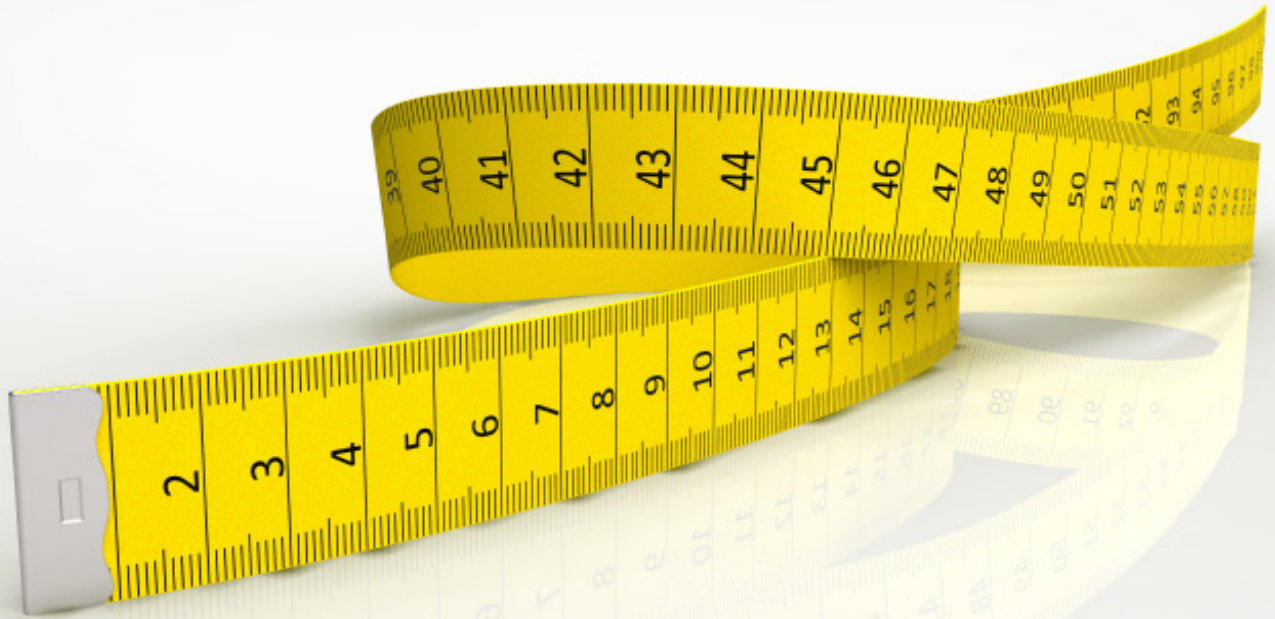


IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 384 | NOVIEMBRE 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*Sacudida en el mercado de petróleo:
confluencia de factores*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Hong Kong: buenas perspectivas, pese a todo

UNIÓN EUROPEA

*Una banca europea más resistente ante
futuras crisis*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*PGE 2015: la recuperación económica debería
dar aire, pero ¿hasta qué punto?*

DOSSIER: CONTABILIDAD NACIONAL EN LA ERA DIGITAL

Sobre la medición y el uso del PIB

*Intangibles: la nueva inversión en la era
del conocimiento*

El precio de lo gratuito

¿Refleja el PIB el bienestar de los países?



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL

Noviembre 2014

CaixaBank, S.A.

Planificación estratégica y Estudios

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:

31 de octubre de 2014

Jordi GualDirector ejecutivo de Planificación
estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Sacudida en el mercado de petróleo: confluencia de factores*10 *Estabilidad financiera global: en manos del crecimiento***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *La corrección de los desequilibrios externos globales:
¿una historia duradera?*16 *Hong Kong: buenas perspectivas, pese a todo***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Inversión en infraestructuras: un menú suculento,
pero de consecuencias imprevistas*22 *Una banca europea más resistente ante futuras crisis***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El desapalancamiento de las pymes españolas: ¿cerca del fin?*28 *PGE 2015: la recuperación económica debería dar aire,
pero ¿hasta qué punto?*29 *Reformas estructurales: despacito y buena letra***32 DOSSIER: CONTABILIDAD NACIONAL
EN LA ERA DIGITAL**32 *Sobre la medición y el uso del PIB*
Judit Montoriol-Garriga34 *Intangibles: la nueva inversión en la era del conocimiento*
Clàudia Canals36 *El precio de lo gratuito*
Ariadna Vidal Martínez38 *¿Refleja el PIB el bienestar de los países?*
Maria Gutiérrez-Domènech

Importando la deflación

Imagine, querido lector, un país pequeño en términos de población, pero avanzado en términos económicos. Es decir, con una elevada renta per cápita. Un país soberano, altamente integrado en la economía mundial, que ha mantenido un elevado grado de discrecionalidad tanto en su política monetaria como en su política presupuestaria, a pesar de formar parte de la Unión Europea.

Considere, querido lector, los principales datos macroeconómicos de dicho país para el año en curso, según la Comisión Europea. Un crecimiento previsto del PIB del 2%, una tasa de paro del 7,9%, un saldo positivo de la cuenta corriente del 5,7%, un saldo presupuestario del -2,4% y una deuda pública del 40,3% del PIB. Un país, además, que a lo largo de la crisis financiera mundial ha sabido capear el temporal admirablemente, registrando en el periodo 2007-2013 un crecimiento acumulado del PIB del 6,1%.

A la luz de todos estos datos convendrá conmigo, querido lector, que la situación económica del país en cuestión es, cuanto menos, envidiable si se compara con la de muchos países desarrollados. Sin embargo, no en vano la economía es conocida como la «ciencia lúgubre». Nunca todo pueden ser buenas noticias. A este país, que es Suecia, parece que le aqueja también la enfermedad de la que adolecen muchas economías avanzadas: el riesgo de deflación.

A pesar de un crecimiento más que razonable, de que con la crisis no se haya generado un exceso de capacidad especialmente significativo y de que los tipos de interés ya estén por los suelos, las expectativas de inflación han ido reduciéndose y el propio dato de inflación ha sido negativo en algunos momentos de este año 2014. ¿Qué es lo que está ocurriendo? ¿De dónde procede esta inusitada presión deflacionaria?

Un factor clave se encuentra en un rasgo destacado de la economía sueca a lo largo de los últimos años: la tendencia al fortalecimiento de su moneda, la corona, como consecuencia de su crecimiento económico, su elevada competitividad y unas políticas monetarias y fiscales orientadas a la estabilidad.

Es precisamente esa apreciación de la moneda la que ha provocado que Suecia importase la deflación, en un contexto en el que muchos de sus socios comerciales (especialmente EE. UU., Reino Unido, Japón y, en menor medida, la zona euro) se embarcaban en políticas monetarias no ortodoxas. La apreciación continuada de la moneda comporta de manera directa una reducción de los precios de los bienes y servicios importados, que presiona a la baja el índice general de precios de consumo.

En conclusión, querido lector, en un mundo altamente interconectado como el actual, una pequeña economía abierta como la de Suecia sufre los embates, quiéralo o no, de las políticas económicas de los grandes bloques, especialmente cuando son políticas muy agresivas. De hecho, hasta cierto punto algo parecido se puede argumentar para la zona euro. Es verdad que, en su conjunto, la zona euro es una economía menos abierta que la sueca, y que la situación cíclica, así como el exceso de capacidad de la eurozona, son diferentes. Pero también es verdad que su política monetaria ha sido mucho menos atrevida que la de los EE. UU., el Reino Unido o Japón. Una parte del riesgo de deflación europeo es, por tanto, importado. Y, por ello, el Banco Central Europeo se puede ver abocado, muy a su pesar, a políticas de expansión cuantitativa como las que han ejecutado los principales bancos centrales de las economías avanzadas.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de octubre de 2014

CRONOLOGÍA

OCTUBRE 2014

- 26** El BCE y la EBA publican los **resultados de las pruebas de estrés a 130 bancos europeos**. En total suspendieron 25 entidades, con un déficit de capital de 24,6 millones de euros al cierre de 2013. Este ejercicio ha sido la antesala para el **comienzo de la actividad del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre**.

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 titulizaciones 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.

AGENDA

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).
- 28** Balanza de pagos (septiembre).

DICIEMBRE 2014

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 4** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5** Índice de producción industrial (octubre).
- 17** Comercio exterior (noviembre).
Encuesta trimestral del coste laboral (tercer trimestre).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 18** Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
Consejo Europeo.
- 23** Ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 30** Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).
Posición de inversión internacional neta (tercer trimestre).

La recuperación económica va por barrios, pero va

Viaje de ida y vuelta en octubre. Aunque el crecimiento mundial agregado sigue acelerándose, el mes de octubre se inició con dudas sobre el alcance de la recuperación. El reflejo más claro de estas dudas fue el notable repunte de la volatilidad que experimentaron los mercados financieros en octubre y que provocó una corrección amplia de las cotizaciones bursátiles durante la primera quincena. Los inversores se mostraban cautelosos ante el mensaje moderadamente alarmista del FMI (a pesar de que sus previsiones de otoño solo eran ligeramente peores que las de julio, el tono sombrío del Fondo caló), los datos macroeconómicos un tanto decepcionantes en la eurozona y las comunicaciones poco clarificadoras de los bancos centrales. A medida que se iban conociendo datos *hard* más positivos (especialmente las cifras de crecimiento del PIB en el 3T de EE. UU. y China) y se concretaban las próximas actuaciones de la Fed y del Banco de Japón, gran parte de este exceso de pesimismo se disipó, un cambio que reflejaron los activos de riesgo con una clara recuperación de sus cotizaciones. En definitiva, tras este octubre trufado de ruido financiero, prácticamente nos encontramos donde estábamos: los motores (EE. UU. y China) siguen funcionando mientras que Japón y la eurozona están temporalmente débiles. Si se cumplen las previsiones, todo ello debería ser la antesala de un 2015 razonablemente positivo a nivel mundial.

Los puntales de la recuperación mundial, EE. UU. y China, tranquilizan. Los indicadores económicos de EE. UU., en especial las cifras de crecimiento del PIB del 3T (avance del 0,9% intertrimestral, similar al del 2T), apuntan a que la expansión del gigante norteamericano está ganando en robustez. El dato del PIB, junto con la buena evolución de los indicadores ISM de actividad empresarial, la ausencia de presiones inflacionistas de calado y la continuada recuperación del mercado laboral avalan nuestro escenario de crecimiento para 2014 y 2015 (2,2% y 3,1%, respectivamente). En este contexto, la Fed, como se esperaba, ha confirmado que finaliza su programa de compra de activos, aunque también ha insistido en que los tipos de interés se mantendrán bajos durante un periodo de tiempo considerable (probablemente hasta mediados de 2015). En el caso de China, el crecimiento del 3T (7,3% interanual, por encima del consenso de los analistas) ha alejado los temores a un aterrizaje brusco. Además, los primeros datos del 4T avalan que la actividad mantiene su rumbo. Frente a estas buenas señales de EE. UU. y China, Japón navega por aguas más turbulentas. Aunque la coyuntura nipona sigue presidida por el efecto distorsionador del aumento del IVA del abril pasado, y por tanto en este 3T asistiremos a un rebote

de la actividad, la tendencia de fondo no acaba de ser positiva. Ello ha obligado al Banco de Japón a ampliar su programa de compra de activos en un grado que ha tomado por sorpresa a analistas e inversores.

La coyuntura de la eurozona continúa siendo débil. La recuperación de la eurozona sigue caracterizada por su ritmo lento y por su alcance desigual. Esta lentitud y disparidad geográfica, ciertamente mayor de la esperada meses atrás, y una serie de *shocks* negativos (Rusia, Oriente Medio, irregularidad del comercio internacional, etc.) han alimentado las dudas sobre la reactivación de los países de la moneda única, llegando algunas voces incluso a pronosticar una tercera recesión. Se trata de una hipótesis extrema que no compartimos. Así, los datos del 4T sugieren que en el 3T la actividad probablemente habrá tocado fondo, como también parece haberlo hecho la inflación, que ha repuntado moderadamente en octubre. Además, si nos alejamos de perspectivas excesivamente cortoplacistas y situamos el foco en el largo plazo, se confirma que las distintas velocidades económicas son un rasgo predominante desde antes de la crisis y que se deben en gran medida a los esfuerzos de reforma estructural. Dos de los países que crecerán más en 2015 serán Alemania (que llevó a cabo sus reformas en la década de los 2000) y España (aunque seguramente quede mucho por hacer, sin duda es una de las economías más reformadoras de la eurozona desde el estallido de la crisis). En otro orden de cosas, cabe destacar que la publicación de las pruebas de estrés de la banca europea ha arrojado unos resultados positivos en términos generales, lo que debería servir para reducir las dudas recurrentes sobre la solvencia general del sistema bancario europeo.

La economía española alcanza su velocidad de crucero. Los datos de crecimiento económico confirman que la actividad tiende a desacelerarse de forma muy paulatina, pero también que mantiene un dinamismo que contrasta notablemente con el de sus vecinos (crecimiento del 0,5% intertrimestral en el 3T, solo una décima porcentual menos que en el 2T). A tenor de los primeros indicadores referidos al 4T, esta ligera moderación prosigue en el tramo final de 2014. En definitiva, parece que la economía española, tras el rebote de la actividad en el 2T, se ha situado en lo que puede ser su velocidad de crucero para los próximos trimestres. En este contexto de recuperación paulatina, uno de los riesgos más mencionados, el de la deflación, debería quedar progresivamente superado. Por el momento, el avance de inflación de octubre se sitúa en el -0,1%, una cifra que, siendo baja, ya es una décima mayor que la de la septiembre.

