportado por los bancos. Por lo tanto, no está claro el impacto de un menor apalancamiento sobre el coste del capital.

En cualquier caso, es previsible que el riesgo bancario se consolide e incluso se reduzca a medio plazo gracias a la publicación de los resultados de los exámenes del BCE en octubre y a la estabilización del marco regulatorio. En un entorno como el actual de tipos históricamente bajos, el coste del capital podría recuperar los niveles de 2007-2008 y situarse en torno al 9%. En definitiva, el abaratamiento que se ha producido del coste del capital, y que se puede intensificar a medio plazo, debería facilitar la concesión de crédito y frenar el desapalancamiento de las entidades vía una reducción de sus balances. Buenas noticias para la economía real.

Pau Labró Vila

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

2. Para el detalle de los cálculos, véase Gual, J., Jódar-Rosell, S. «Prudential regulation in the cost of bank funding», Documento de trabajo presentado en SUERF-the European Money & Finance Forum, Milan, 5 June 2014.

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



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: publicacionese Estudios@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