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	3,4	3,2	3,3	3,9	3,3	3,2	3,2	3,3	3,9	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	1,0	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	1,1	0,9	1,5
Francia	0,4	0,4	0,4	1,0	0,8	0,1	0,3	0,3	0,6	0,9
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	1,3	1,7	0,5	1,2	1,6	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	0,7	1,7	3,0	2,2	2,9	3,2	3,0	2,9	2,6	2,2
Países emergentes										
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
Indonesia	6,3	5,8	5,2	5,7	5,2	5,1	5,1	5,3	5,5	5,8
Brasil	1,0	2,5	0,3	1,3	1,9	-0,9	-0,1	0,2	0,4	1,4
México	4,0	1,1	2,5	3,6	1,9	1,6	3,1	3,5	3,5	3,6
Chile	5,4	4,1	2,1	3,4	2,4	1,9	1,9	2,0	2,7	3,2
Rusia	3,4	1,3	0,3	1,1	0,9	0,8	0,0	-0,3	0,7	0,8
Turquía	2,1	4,1	2,7	3,5	4,7	2,1	2,1	2,1	2,6	3,2
Polonia	2,1	1,6	3,0	3,2	3,5	3,3	2,7	2,6	2,7	3,0
Sudáfrica	2,5	1,9	1,7	2,5	1,8	1,1	1,9	1,9	2,5	2,7
INFLACIÓN										
Mundial¹	4,1	3,7	3,5	3,4	3,5	3,7	3,5	3,2	3,3	3,4
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,6	1,4	2,1	1,8	1,7	1,6	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	0,6	0,9	1,1
Italia	3,3	1,7	0,2	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,1	0,5	0,7
España	2,4	1,4	0,1	1,0	0,0	0,2	-0,3	0,3	0,6	0,9
Japón	0,0	0,4	2,9	2,0	1,5	3,6	3,3	3,2	3,4	1,2
Reino Unido	2,8	2,6	1,7	2,1	1,7	1,7	1,5	1,7	2,0	2,0
Países emergentes										
China	2,7	2,6	2,2	2,5	2,3	2,2	2,0	2,3	2,7	3,1
India ³	7,5	6,3	4,5	5,3	5,4	5,8	2,4	4,6	5,6	5,3
Indonesia	4,0	6,4	6,2	5,4	7,8	7,1	4,5	4,3	5,4	5,4
Brasil	5,4	6,2	6,3	5,7	5,8	6,4	6,6	6,5	6,0	5,8
México	4,1	3,8	3,9	3,4	4,2	3,6	4,1	3,9	3,6	3,4
Chile	3,0	2,1	4,1	3,3	3,2	4,5	4,7	4,0	3,5	3,4
Rusia	5,0	6,8	7,4	7,2	6,4	7,6	7,7	8,0	8,1	7,4
Turquía	8,9	7,5	8,9	6,9	8,0	9,4	9,2	8,8	7,3	6,9
Polonia	3,8	1,2	0,4	1,4	0,9	0,5	-0,1	0,4	0,8	1,5
Sudáfrica	5,7	5,8	6,1	5,0	5,9	6,5	5,9	6,3	4,4	4,9

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	2,3	2,2	1,9	1,6
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	0,1	-1,6	-0,2	1,1	-1,0	0,7	-2,6	-2,9
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	0,8	4,1	-1,2	1,2	1,4	1,7	3,3	4,1
Bienes de equipo	-3,9	2,3	9,1	7,4	11,0	8,7	8,4	8,2	7,4	7,4
Construcción	-9,7	-9,6	-4,0	2,3	-8,6	-3,4	-2,3	-1,7	2,1	1,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	1,4	1,3	0,7	1,8	1,4	1,7	1,2	1,0
Exportación de bienes y servicios	2,1	4,9	3,7	4,9	7,4	1,7	2,5	3,3	5,4	5,1
Importación de bienes y servicios	-5,7	0,4	4,5	4,0	8,6	3,9	2,1	3,2	3,7	3,4
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	1,3	1,7	0,5	1,2	1,6	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	24,5	23,1	25,9	24,5	23,7	23,9	24,0	22,8
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,1	1,0	0,0	0,2	-0,3	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	0,24	0,73	0,24	0,23	0,23	0,29	0,34	0,56
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,57	1,22	0,56	0,54	0,56	0,67	0,77	1,02
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,44	1,26	0,36	0,40	0,50	0,65	0,72	1,05
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,56	3,11	2,75	2,61	2,49	2,40	2,66	2,96
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	0,16	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	1,27	1,34	1,68	1,43	1,06	0,91	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	139,75	138,51	140,98	140,11	137,68	140,22	140,02	139,12
£/euro	0,81	0,85	0,81	0,85	0,83	0,82	0,80	0,79	0,78	0,78
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	102,11	92,37	107,74	109,65	103,38	87,66	89,60	91,77
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	76,43	73,99	78,61	79,96	78,02	68,66	70,92	73,22

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Tormenta de otoño

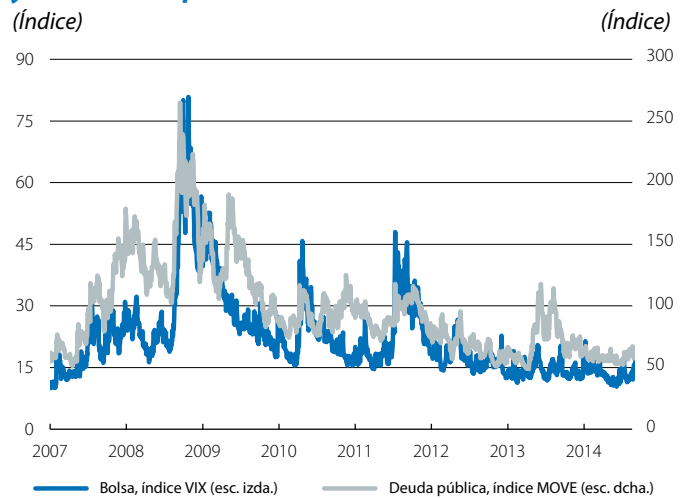
Octubre ha sido testigo de un brusco aumento de la volatilidad. El principal detonante fue el temor a una ralentización del crecimiento global y, en particular, la amenaza de una tercera recesión en la eurozona. Una racha de indicadores de coyuntura negativos durante la primera quincena del mes puso en guardia a los inversores. Las alertas lanzadas por el FMI sobre los riesgos económicos y los mensajes de los principales bancos centrales también contribuyeron en sentido desfavorable. Mientras la Reserva Federal (Fed) advertía del impacto del deterioro de la economía europea sobre el crecimiento de EE. UU., el BCE apenas aportaba detalles sobre el programa de compras de deuda privada. Ante este panorama, los inversores se refugiaron en activos seguros, en perjuicio de las bolsas y los bonos corporativos y emergentes. Afortunadamente, las turbulencias tendieron a remitir en el tramo final del mes. Es previsible que la volatilidad permanezca en niveles superiores a los observados durante la primavera y el verano, que sin duda resultaban anormalmente bajos. Los focos de tensión geopolítica latentes y la estrategia de comunicación de los bancos centrales son las principales fuentes potenciales de inestabilidad a corto plazo.

Con todo, las tendencias a medio y largo plazo siguen apuntando en sentido moderadamente positivo para los activos de riesgo, conforme se constata que la eurozona reanuda la senda de recuperación y el conjunto de la economía global avanza a ritmo satisfactorio. En este sentido, los elevados niveles de liquidez seguirán apoyando a esta dinámica favorable, aun teniendo en cuenta el fin de los estímulos monetarios en EE. UU. La intensificación de las compras de activos por parte del Banco de Japón hasta los 80 billones de yenes anuales (desde los 60-70 actuales) constituye un claro ejemplo de esta pauta.

La Fed, prudente pero optimista. Como se esperaba, el banco central norteamericano consumó el final del QE3. Esta decisión es coherente con su valoración favorable de las condiciones del mercado laboral (donde la infrautilización de los recursos laborales estaría «reduciéndose gradualmente») y con la perspectiva de expansión moderada pero sostenida de la actividad económica. Además, la Fed reconoce que la ausencia de presiones inflacionistas podría prolongarse unos meses. Basándose en esta apreciación y apelando al doble mandato de su política monetaria, el Comité Federal de Mercado Abierto comunicó su intención de mantener los tipos de interés oficiales en la franja actual durante un «periodo de tiempo considerable». No obstante, puntualizó que la evolución de los distintos indicadores de actividad y de inflación será lo que determine el ritmo de las futuras subidas de tipos. En este sentido, la institución también advirtió acerca de un posible ritmo de subidas más pronunciado de lo que ahora descuentan los agentes, en caso de que ambos tipos de variables se aproximen más rápido de lo esperado hacia los objetivos de la Fed.

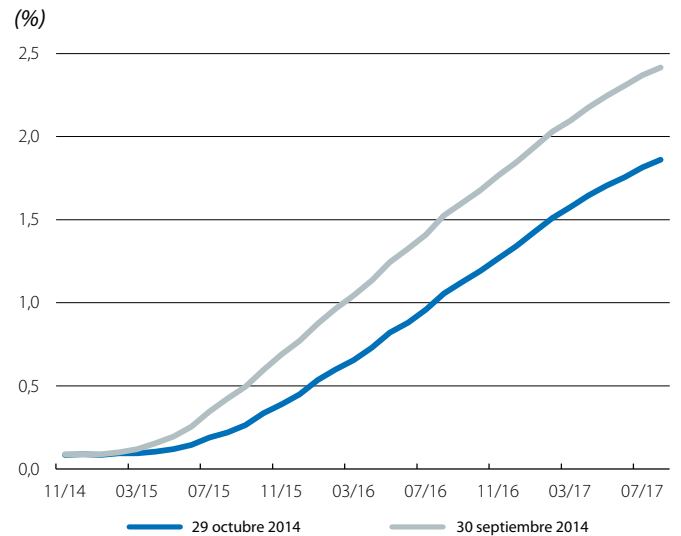
La efectividad de las medidas del BCE en tela de juicio. En la reunión de octubre, además de mantener los tipos de interés

EE. UU.: volatilidad implícita de la bolsa y de la deuda pública



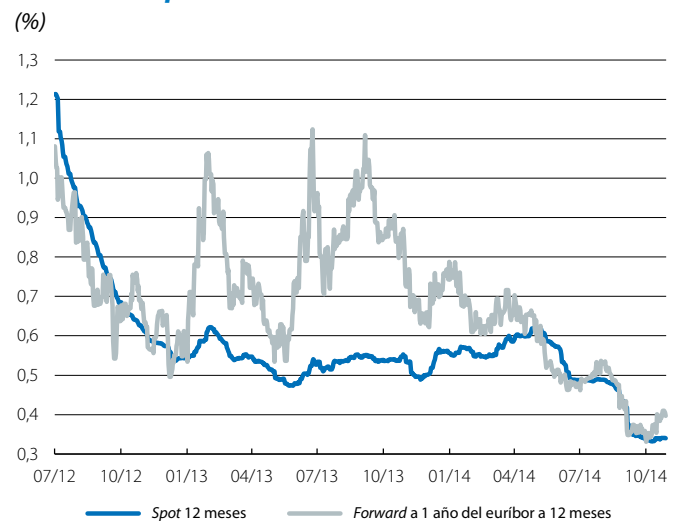
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: forwards del tipo oficial de la Fed



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

Eurozona: tipos de interés euríbor



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

oficiales sin cambios, el Consejo de Gobierno del BCE comunicó los detalles operativos de los programas de compras de titulizaciones (ABSPP) y de cédulas hipotecarias (CBPP3). Asimismo, y en un intento de transmitir tranquilidad a los mercados financieros, Draghi insistió en que la suma de ambos programas, junto con los préstamos a los bancos a muy largo plazo (TLTRO), tendrán un «impacto significativo» sobre el balance de la entidad. Este proceso debería traducirse, en última instancia, en recuperación económica y aumento de la inflación. Si no se observaran mejoras al respecto, el BCE estudiaría el uso de medidas no convencionales adicionales. Cumpliendo con lo expuesto, la entidad ya ha iniciado la ronda de compras de *covered bonds* de varios países de la eurozona, y se espera que en noviembre haga lo mismo con los ABS. Sin embargo, numerosos inversores dudan de la efectividad de las medidas adoptadas hasta el momento y contemplan que el BCE se decante, finalmente, por ampliar la compra de activos financieros (incluyendo, por ejemplo, los bonos corporativos).

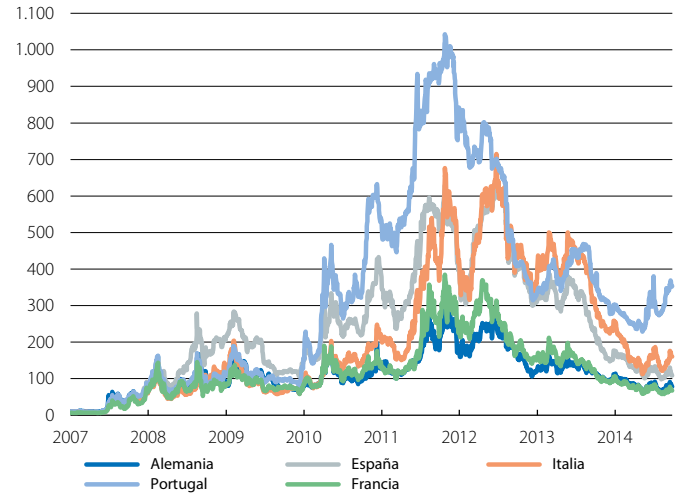
Entre tanto, la banca europea supera las pruebas de resistencia del BCE. De las 130 entidades analizadas, solo 25 no superarán el listón. Estas están concentradas principalmente en Italia, Grecia y Chipre, y presentan un déficit de capital conjunto de casi 25.000 millones de euros, una cifra que se reduce hasta los 9.500 millones de euros si consideramos las medidas de capitalización ya llevadas a cabo en 2014. Aunque, en algunos casos, el castigo en los mercados bursátiles ha sido significativo, el tenue impacto observado en el conjunto de las primas de riesgo bancarias señalaría que este test ha contribuido, como cabía esperar, a despejar la incertidumbre sobre el sistema bancario europeo. Todo ello debe permitir al BCE iniciar con buen pie su nueva función como supervisor bancario único a partir del 4 de noviembre.

Los treasuries encogen (aún más) sus rentabilidades. En las primeras semanas de octubre, el aumento de la aversión al riesgo y la volatilidad financiera derivaron en una reorientación de los inversores hacia activos de máxima calidad. Este es el caso de la deuda soberana estadounidense, cuya rentabilidad flexionó abruptamente a la baja para volver a cotas próximas a los mínimos históricos a lo largo de todos los tramos de la curva. No obstante, la suave tendencia alcista en las *yields* ya empezó a restablecerse a finales de mes, favorecida por los últimos anuncios de la Fed al calor del dinamismo del crecimiento económico en EE. UU.

La rentabilidad del bund, en mínimos históricos. Como en el caso de EE. UU., el episodio de *risk-off* también afectó a la deuda pública germana. El aumento de flujos de capitales en busca de refugio ha seguido presionando a la baja las tasas de rentabilidad, que se encuentran en terreno negativo en las referencias hasta tres años y claramente por debajo del 1% en el *bund* a 10 años. A este proceso también han contribuido las dudas en torno a la efectividad de las compras de activos financieros del BCE para evitar la amenaza deflacionista. También es revelador el dato, publicado por la autoridad monetaria, de que en septiembre los bancos europeos alcanzaron un nuevo máximo de

Eurozona: primas CDS del sector bancario

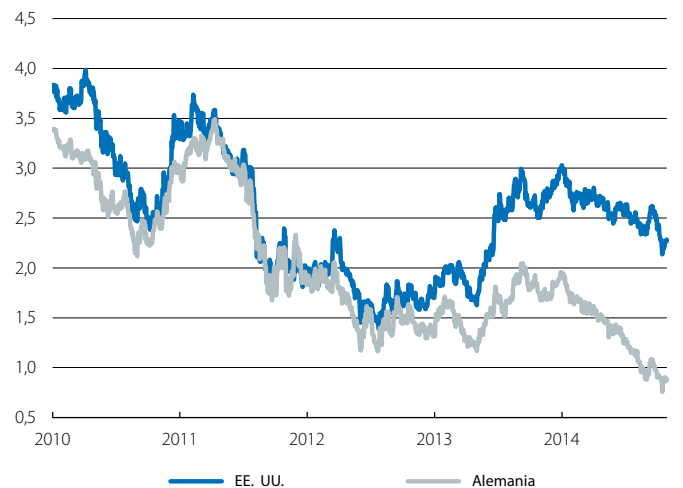
(p. b.)



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

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

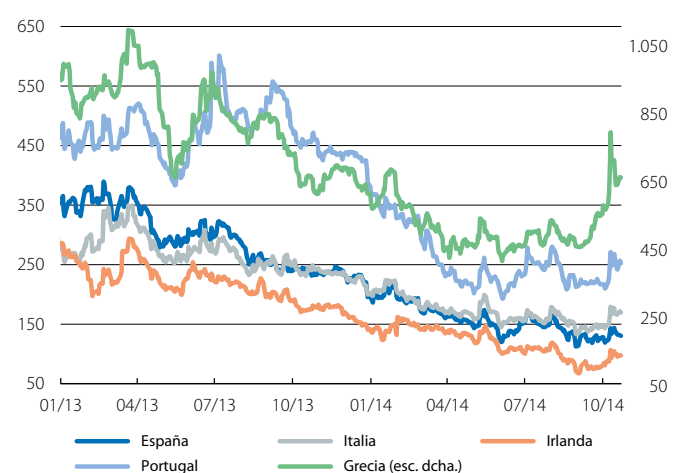
(%)



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

Eurozona: spreads de la deuda pública a 10 años *

(p. b.)



Nota: * Diferencia respecto al bund alemán.

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

tenencias de deuda soberana de la región (un total de 1,84 billones de euros).

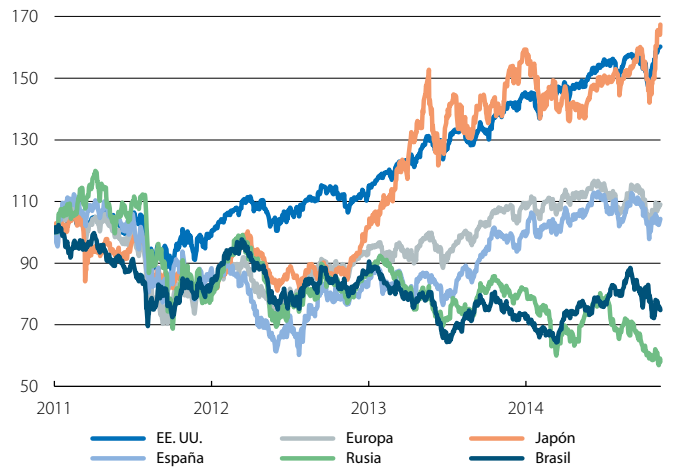
España, a la cabeza de la periferia. En el contexto de turbulencias de octubre, las *yields* soberanas de la periferia experimentaron una subida muy contenida en conjunto. Además, ha sido una fase en la que las diferencias entre países se han acentuado. Por un lado, la satisfactoria revisión del *rating* de España, el aprobado de la banca española en las pruebas de estrés del BCE y la mejora de la economía han favorecido a la deuda española. Por otro, las desviaciones presupuestarias en Italia y la delicada situación de algunos de sus bancos, junto con la amenaza de Grecia de abandonar el plan de rescate, han provocado el aumento de las primas de riesgo de ambos países.

Repliegue intenso en las bolsas internacionales. El retorno de la volatilidad ha materializado el riesgo de correcciones en los mercados bursátiles que planeaba desde hacía meses. El detonante del ajuste fue el deterioro de las expectativas de crecimiento económico globales, argumento suficiente para acabar con la elevada complacencia de los inversores. En un breve espacio de tiempo, los signos de sobrecompra se han desvanecido e incluso aparecen indicadores de sobreventa en algunos mercados, como por ejemplo en los europeos. Otro de los aspectos que ha centrado la atención de los inversores ha sido el comienzo de la publicación de los resultados empresariales del 3T. Hasta el momento, las noticias son esperanzadoras. En EE. UU., los beneficios de las compañías del S&P 500 están superando ampliamente las estimaciones de los analistas, lo que ha apoyado a la bolsa norteamericana, que a finales de mes ya consiguió recuperar buena parte de las pérdidas. En la eurozona, las empresas están anunciando unos beneficios más ajustados como consecuencia de un entorno económico más débil y de aspectos puntuales como el veto de las exportaciones a Rusia. Por lo que respecta a los emergentes, y a diferencia de lo ocurrido en otras ocasiones, el repunte de la inestabilidad en octubre no se ha traducido en un deterioro extra del entorno financiero. Mención aparte merece el caso de Brasil, donde el proceso que ha llevado a la reelección de Dilma Rousseff como presidenta del país ha sido fuente específica de volatilidad.

El dólar mantiene el pulso frente a la caída del precio del crudo. La volatilidad de los mercados de divisas también se ha incrementado como reflejo de las divergencias existentes en las estrategias monetarias de las principales economías. Aunque el dólar es la moneda que más se ha apreciado desde el verano, las dudas sobre el ritmo de la normalización de la política monetaria en EE. UU. han supuesto un ligero freno a su escalada frente al euro y el yen. Entre tanto, el precio del barril de petróleo ha perdido la referencia de los 90 dólares, por la intensificación del exceso de oferta.

Evolución de las principales bolsas internacionales

(Enero 2011 = 100)

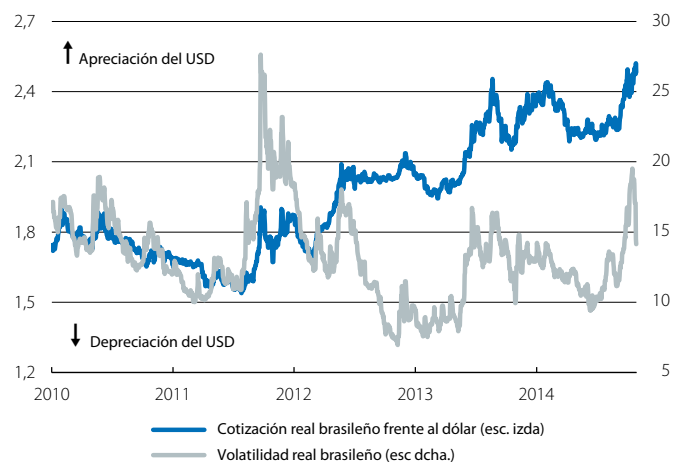


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Brasil: cotización y volatilidad del real brasileño

(Reales por dólar)

(Valor)

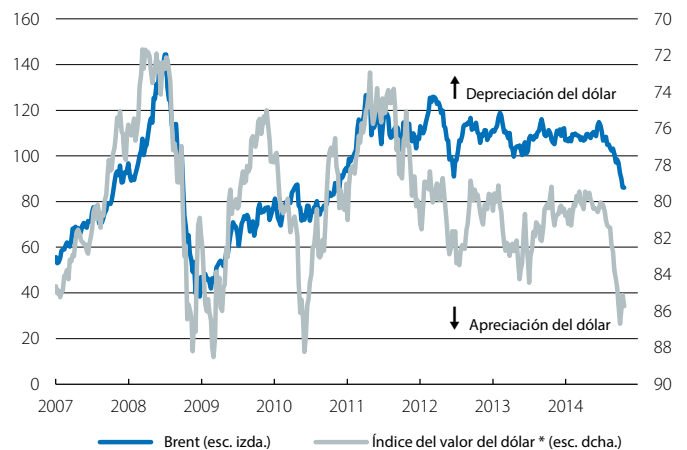


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio del petróleo Brent e índice de valor del dólar

(Dólares por barril)

(Índice, valores invertidos)



Nota: * Frente a una cesta amplia de divisas.

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

FOCUS · Sacudida en el mercado de petróleo: confluencia de factores

El precio del petróleo vuelve a cobrar protagonismo. Esta vez para alegría de los países importadores: la cotización del barril Brent ha acumulado un vertiginoso descenso del 25% entre julio y octubre, hasta situarse en los 84 dólares por barril, niveles no observados desde el año 2010. Ha sido un final abrupto de la larga etapa de estabilidad imperante desde mediados de 2012. Diversos factores han contribuido al desplome, unos de corto plazo y otros de carácter estructural; unos relativos a la oferta y otros a la demanda. Esta complejidad dificulta discernir la influencia de cada uno de ellos, así como realizar pronósticos contundentes. Sin embargo, algunas cuestiones se perfilan con cierta claridad.

A corto y a medio plazo sobresalen los factores de demanda. El enfriamiento de las expectativas de crecimiento globales, de la mano de las sorpresas negativas de la eurozona y algunos países emergentes, ha provocado una rebaja generalizada de las previsiones de consumo global de materias primas, y entre ellas, lógicamente, el petróleo. Sin ir más lejos, desde el pasado mes de junio la International Energy Agency (IEA) ha recortado el crecimiento previsto de la demanda mundial de crudo para 2014 desde 1,3 Mb/d hasta 0,7 Mb/d. Estas nuevas expectativas han modificado los comportamientos de los agentes que operan sobre el petróleo y no solo de los demandantes finales. En efecto, también los operadores de carácter «pseudofinanciero» en los mercados de derivados del crudo han dejado su huella: el cierre apresurado del elevado número de posiciones especulativas largas que detentaban a inicio del verano ha contribuido a reforzar la presión bajista sobre la cotización (en un contexto general de *risk off*). Mientras tanto, los desarrollos en el lado de la oferta han hecho poco por frenar el proceso. Destaca la reticencia a recortar producción por parte de Arabia Saudí (el mayor extractor de los países de la OPEP, con un tercio del total). Posiblemente esto obedece a una estrategia orientada a defender cuota de mercado ahora que EE. UU. reduce importaciones e incluso se plantea exportar hidrocarburos procedentes de la revolución *shale*. A ello hay que añadir el renovado dinamismo productor de países como Libia, Irán o Irak. Y también en el lado de la oferta ha incidido un factor financiero: la apreciación del dólar, que permite a los países exportadores mantener ingresos aun cuando descienda la cotización en dólares.

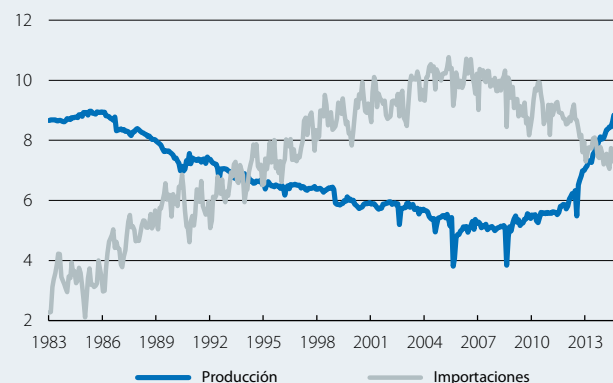
Hemos asistido, en suma, a una confluencia poco habitual de fuerzas bajistas presionando al unísono sobre el precio del crudo. Algunas irán agotándose progresivamente y luego cambiarán de sentido. Dos resultarán cruciales: la desaparición del miedo a una recesión en la eurozona con repercusiones globales, y el mantenimiento de ritmos de expansión razonablemente elevados en países emergentes grandes como China y la India. En paralelo, los dos factores financieros señalados también dejarán de ser un lastre tan pesado. Además, es previsible que la OPEP acabe,

más pronto que tarde, acordando actuaciones para atajar la caída del precio. Como resultado, prevemos que el barril Brent recupere durante el año que viene cotas próximas a los 100 dólares y las supere ligeramente en 2016.

Sin embargo, la perspectiva a largo plazo está sujeta a una mayor incertidumbre debido a la irrupción y creciente relevancia del factor tecnológico. El mencionado auge en EE. UU. y otros países del *shale oil* (mediante las técnicas extractivas de *fracking*) y de las *tar sands* en Canadá son sus paradigmas. De hecho, según un informe de la IEA, EE. UU. podría convertirse en el primer productor mundial de petróleo a partir de 2017. Este perfeccionamiento de las técnicas de extracción, como también ocurre con las de almacenaje y distribución, está conduciendo a una oferta más abundante y flexible, lo que significa prolongar una fuerza bajista sobre el precio. La incógnita son las implicaciones de estos cambios tecnológicos en el devenir del mercado petrolero.

Producción e importaciones de petróleo en EE. UU.

(Millones de barriles diarios)

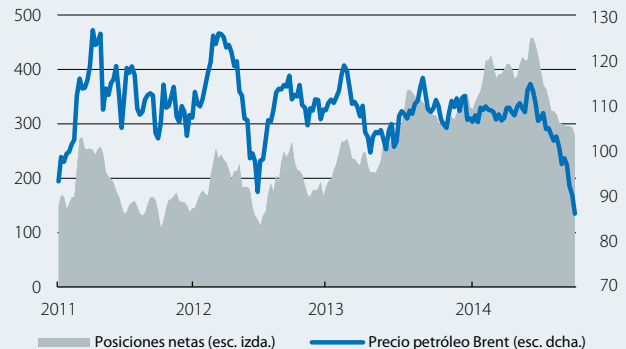


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y la EIA.

Posiciones especulativas netas sobre el petróleo *

(Miles de contratos)

(Dólares)



Nota: * Contratos de futuros sobre el petróleo (diferencia entre número de contratos alcistas y bajistas).

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

FOCUS · Estabilidad financiera global: en manos del crecimiento

Durante las últimas semanas, el riesgo de inestabilidad en los mercados financieros internacionales ha vuelto a cobrar protagonismo. En primer lugar, una racha de sorpresas negativas en los indicadores de coyuntura de la eurozona y algunos países emergentes despertaron el temor a una desaceleración económica global, lo que provocó caídas rápidas de las bolsas y otros activos con riesgo. En segundo lugar y justo coincidiendo con el inicio de las turbulencias, una voz tan autorizada como la del FMI lanzaba advertencias sobre el sobrecalentamiento en el precio de algunos activos financieros, cuyo origen estaría en la abundante liquidez proporcionada por las políticas monetarias de los últimos años. Ambos aspectos están íntimamente relacionados: «estabilidad financiera», «crecimiento económico» y «liquidez» configuran un trinomio de interacciones complejas y resultados finales inciertos. Si el crecimiento responde, entonces los riesgos sobre la estabilidad financiera estarán acotados y serán manejables. En caso contrario, habría, efectivamente, motivos serios para preocuparse en el actual contexto de extrema laxitud monetaria.

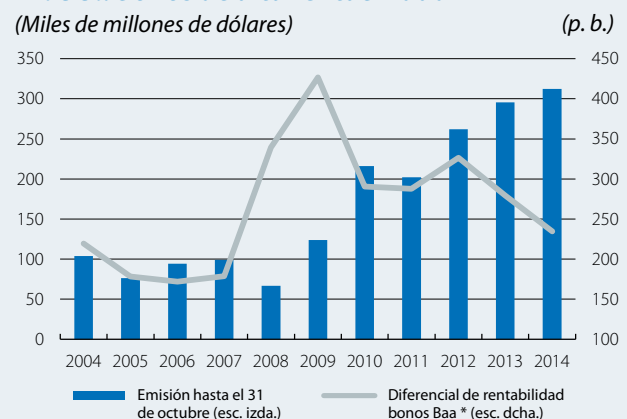
El FMI examina con detalle esta cuestión en su informe semestral sobre la estabilidad financiera global (GFSR, por sus siglas en inglés). La impresión final dominante es que se muestra algo más preocupado que en ocasiones anteriores. Según el FMI, la vulnerabilidad financiera global se ha visto acentuada por dos factores. El primero es la reducción continuada de la aversión al riesgo de los inversores. Según diversas métricas, a mediados de año se había vuelto a situar en la zona de mínimos previa a la crisis de 2007. No es de extrañar. Los niveles tan reducidos de los tipos de interés y de la volatilidad, resultantes de la laxitud de la política monetaria, han estimulado la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, materializándose en la compra de activos de mayor riesgo como las acciones y los bonos corporativos. Ello ha favorecido el aumento del precio de estos activos y el estrechamiento de los diferenciales de rentabilidad con respecto a otros más seguros. Un claro ejemplo es la revalorización del mercado bursátil de EE. UU. desde finales de 2012, que, según las estimaciones del FMI, se explica prácticamente en la mitad por la caída de la prima de riesgo bursátil. El FMI documenta que la mayor asunción de riesgos financieros está siendo generalizada, tanto geográficamente como en lo que respecta a las clases de activos implicadas. Sin negar esta evidencia, el riesgo de burbujas especulativas es, en nuestra opinión, todavía acotado y se centra, principalmente, en los mercados de bonos corporativos. En concreto, las elevadas cotizaciones de los bonos de alta rentabilidad (*high yield*) estadounidenses y los elevados volúmenes de emisión registrados durante los últimos meses en estos mercados son claros síntomas de su sobrecalentamiento.

Otro aspecto, que suele recibir menos atención pero que acertadamente el FMI señala como un segundo factor que

puede socavar la estabilidad financiera global, es la minusvaloración del riesgo de liquidez de mercado, entendido como las posibles dificultades para encontrar contrapartidas con las que cerrar operaciones a gran escala de manera ágil y eficiente (un concepto diferente de la liquidez monetaria o de financiación antes comentada). Este mayor riesgo de liquidez de mercado se deriva, en buena medida, de algunos cambios estructurales acontecidos en el marco institucional. En particular, la progresiva adopción de la nueva regulación bancaria ha provocado, además de una mejora deseada de la fortaleza de dicho sector, la reducción de su presencia (como inversores y como *market makers*) en mercados de activos con riesgo crediticio elevado y liquidez baja. Esto significa efectivamente una merma de la amplitud y de la profundidad potenciales de dichos mercados. En contraposición, el peso del sector no bancario ha aumentado significativamente. También en esta dimensión el principal foco de preocupación es el mercado estadounidense de bonos corporativos (y bonos extranjeros), dado que las familias ya detentan, directa o indirectamente, un 30% del total (frente al 25% en 2010). Las consecuencias de este cambio de naturaleza de los participantes en el mercado de bonos corporativos no son nimias: más volatilidad y mayor probabilidad de que se activen mecanismos perniciosos de amplificación y retroalimentación de pequeñas caídas iniciales.

Con todo, a nuestro entender, los riesgos sobre la estabilidad financiera son limitados: la recuperación gradual de la economía acabará tomando, más pronto que tarde, el relevo de la liquidez como apoyo de los mercados financieros. Mientras tanto, un uso acertado de políticas macroprudenciales será suficiente para atenuar el sobrecalentamiento que pueda aparecer en algunos mercados localizados. Sin embargo, los acontecimientos de las últimas semanas nos recuerdan los riesgos que podría entrañar para la estabilidad financiera una desviación de este escenario.

EE. UU.: bonos de alta rentabilidad



Nota: * Calculado respecto a la rentabilidad de los bonos a 10 años estadounidenses, promedio de los 10 primeros meses del año.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,05	0,05	0	-20,0	-45,0
Euríbor 3 meses	0,09	0,08	0	-20,1	-14,4
Euríbor 12 meses	0,34	0,34	0	-21,6	-20,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,06	-0,06	0	-24,3	-13,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,06	-0,08	2	-27,3	-17,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,84	0,95	-11	-108,9	-83,4
Deuda pública a 10 años (España)	2,08	2,14	-6	-207,1	-195,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	124	119	4	-98,7	-112,3
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,24	-1	-1,6	-1,2
Líbor 12 meses	0,55	0,58	-3	-3,3	-5,3
Deuda pública a 1 año	0,09	0,10	-1	-2,2	-0,1
Deuda pública a 2 años	0,49	0,57	-8	11,0	18,5
Deuda pública a 10 años	2,34	2,49	-15	-68,8	-21,4

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	65	63	3	-5,2	-18,2
Itraxx Financiero Sénior	67	64	4	-19,8	-50,3
Itraxx Financiero Subordinado	155	92	62	25,8	-24,4

Tipos de cambio

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,253	1,263	-0,8	-8,9	-7,8
€/euro	140,680	138,490	1,6	-2,8	5,3
£/euro	0,783	0,779	0,5	-5,7	-7,6
¥/\$	112,320	109,650	2,4	6,7	14,2

Materias primas

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	458,9	473,4	-3,1	0,6	0,4
Brent (\$/barril)	84,8	93,2	-9,0	-23,5	-22,1
Oro (\$/onza)	1.173,5	1.208,2	-2,9	-2,7	-11,3

Renta variable

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	2.018,1	1.972,3	2,3	9,2	14,9
Eurostoxx 50	3.113,3	3.225,9	-3,5	0,1	1,5
Ibex 35	10.477,8	10.825,5	-3,2	5,7	5,8
Nikkei 225	16.413,8	16.173,5	1,5	0,8	14,6
MSCI emergentes	1.016,1	1.005,3	1,1	1,3	-1,8
Nasdaq	4.630,7	4.493,4	3,1	10,9	18,1

COYUNTURA · EE. UU. y China lideran la recuperación

El FMI rebaja ligeramente las previsiones de crecimiento mundial. En su informe de otoño sobre perspectivas globales, el organismo internacional prevé un crecimiento para la economía mundial del 3,3% en 2014 y del 3,8% en 2015, una y dos décimas por debajo de la previsión de julio, respectivamente. Aunque es una revisión a la baja, el FMI todavía sigue dibujando un escenario de aceleración gradual. El retoque es consecuencia de un empeoramiento de las perspectivas para la eurozona, Japón y Brasil. No son suficientes para contrarrestarlo ni la mejora del pronóstico para EE. UU. y la India ni la permanencia del pronóstico para China en cotas elevadas. Asimismo, el FMI subraya el aumento de la disparidad entre países y alerta de la intensificación de los riesgos bajistas. Entre estos últimos destacan la amenaza de la deflación en la eurozona, las tensiones geopolíticas, las secuelas de posibles excesos financieros y los efectos de la normalización monetaria en EE. UU.

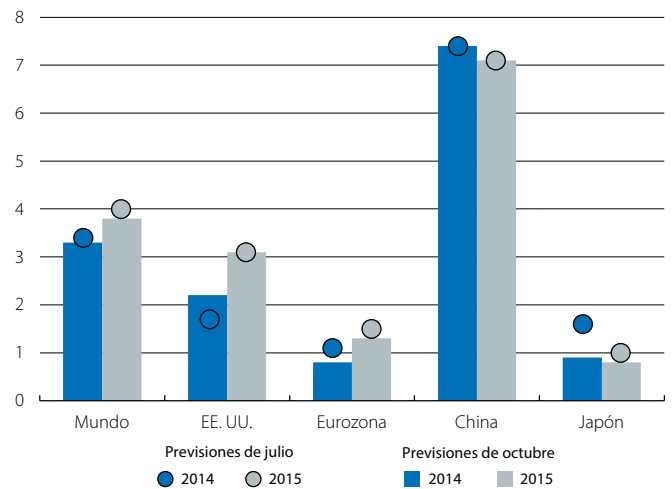
ESTADOS UNIDOS

El PIB de EE. UU. en el 3T sigue siendo robusto, lo que respalda la mejora de las previsiones del FMI para el país. El PIB creció un significativo 0,9% intertrimestral (2,3% interanual). Aunque pueda parecer una desaceleración con respecto al 2T (1,1% intertrimestral), debemos recordar que buena parte de la fortaleza de la primavera obedeció a un mero efecto rebote después de la caída del PIB en el 1T (a su vez ocasionado por el temporal de invierno). La buena cifra del verano no es ya un rebote, sino indicativa de que la economía norteamericana está alcanzando velocidad de crucero. El avance se sitúa en línea con nuestro escenario, por lo que mantenemos un crecimiento del 2,2% para 2014. Con todo, destaca que el consumo privado y la inversión, a pesar de seguir siendo elementos clave para el crecimiento, se hayan desacelerado con respecto al trimestre anterior. Por el contrario, ha sorprendido el fuerte impulso que ha supuesto el gasto público y la contribución positiva del sector exterior.

Otros indicadores de actividad confirman la buena marcha de la economía estadounidense. Según el estudio de campo que elabora regularmente la Reserva Federal (*Beige Book*), la actividad económica continúa creciendo a buen ritmo. Los índices de sentimiento empresarial y del consumidor siguen avalando una mejora económica significativa. Así, el ISM de manufacturas de septiembre se situó en los 56,6 puntos, algo por debajo del registro de agosto, pero claramente por encima de la frontera de los 50 puntos (límite que separa la expansión de la recesión). Su homólogo en servicios también descendió moderadamente, hasta los 58,6 puntos, aunque también en zona expansiva. Por su parte, el índice de confianza del consumidor del *Conference Board* de octubre escaló hasta los 94,5 puntos, el máximo de los últimos siete años, respaldado por una mejora de las expectativas. Por último, el índice de producción indus-

FMI: previsiones de crecimiento para 2014 y 2015

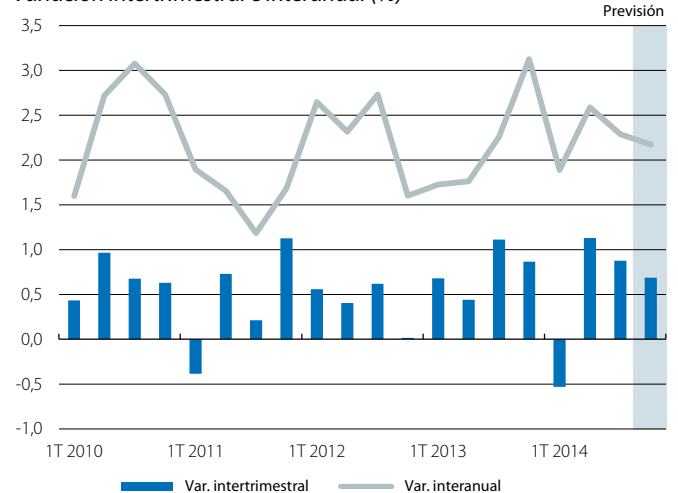
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

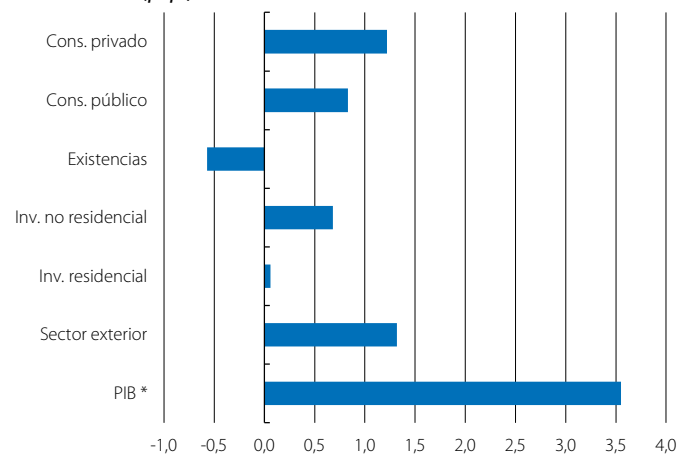
Variación intertrimestral e interanual (%)



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

EE. UU.: PIB por componentes de demanda

Contribución al crecimiento intertrimestral anualizado del PIB del 3T (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral anualizada.

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

trial de septiembre también sorprendió al alza y aceleró hasta el 4,3% interanual desde el 4,0% de agosto.

El mercado laboral sigue mostrándose vigoroso, mientras que el inmobiliario continúa sin desplegar la pujanza esperada. En concreto, en septiembre se crearon 248.000 puestos de trabajo, de nuevo por encima del umbral de los 200.000, indicativo de un mercado fuerte. Por su parte, la tasa de paro descendió dos décimas hasta el 5,9%, mientras que la tasa de actividad se mantuvo prácticamente plana en el 62,7%. Este estancamiento de la tasa de actividad vendría a matizar los buenos datos de la tasa de paro, pues una parte de esta mejora se explica por la contracción de la fuerza laboral. Por otro lado, los últimos datos sobre el mercado inmobiliario siguen mostrando que, si bien la recuperación del sector prosigue, su evolución queda lejos de los pronósticos que situaban dicha mejora como un elemento clave de la expansión estadounidense. En particular, el índice Case-Shiller de precios para 20 áreas metropolitanas se desaceleró de nuevo en agosto hasta el 5,6% interanual (6,7% en julio). En positivo, las ventas tanto de viviendas nuevas como de segunda mano avanzaron en septiembre respecto al registro de agosto (0,2% y 2,4%, respectivamente).

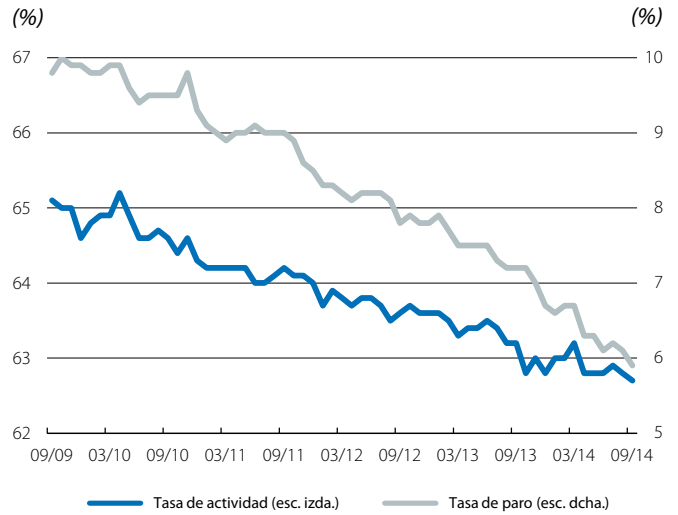
La Fed finaliza el programa de compra de activos en un entorno de precios estable. A pesar de la evolución firme de la actividad estadounidense, la inflación sigue estando contenida. En particular, el IPC de septiembre aumentó un 1,7% interanual, igualando el registro de agosto. El nuevo descenso del precio de los carburantes se compensó por el incremento del precio de los alimentos y los alquileres. Por su parte, el índice subyacente (sin alimentos ni energía) también repitió en el 1,7%. En este contexto de inflación por debajo del objetivo, la Fed ha anunciado la finalización del programa de compra de activos pero ha reiterado la intención de mantener los tipos de interés bajos durante un «periodo de tiempo considerable».

JAPÓN

Los riesgos a la baja impulsan al Banco Central de Japón a ampliar su programa de estímulo monetario. La recuperación de la economía nipona parece estancada por la debilidad del consumo privado, que sigue acusando los efectos de la subida del IVA del pasado 1 de abril (del 5% al 8%). En este sentido, la confianza del consumidor volvió a descender en septiembre, hasta los 39,9 puntos, el mínimo desde mayo. Por su parte, los precios tampoco mostraron el vigor esperado y en septiembre se quedaron planos con respecto al registro de agosto (3,3% interanual, 1,3% descontando el efecto del IVA). Por todo ello, el Banco Central de Japón, sorprendiendo a la mayoría de analistas, ha decidido aumentar el importe de las compras de activos financieros que viene realizando desde abril de 2013.

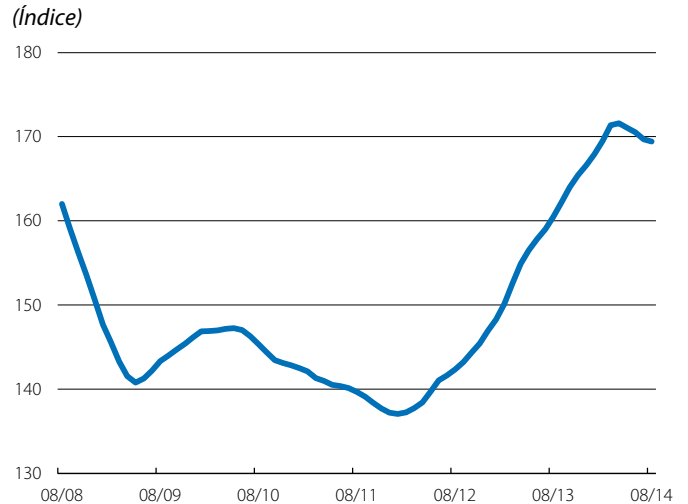
El contrapunto positivo está en la industria. La producción industrial recuperó en septiembre lo que había perdido en agosto, aunque el índice sigue por debajo del nivel de inicios de año. En la misma línea, el índice de sentimiento empresarial Tankan del 3T registró una mejora en las rúbricas de manufacturas, las

EE. UU.: mercado laboral



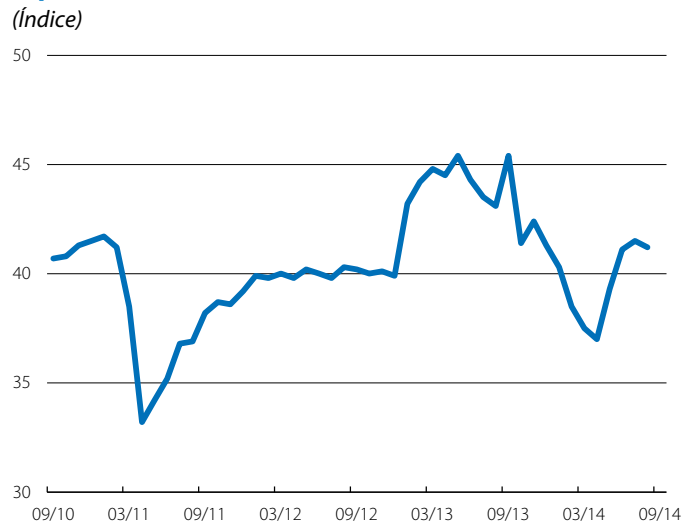
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Dept. de Trabajo.

EE. UU.: precio de la vivienda



Nota: Índice Case-Shiller, 20 áreas metropolitanas. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Standard & Poor's.

Japón: confianza del consumidor



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

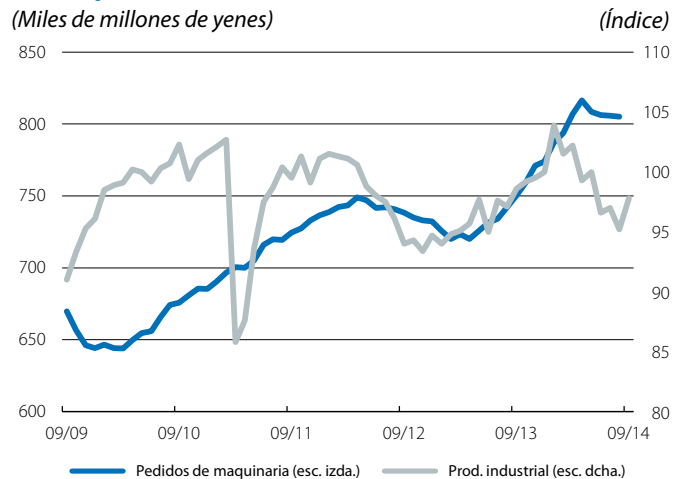
ventas de maquinaria crecieron en septiembre por tercer mes consecutivo y las exportaciones de septiembre repuntaron, después de la apatía de agosto. Este contraste entre un tipo de indicadores y otros ilustra las dificultades que afronta el *Abenomics* para poner en marcha una expansión completa y sostenible de la economía nipona, máxime cuando la determinación que se observa en el pilar monetario no se ve acompañada con el mismo ímpetu por los pilares fiscal y de reformas estructurales.

EMERGENTES

El PIB de China en el 3T aleja los temores a un aterrizaje brusco. El PIB del gigante asiático avanzó un significativo 7,3% interanual en el 3T de 2014, en línea con nuestras previsiones, pero sorprendiendo positivamente al consenso de los analistas. El buen tono de los últimos indicadores de actividad sugiere que el crecimiento continúa siendo sólido en el 4T. En particular, el índice PMI de octubre elaborado por Markit subió ligeramente, hasta los 50,4 puntos (50,2 en septiembre). Por su parte, el índice de producción industrial avanzó hasta el 8,0% interanual en septiembre, desde un modesto 6,9% en agosto. Mantenemos, por tanto, la previsión para el conjunto de 2014 en el 7,5%, en línea con la estimación del FMI (7,4%). Con todo, a corto plazo, algunos de los riesgos de los que adolece el país todavía están lejos de disiparse. Así, en el ámbito inmobiliario, 69 de las 70 ciudades que analiza la oficina nacional de estadística china reportaron bajadas en el precio de la vivienda en septiembre. Una situación que contrasta con las 65 ciudades que reportaban subidas a finales de 2013. A largo plazo, el reto consiste en materializar las reformas hacia una economía de «más mercado» que facilite una suave transición hacia el nuevo modelo de crecimiento. En este sentido, el cuarto plenario del Comité Central del Partido Comunista, reunido a finales de octubre, abordó cuestiones relativas a la mejora del Estado de derecho en el país.

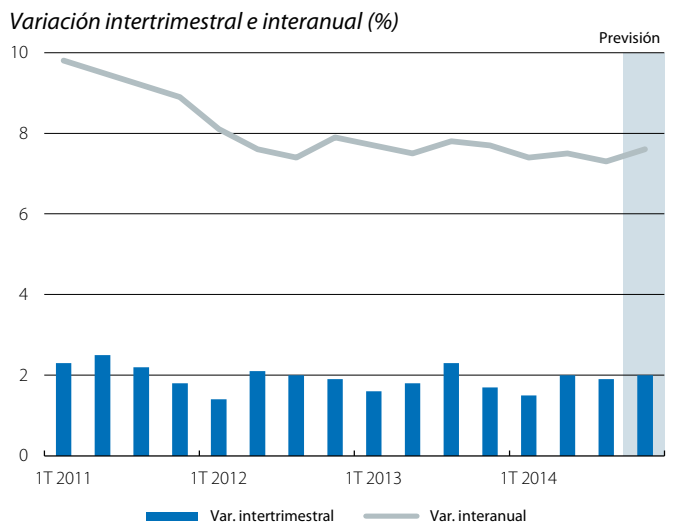
En el resto de emergentes las disparidades siguen siendo la tónica. Así, la India, con registros significativos en sus tasas de crecimiento y mejoras importantes en la corrección de sus desequilibrios, contrasta con Brasil y Turquía, cuyos avances en el PIB del 2T han decepcionado y cuyo margen para políticas expansivas es limitado, habida cuenta de sus tensiones inflacionistas (entre otros problemas). Los precios mayoristas en la India crecieron un 2,4% interanual en septiembre, muy por debajo del 6,4% de finales de 2013. En cambio, la preocupante evolución de la inflación en Brasil, junto a la debilidad del real, ha empujado al Banco Central de Brasil a subir el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el 11,25%. Esto supone una clara señal de advertencia al Gobierno de la reelegida Dilma Rouseff sobre la necesidad de abordar, con determinación y sin demoras, la corrección de desequilibrios y las reformas estructurales que el país necesita.

Japón: producción industrial y pedidos de maquinaria *



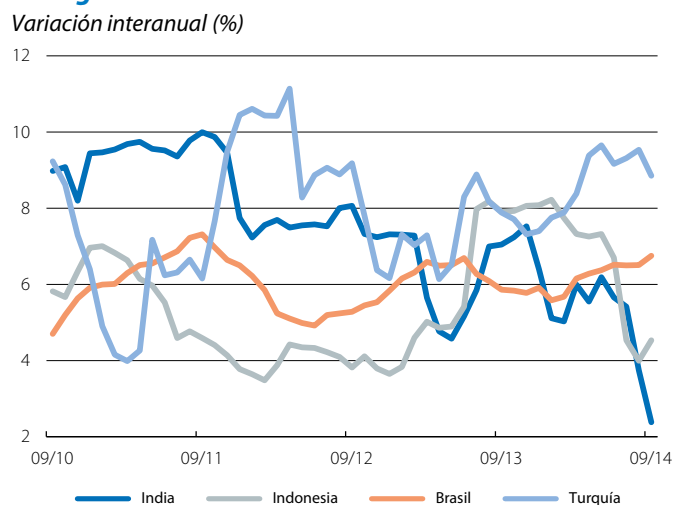
Nota: * Pedidos de maquinaria, media móvil de 12 meses.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

China: PIB



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

Emergentes: IPC



Nota: En el caso de la India se ha usado el índice de precios al por mayor.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas estadísticas nacionales.

FOCUS · La corrección de los desequilibrios externos globales: ¿una historia duradera?

Durante los años anteriores al estallido de la gran crisis económica, el acrecentamiento de los desequilibrios por cuenta corriente globales fue motivo de preocupación por los riesgos a nivel mundial de una posible corrección brusca y desordenada. Casi diez años después, la sustancial disminución de dichos desequilibrios podría hacernos pensar que el problema se ha resuelto. Sin embargo, lejos de solucionarse, lo que ha ocurrido es que el debate ha cambiado de forma y, a día de hoy, gira alrededor de la temporalidad de la fuerte corrección exterior. En otras palabras, una vez la recuperación vaya ganando fuerza y se extienda, ¿volverán los desequilibrios externos al punto de partida? O, por el contrario, ¿su corrección será duradera? Ante esta nueva discusión, el FMI, en su más reciente informe sobre perspectivas globales (WEO, por sus siglas en inglés), aporta interesantes reflexiones.

A grandes rasgos, la suma de desequilibrios externos (que suman superávits y déficits en valor absoluto) ha pasado de representar el 5,3% del PIB mundial en 2006 al 3,4% en 2013. Más allá de la evidente reducción de magnitud, destaca la menor concentración de los déficits en unas pocas economías. Así, mientras que en 2006 los cinco países más deficitarios poseían el 80% del déficit total, en 2013, el top 5 de países deficitarios representaba menos del 65%. A nivel país, EE. UU. se erige como el gran protagonista de la fuerte corrección exterior. No en vano fue, y sigue siendo, el país con el mayor déficit por cuenta corriente en términos absolutos. En concreto, entre 2006 y 2013, la economía estadounidense redujo a la mitad su déficit (de 807.000 a 400.000 millones de dólares, del 1,6% al 0,54% del PIB mundial). Al otro lado del espectro, China, la mayor economía superavitaria en 2006, también hizo lo propio al recortar a casi la mitad su balance positivo en términos de PIB mundial (del 0,46% del PIB mundial al 0,25%), lo que la llevó a ocupar la segunda posición en el frente de los superávits, por detrás de Alemania, que apenas se ha movido en términos exteriores. Por último, Japón, también en el lado de los grandes superávits en 2006, en noviembre de 2013 pasó a mostrar un déficit por cuenta corriente por primera vez desde 1980.

El FMI ha tratado de averiguar la naturaleza de la corrección para poder discernir su posible grado de reversión futura. Para ello, ha indagado sobre dos vías (no excluyentes) que podrían explicar la corrección externa: la caída de la demanda interna, especialmente pronunciada en algunos países, y cambios en la composición de la demanda.¹ Así, mientras una mayor relevancia de la primera vía *a priori* implicaría una vuelta al pasado en la magnitud de los desequilibrios exteriores (por tratarse de un fenómeno esencialmente temporal o coyuntural), lo contrario ocurriría si la segunda vía fuera la más prominente. Sin lugar a dudas, la disminución de la demanda interna de los países deficitarios ha tenido un papel importante en la corrección de su déficit exterior, pero también existen varios factores estructurales

1. Cambios en la estructura productiva de un país también pueden modificar los desequilibrios externos.

que hacen pensar que una parte sustancial de la corrección permanecerá a largo plazo. Los principales son: (i) la disminución del PIB potencial en algunas grandes economías deficitarias; (ii) la reducción (a nivel mundial) de políticas que alentaban distorsiones exteriores significativas; y (iii) choques energéticos en EE. UU. y en Japón. Sin lugar a dudas, la dureza de la crisis ha causado daños permanentes sobre el potencial de avance de numerosos países, por lo que, cuando estas economías se recuperen y pasen a funcionar a capacidad completa, sus tasas de crecimiento se situarán por debajo de las tasas del pasado y, en consecuencia, también sus desequilibrios externos serán menores.

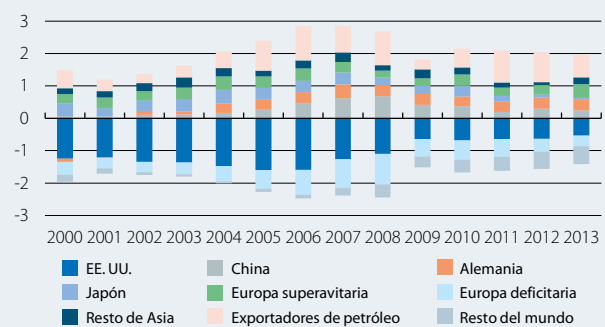
Cabe destacar, asimismo, que durante el periodo analizado, ya sea como resultado del carácter de la crisis o bien en paralelo a ella, algunas de las prácticas que generaban distorsiones sobre los balances externos se han disipado. Entre ellas, sobresale la cotización del yuan, una moneda acusada en el pasado de estar infravalorada en aras de promover las exportaciones de China (y, por tanto, un mayor desequilibrio externo). En este sentido, el compromiso del Gobierno chino con el cambio de modelo del país hacia un mayor protagonismo del consumo interno es una baza extra a favor de la constancia de la corrección de la balanza por cuenta corriente de China.

Por último, el importante aumento de la producción de gas y petróleo de esquisto en EE. UU. ha tenido, y seguirá teniendo, implicaciones positivas en la reducción del déficit exterior de la primera potencia económica mundial. Al otro lado del mundo, la moratoria nuclear que se estableció en Japón tras el terrible accidente de Fukushima hará que se mantenga buena parte del giro en el saldo comercial del país.

En definitiva, si bien en el futuro es probable que se produzca un repunte de los desequilibrios externos globales, las previsiones del FMI apuntan a que la mitad de la corrección persistirá en el tiempo. Esta continuidad no solo responde a la reducción de los avances potenciales de algunas grandes economías, claramente un efecto indeseable de la crisis, sino también a que se han logrado disminuir las políticas que distorsionan los balances externos de los países.

Desequilibrios por cuenta corriente globales

(% del PIB mundial)



Nota: Por diferencias metodológicas entre países, el gráfico muestra una discrepancia entre superávits y déficits a nivel mundial.

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

FOCUS · Hong Kong: buenas perspectivas, pese a todo

Las recientes manifestaciones en las calles de Hong Kong en demanda de un mayor compromiso democrático por parte del Gobierno de Pekín han vuelto a poner de relieve la fragilidad del binomio compuesto por Hong Kong y China, a pesar de haberse reconducido pacíficamente. Hong Kong mantiene una relación especial con China, encapsulada en el lema «un país, dos sistemas», que tiene como origen el acuerdo sino-británico de 1984 a raíz del cual se convino la devolución de la colonia en 1997 y se estableció un marco institucional favorable a los negocios que coexiste con la sujeción a la autoridad china.

Esta relación especial ha sido decisiva en el éxito de su economía y un factor determinante para que un nutrido grupo de inversores internacionales la hayan elegido como puerta de entrada a la China continental. También han influido de manera indiscutible su sistema capitalista, el elevado grado de formación de su población, un PIB per cápita que iguala el de Japón (en torno a los 40.000 dólares anuales), ser uno de los principales puertos comerciales de Asia (tercero en carga a escala global) y poseer la cuarta bolsa más importante del mundo atendiendo al valor de mercado de las empresas.

Con todo, este pequeño país de 7,2 millones de habitantes se enfrenta a desafíos importantes. A corto plazo, se estima que las consecuencias económicas de las recientes protestas serán limitadas. Aparte de concentrarse en el sector turístico (que representa un reducido 3% del PIB), los estrechos lazos culturales y los intereses comunes que unen a Hong Kong y China deberían favorecer un rápido entente entre ambas partes. Sin embargo, hay otro reto de especial relevancia que deberá afrontar la economía hongkonesa en los próximos meses: el proceso de normalización de la política monetaria de la Fed.

Desde hace tres décadas, el dólar hongkonés sigue un régimen de *peg* con el dólar estadounidense, lo cual supeita la política monetaria del país a las decisiones de la Fed y, por extensión, al ciclo económico estadounidense. Durante los últimos cuatro años, Hong Kong ha importado «virtualmente» una política monetaria más expansiva que la que el estado de su economía requería y esto la ha empujado a excesos notorios, fundamentalmente en el sector inmobiliario (el precio de la vivienda aumentó un 75% entre 2008 y 2013). En este contexto, la subida de tipos de la Fed permitirá un enfriamiento del mercado inmobiliario, que debería ser suave y no tener consecuencias para el sector financiero del país (la tasa de morosidad se encuentra por debajo del 1%). Quizá sean más preocupantes los episodios de volatilidad en los flujos internacionales que podrían acompañar el proceso de

normalización monetaria de EE. UU. Aun así, de tener lugar, deberían ser temporales y de alcance limitado, puesto que el holgado nivel de reservas del banco central, su estricta supervisión bancaria y el elevado superávit fiscal de Hong Kong lo sitúan en una posición de relativa fortaleza respecto a otras economías asiáticas.

A largo plazo, el desarrollo económico del país estará marcado, como no podía ser de otra manera, por su relación con su hermano mayor. En este sentido, la ralentización de China (que ha pasado de crecimientos alrededor del 10% anual a cotas cercanas al 7%) se ha reflejado en las tasas de avance de la economía hongkonesa. No obstante, la paulatina liberalización y modernización financiera de China contribuirá a reforzar las sinergias ya establecidas (como la capitalidad de Hong Kong como centro *offshore* del renminbi chino) y a generar otras nuevas (como el reciente acuerdo de cotización simultánea de empresas en las bolsas de Hong Kong y de Shanghái). En definitiva, el giro hacia una economía de «más mercado» por parte del gigante asiático ha de fortalecer el actual vínculo entre ambos países.

Hong Kong: principales indicadores macroeconómicos

	2007-2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Crecimiento PIB real (%)	3,5	1,6	2,9	2,1	3,2
Inflación (%) (f)	3,2	3,8	4,3	3,7	3,5
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	10,1	1,6	1,9	1,4	0,7
Saldo fiscal (% del PIB)	3,5	3,2	0,8	2,6	0,5
Deuda pública (% del PIB)	4,9	6,8	6,7	6,5	6,3

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

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

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14
Actividad								
PIB real	2,3	2,2	3,1	1,9	2,6	2,3	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,6	2,3	4,1	4,2	3,9	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	74,0	80,5	83,4	90,9	89,0	94,5
Producción industrial	3,8	2,9	3,3	3,3	4,2	4,4	4,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	56,7	52,7	55,2	57,6	56,6	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,8	929,7	1.025	925	985	1.024	1.017	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	165	170	171	...	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,0	6,7	6,2	6,1	5,9	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,5	58,8	58,9	59,0	59,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,3	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...	...
Precios								
Precios de consumo	2,1	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,7	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,6	1,9	1,8	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	09/14
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	39,9
Producción industrial	0,2	–0,6	2,0	5,8	8,3	2,6	–0,6	–2,0	–0,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–5,0	6,0	12,0	16,0	17,0	12,0	–	13,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,0	3,9	3,6	3,6	3,8	3,5	3,6
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,4	–2,4	–2,1	–2,4	–2,8	–2,9	–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	3,3
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	0,0	0,5	0,6	2,3	2,3	2,2	2,2

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

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

CHINA

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14
Actividad									
PIB real	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	7,5	–	7,3	–
Ventas al por menor	14,3	13,1	13,3	13,5	11,9	12,3	12,2	11,9	11,6
Producción industrial	10,0	9,9	10,1	10,0	8,7	8,9	9,0	6,9	8,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,8	51,3	50,3	50,7	51,7	51,1	51,1
Sector exterior									
Balanza comercial ¹ (valor)	230	258	250	258	233	253	283	305	321
Exportaciones	8,0	7,8	3,9	7,4	–3,4	5,0	14,5	9,4	15,3
Importaciones	4,3	7,3	8,6	7,1	1,7	1,4	–1,6	–2,4	7,0
Precios									
Precios de consumo	2,7	2,6	2,8	2,9	2,3	2,2	2,3	2,0	1,6
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	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	6,1

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 · Más pesimismo que debilidad

El crecimiento continúa débil en la eurozona, pero irá ganando tracción gradualmente. El FMI ha rebajado las previsiones de crecimiento de las principales economías de la eurozona, a excepción de España, y predice una lenta recuperación a distintas velocidades. Alemania y España crecerán a un mayor ritmo que Francia e Italia, entrando esta última incluso en recesión en 2014. En este contexto de débil crecimiento, los pequeños *shocks* se perciben con más intensidad que en países con mayores tasas de crecimiento, donde una reducción similar del crecimiento es menos problemática. Quizás por ello el FMI ha acompañado la revisión a la baja de las previsiones para la eurozona con un discurso muy pesimista, aunque su escenario central sea de recuperación gradual. A grandes rasgos, la desaceleración del crecimiento que se ha producido los últimos trimestres es fruto de la ralentización del comercio a nivel global y de la reaparición en escena de conflictos geopolíticos latentes. Ambos son factores temporales y, por tanto, no deberían empañar el proceso de recuperación a medio plazo.

Las tendencias de fondo son muy distintas entre países. El deterioro de las perspectivas de crecimiento ha puesto encima de la mesa la necesidad de tomar medidas para relanzar el crecimiento de la eurozona. De todas formas, las diferencias entre países son muy notables y, por tanto, aunque es deseable un alto nivel de coordinación a nivel europeo, cada caso necesita ser tratado por separado. Un breve repaso del crecimiento per cápita de los últimos años sirve para ilustrarlo. Alemania y Francia experimentaron tendencias similares hasta la crisis financiera global, pero sus caminos han divergido a partir de entonces. El país germánico se ha visto beneficiado por las reformas estructurales llevadas a cabo a principios de los años 2000, mientras que en Francia se ha puesto en evidencia la falta de dinamismo de su economía. Las dolencias de la economía italiana, con raíces profundas, hace años que se conocen y son un verdadero reto para el ejecutivo de Matteo Renzi. Finalmente, España, creció de manera continuada hasta 2008, pero no era un crecimiento sólido y se derrumbó a partir de entonces. Sin embargo, la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y las importantes reformas estructurales llevadas a cabo están permitiendo una recuperación que, de momento, sorprende por su vigor. A más largo plazo, el reto para España es lograr que el crecimiento sea equilibrado y sostenible.

Aumenta la presión para que Francia e Italia tomen medidas que impulsen su capacidad de crecimiento a largo plazo. La vulnerabilidad que han mostrado Francia e Italia durante los últimos meses ha vuelto a poner al descubierto las carencias de ambas economías. En este contexto, se inició un intenso, y a veces tenso, debate a nivel europeo sobre qué medidas se debían adoptar. Finalmente parece que se ha encontrado un equilibrio en un ajuste fiscal ligeramente menor al inicialmente

Eurozona: previsiones del FMI

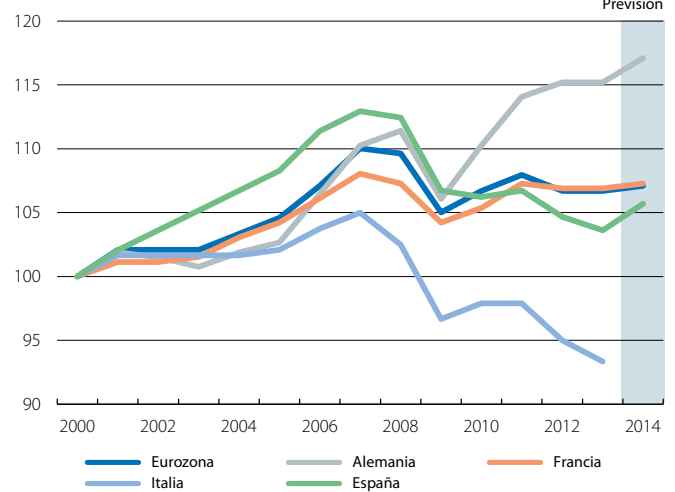
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación frente a la previsión de julio de 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Eurozona	-0,4	0,8	1,3	▼ 0,3	▼ 0,2
Alemania	0,5	1,4	1,5	▼ 0,5	▼ 0,2
Francia	0,3	0,4	1,0	▼ 0,4	▼ 0,5
Italia	-1,9	-0,2	0,8	▼ 0,5	▼ 0,3
España	-1,2	1,3	1,7	▲ 0,1	▲ 0,1

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

PIB per cápita

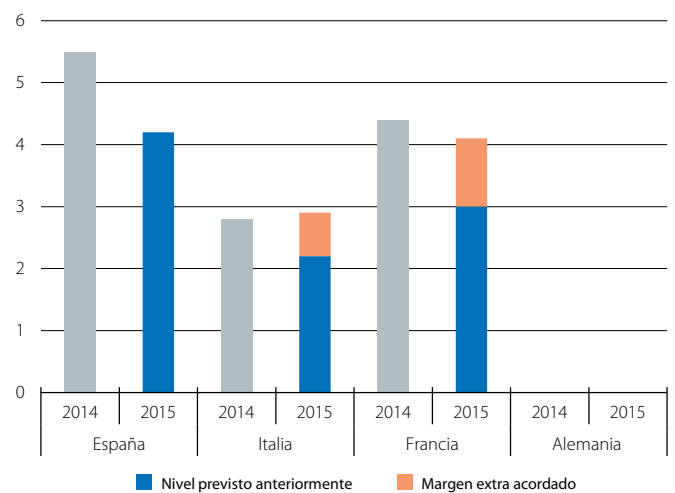
Índice (2000 = 100)



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

Eurozona: déficit público previsto para 2014 y 2015

(% PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los respectivos Gobiernos nacionales.

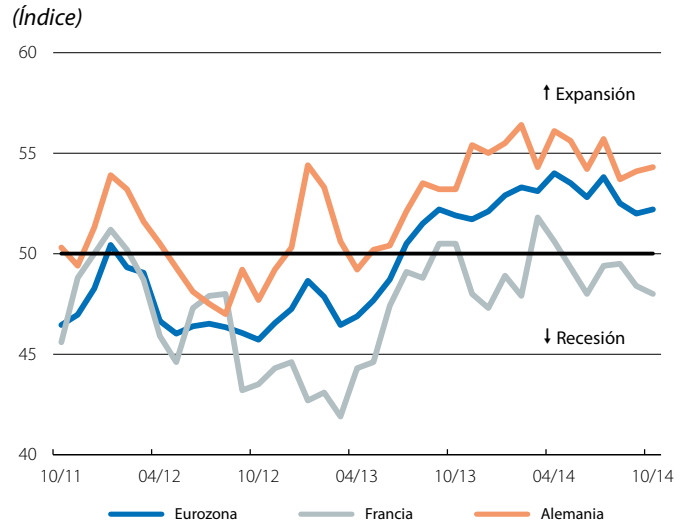
previsto a cambio de un impulso de la agenda de reformas. La reducción del déficit estructural que prevén estos países se sitúa en 0,5 p. p. para el caso de Francia y en 0,3 p. p. en el de Italia, un ajuste que en principio Bruselas ha dado por bueno a pesar de que no se cumplirán los objetivos de déficit fijados para 2015 (4,1% frente a 3,0% en Francia y 2,9% frente a 2,2% en Italia). En cuanto a la agenda reformadora, ya se empieza a percibir un cambio de actitud. Francia, al reciente pacto de responsabilidad y solidaridad y el *crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* han añadido medidas como la reducción de las tasas en sectores regulados y una mayor facilidad administrativa para la creación de empresas. En Italia se está avanzando para aprobar una reforma laboral que reduzca la importante rigidez existente, que desincentiva la contratación. Todas estas reformas deberían aumentar la competitividad de las empresas y el crecimiento potencial, aunque son tímidas en comparación con las emprendidas por varios países periféricos y deberían profundizarse más, en particular en el mercado laboral.

La mayoría de indicadores de actividad mejoran ligeramente en octubre. A corto plazo, la pobre evolución de los indicadores en el 3T no debería ser la antesala de una tercera recesión. De hecho, en el 4T ya se observan tímidas mejoras. Tanto el índice PMI como el índice de sentimiento económico de octubre señalan un crecimiento ligeramente positivo y ayudan a alejar los miedos a una tercera recesión. De todas formas, el todavía tenue crecimiento de la eurozona está obligando a muchas empresas a reducir márgenes. Por países, destacan las ligeras mejoras de ambos indicadores en Alemania. El índice PMI lleva 18 meses en zona expansiva, aunque se mantiene en niveles inferiores a los de principios de año. Francia e Italia, en cambio, siguen en zona contractiva.

Los indicadores de demanda también experimentan leves avances. Las ventas minoristas en agosto evolucionaron más positivamente que en los primeros meses del año, aunque permanecen en niveles bajos. También el índice de confianza del consumidor mejoró en octubre después de varios meses de descensos. Sin embargo, como sucede con los indicadores de actividad, la disparidad entre países es notable. En el lado positivo destaca Alemania, mientras que en el lado negativo Francia e Italia son los protagonistas.

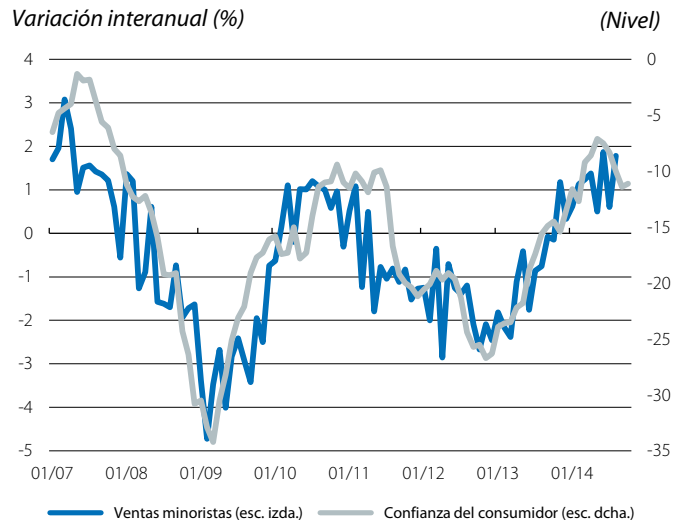
La lenta mejora del mercado laboral limita la capacidad de recuperación de la demanda interna. La tasa de paro de la eurozona se mantuvo en el 11,5% en septiembre de 2014, por debajo del 12,0% registrado un año antes pero sin cambios respecto a los dos meses anteriores. Además, las expectativas de desempleo no apuntan a mejoras notables a corto plazo, aunque mejoraron ligeramente. Por países, mientras Alemania continúa con una tasa de desempleo en mínimos históricos y los países periféricos experimentan mejoras, ni Francia ni Italia consiguen recuperarse. A nivel europeo, sigue siendo particularmente preocupante el nivel de desempleo entre los jóvenes de 16 a 25 años (21,6%), casi cinco millones de jóvenes en la eurozona están desempleados. El problema es acuciante en España (53,7%), Grecia (50,7%), Italia (42,9%) y Francia (24,4%).

Índice PMI compuesto



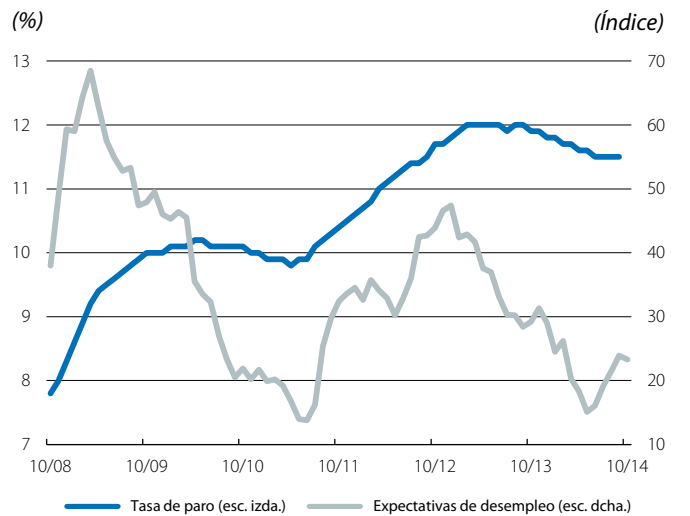
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit Economics.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: indicadores del mercado laboral



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

Una aceleración de las reformas estructurales en los mercados de trabajo, así como un buen uso de los fondos disponibles en programas como la iniciativa de Empleo Joven y el Fondo Social Europeo, deberían ayudar a mejorar las posibilidades de los jóvenes en el mercado laboral.

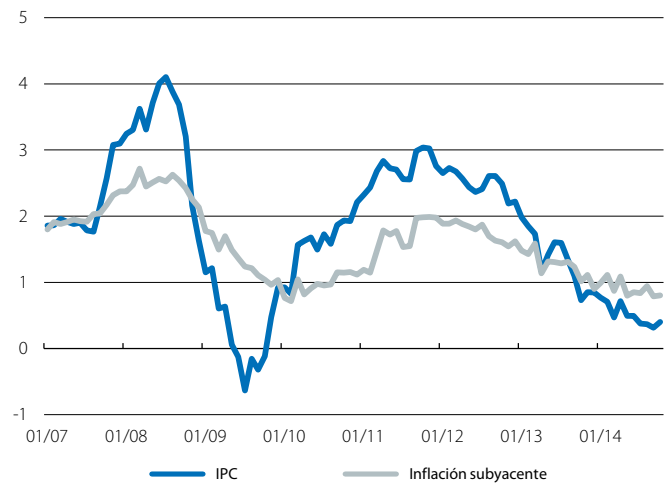
La inflación, reflejo de la actividad económica, irá cambiando de tono. La tasa de inflación general subió una décima en septiembre, hasta el 0,4% interanual, y la inflación subyacente se mantuvo en el 0,8%. El aumento de la inflación general se debe a los componentes más volátiles, en particular al incremento de los precios de los alimentos y a la moderación de la caída de los precios energéticos. En los próximos meses, a medida que se alejen los temores a una tercera recesión, la demanda interna vaya recuperando el tono y el euro siga depreciándose, la inflación debería ir dibujando una senda alcista. En cualquier caso, no se espera que sea muy pronunciada, ya que los elementos que la empujan en esta dirección son débiles y, además, la caída del precio del petróleo supondrá un importante factor de presión a la baja.

El sector exterior recuperará protagonismo en los próximos trimestres. Tanto las exportaciones de bienes como las importaciones de bienes se redujeron en agosto en relación con el mes anterior (0,9% y 3,1% respectivamente), aunque han mejorado con respecto a la primera mitad del año. La debilidad experimentada desde principios de año se debió a factores temporales, como la ralentización del comercio a nivel global y la emergencia de los conflictos geopolíticos en Ucrania y Oriente Próximo. Por tanto, a medida que estos factores vayan perdiendo influencia, el sector exterior irá recuperando el protagonismo que ha ostentado durante los últimos años. La depreciación del euro y la reducción del precio del petróleo son factores adicionales que mejorarán la posición competitiva de la economía europea y, por tanto, reforzarán la recuperación de las exportaciones a corto y medio plazo.

El crédito bancario también se convertirá en un factor de apoyo a la recuperación. Los criterios de aprobación de préstamos continuaron relajándose en el 3T 2014, especialmente para las grandes empresas. De la encuesta de préstamos bancarios que realiza el BCE también se desprende que en el crédito a hogares el porcentaje neto de entidades que relajaron las condiciones para la compra de vivienda aumentó en el 3T, aunque a un ritmo menor que en el 2T. Es asimismo destacable la relajación de las condiciones de concesión de préstamos al consumo, un factor que debería ayudar a que se reactive el consumo en la eurozona. Esta mejora de la capacidad crediticia del sector bancario está estrechamente ligada a la finalización del proceso de revisión de los activos de la banca (AQR por sus siglas en inglés) y los test de estrés que ha llevado a cabo el BCE. Como se comenta en el Focus «Una banca europea más resistente ante futuras crisis», estas pruebas han sido superadas con éxito por el conjunto del sector, lo que ha reforzado su credibilidad.

Eurozona: inflación

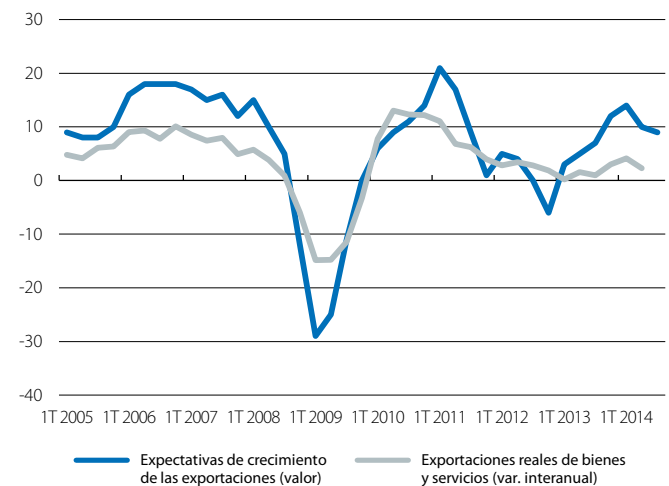
Variación interanual (%)



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

Eurozona: exportaciones

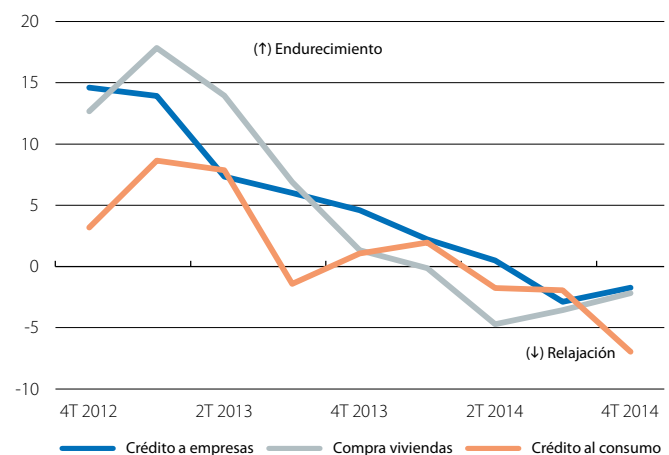
Valor y variación interanual (%)



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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

FOCUS · Inversión en infraestructuras: un menú succulento, pero de consecuencias imprevistas

Tras una larga travesía por el desierto, gran parte de los países avanzados se encuentran sedientos de crecimiento, especialmente los principales países de la eurozona. En este contexto, los beneficios que según el FMI podría conllevar un programa de inversión en infraestructuras a gran escala han sido recibidos por muchos como agua de mayo. Además, no pocos ven en esta apuesta una oportunidad para renovar unas infraestructuras que, tras años de continuado descenso de la inversión pública, se han ido deteriorando. Sin embargo, el éxito de un programa de estas características no está asegurado. Naturalmente, el acierto en los proyectos financiados es crucial, pero la forma como se financian, el contexto macroeconómico y el nivel de deuda son factores tanto o más importantes. Algunos de estos factores juegan ahora a favor, pero hay otros que pueden jugar en contra.

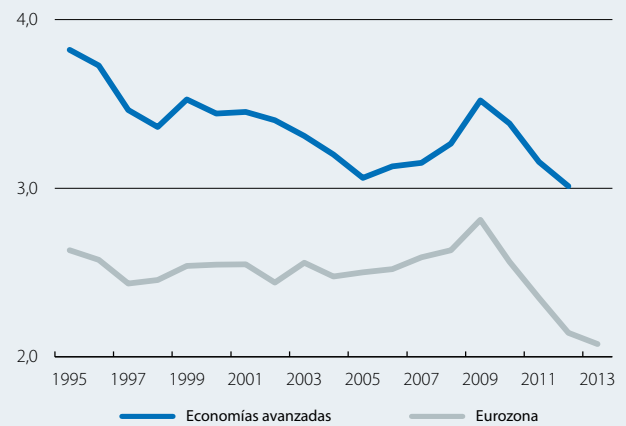
Las cifras que el FMI ha puesto encima de la mesa son realmente atractivas: un aumento inesperado de la inversión pública de 1 p. p. del PIB incrementa la actividad un 0,4% el mismo año y un 1,5% al cabo de cuatro años.¹ A corto plazo, el efecto sobre la actividad económica se produce a través de una mayor demanda y un posible efecto arrastre de la inversión privada. A largo plazo, el impacto económico se da por el lado de la oferta ampliando la capacidad productiva de la economía del país.

Además, el FMI ha apuntado que el impacto sobre la demanda todavía es mayor en un contexto de debilidad económica, en el que hay un exceso de capacidad productiva. El impacto macroeconómico también puede acentuarse si la inversión pública se financia con deuda, ya que ello permite adecuar mejor el coste de la financiación del programa al perfil temporal de los retornos. O, dicho de otra forma, evita tener que llevar a cabo subidas de impuestos o recortes del gasto público a corto plazo, cuando dichas inversiones todavía no han producido retorno alguno. La financiación con deuda, además, es especialmente atractiva en el entorno monetario actual, en el que los tipos de interés reales se encuentran en mínimos históricos. Se trata, pues, de un menú succulento para aquellas economías que todavía no han conseguido definir una hoja de ruta que asegure tasas de crecimiento más vigorosas y sostenibles a largo plazo. El informe del FMI incluye una salvedad importante. Los países con elevados niveles de endeudamiento deben tener presente que, a corto plazo, un programa de estas características puede conllevar efectos indeseados. Dado que normalmente se trata de inversiones a largo plazo, si el programa no es lo suficientemente convincente, pueden reaparecer las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. En la eurozona, hay varias economías que deben valorar seriamente este riesgo, pero otras, como la germana, tienen un margen más amplio y deben considerar en firme la propuesta del FMI.

1. Véase el capítulo 3 del *World Economic Outlook* del FMI de octubre de 2014. El FMI asume que el impacto de la inversión en infraestructuras es muy similar.

Inversión pública

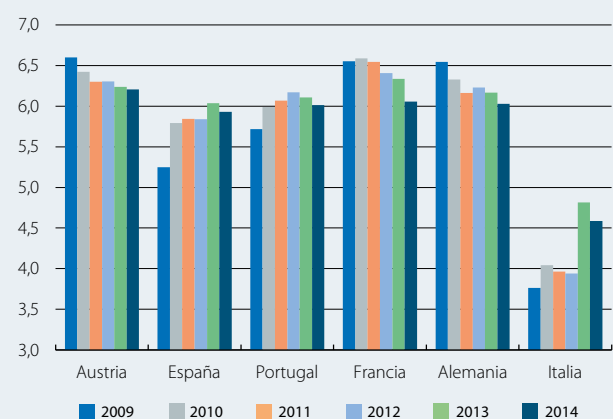
(% del PIB)



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

Calidad de las infraestructuras por países

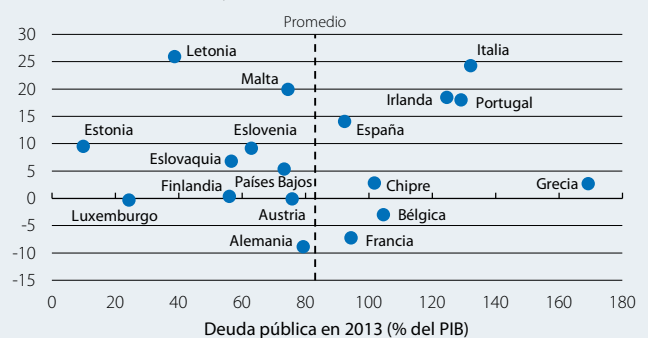
(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del World Economic Forum.

Nivel de deuda pública y calidad de las infraestructuras por países

Índice de calidad de las infraestructuras (variación entre 2006 y 2014, %)*



Nota: * Subíndice del índice de competitividad del World Economic Forum.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del índice de competitividad del World Economic Forum y fuentes nacionales.

FOCUS · Una banca europea más resistente ante futuras crisis

En octubre, el BCE y la EBA han publicado los resultados de la evaluación global de la banca europea como paso previo a la entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión, que atribuye al BCE la función de supervisor bancario único en la eurozona a partir de este noviembre.

Este análisis de la salud de los balances y la solvencia de la banca europea se ha dividido en dos ejercicios secuenciados: una revisión de la calidad de los activos (AQR por las siglas en inglés de *Asset Quality Review*) y una prueba de estrés. Fruto de ambos ejercicios, se ha identificado un déficit de capital máximo de unos 24.600 millones de euros, localizado en 25 de las 130 entidades analizadas. Una vez se tienen en cuenta las medidas tomadas por estas entidades a lo largo de 2014, el déficit se reduce a unos 9.500 millones de euros y se concentra en tan solo 13 entidades: cuatro italianas, dos griegas, dos eslovenas, una irlandesa, una portuguesa, una belga, una chipriota y una austríaca. Estas entidades deben presentar sus planes de recapitalización antes del 10 de noviembre y disponen de seis a nueve meses para aumentar el capital de máxima calidad (*common equity tier1* o CET1).

El AQR ha supuesto un ajuste a la baja de la posición de capital en el punto de partida del ejercicio. La revisión detallada de balances a diciembre de 2013 ha incluido la valoración de la calidad de los activos y la adecuación del nivel de provisiones en base a una definición homogénea de los créditos morosos. Bajo la nueva definición, créditos por valor de 136.000 millones de euros (equivalentes al 0,6% del total de activos de los bancos examinados) han sido reclasificados como morosos, lo que supone una necesidad de mayores provisiones y ha provocado un ajuste promedio del nivel de CET1 de 0,4 p. p. La diferencia respecto al umbral del 8% se traduce en un déficit total de capital en el punto de partida de unos 5.000 millones de euros. Grecia, Chipre y Eslovenia han sido los países en los que la revisión de activos ha tenido un mayor impacto, con caídas de la ratio CET1 superiores a los 2 p. p. España, por el contrario, presenta el menor ajuste de la eurozona, con una caída de tan solo 0,2 p. p. de CET1. Este resultado refleja el esfuerzo en saneamientos y la adopción de criterios muy conservadores de clasificación de activos llevados a cabo en el sistema financiero español en los últimos años.

Tomando como punto de partida el CET1 ajustado en el AQR, el test de estrés ha analizado la capacidad de resistencia de las entidades ante dos escenarios macroeconómicos para el periodo 2014-2016 (uno base y otro adverso). El resultado en el escenario adverso ha supuesto, en promedio, una caída de 3 p. p. en el CET1 de las entidades. Este impacto da lugar al déficit de capital agregado en aquellas entidades cuya ratio de capital desciende por debajo del umbral del 5,5% establecido para este escenario,

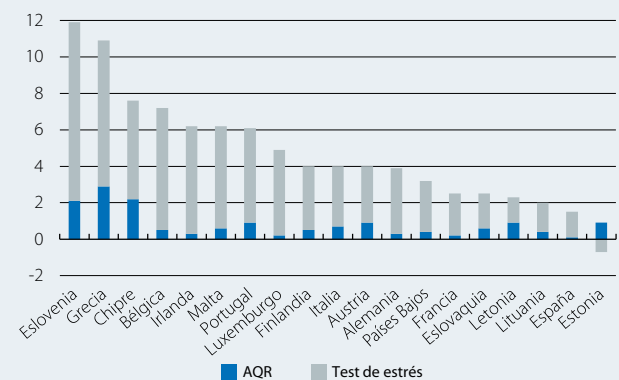
de poco más de 24.000 millones de euros. El efecto del escenario adverso sobre la banca española ha sido menor que el promedio europeo: la ratio CET1 solo ha disminuido 1,4 p. p. y ninguna entidad cae por debajo del umbral del 5,5% lo que, de nuevo, es testimonio de la profunda reestructuración que ha protagonizado la banca española.

En su conjunto, los resultados son positivos para la banca europea, y especialmente para la española, en la medida en que contribuirán a despejar dudas en torno a los niveles de solvencia y en que las necesidades de capital identificadas son relativamente modestas (no se prevé la necesidad de tener que recurrir a ayudas públicas significativas en ningún país). Cabe destacar que una mayoría de entidades, que representan más del 70% de los activos totales de la banca de la zona euro, mantendrían una ratio CET1 superior al 8% en el escenario adverso (así sucede en 13 de las 15 entidades españolas analizadas). Son entidades que puede considerarse que han pasado las pruebas con muy buena nota. Solo nueve que han aprobado en el conjunto de la zona euro obtienen lo que se podría considerar un aprobado justo, con un CET1 de entre 5,5% y 6,5%, y ninguna de ellas es española.

Un aumento de la confianza en la banca europea debería facilitar su acceso a los mercados y reducir el coste del capital. Los resultados, al eliminar la incertidumbre acerca de las posibles demandas de capital por parte del supervisor, también deberían traducirse en una mayor disposición de las entidades a prestar. Con todo, para que se produzca una recuperación significativa del crédito también será preciso que se reduzca la incertidumbre sobre las perspectivas económicas del conjunto de la eurozona y que la recuperación económica gane tracción. El ejercicio efectuado por el BCE y la EBA revela que, especialmente en España, el sector bancario está listo para satisfacer la demanda de crédito solvente y acompañar dicha recuperación.

Impacto neto del escenario adverso en ratio CET1 por país *

(p. p.)



Nota: * Valores positivos reflejan una caída de la ratio CET1.

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

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	10/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,6	-0,9	0,4	0,9	1,4	0,5	1,9	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	1,5	1,4	1,0	1,6	-1,9	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,7	-14,4	-11,2	-7,7	-8,3	-10,0	-11,4	-11,1
Sentimiento económico	90,8	93,8	99,1	101,6	102,2	102,2	100,6	99,9	100,7
PMI manufacturas	46,2	49,6	51,9	53,4	52,5	51,8	50,7	50,3	...
PMI servicios	47,6	49,3	51,3	52,1	53,0	54,2	53,1	52,4	...
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	11,5	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,9	5,0	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,2	10,1	10,2	10,5	10,5	10,5	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,5	12,5	12,5	12,6	12,3	12,6	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,8	25,3	24,7	24,5	24,4	24,0	...

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	07/14	08/14	09/14
Saldo corriente: zona del euro¹	1,6	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	...
Alemania	7,1	6,8	6,8	6,9	6,8	7,1	7,2	...
Francia	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	-1,6	...
Italia	-0,5	1,0	1,0	1,3	1,3	1,4	1,5	...
España	-0,3	1,5	1,5	1,1	0,4	0,3	0,2	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	97,8	101,6	103,1	103,8	103,8	102,6	101,9	100,3

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	07/14	08/14	09/14	
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,9	-3,1	-2,5	-2,2	-2,0	-1,8	
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	...	
Depósitos									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	6,6	5,9	5,1	5,6	5,9	6,3	
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	-1,5	-2,5	-2,0	-1,8	-1,7	-1,5	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-16,8	-12,6	-11,7	-6,9	-6,5	-4,1	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	...	

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.

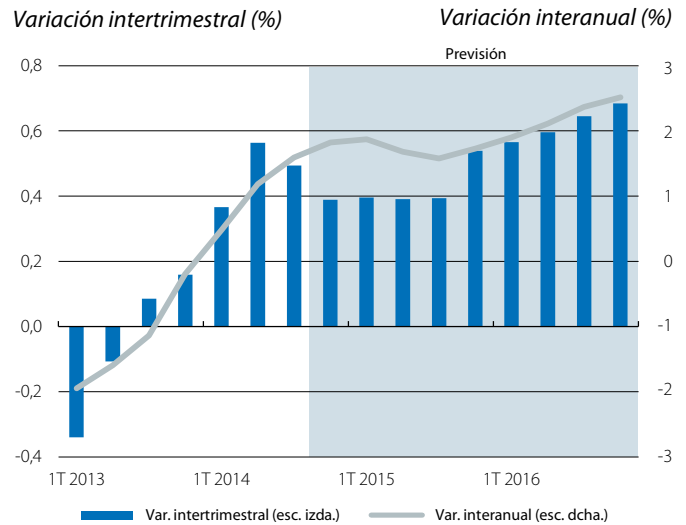
COYUNTURA · Resistencia frente a la desaceleración en Europa

El PIB creció un 0,5% intertrimestral en el 3T. Aunque ya se esperaba un ritmo de crecimiento algo menor que en el 2T (0,6% intertrimestral), finalmente la ralentización ha sido muy modesta, de solamente una décima. Con este dato, la economía española encadena cinco trimestres consecutivos de expansión, y la tasa de variación interanual del PIB se sitúa en el 1,6%. Si bien todavía no se ha publicado el desglose del PIB por componentes, todo apunta a que el crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna y, sobre todo, en el consumo de las familias y en la inversión en bienes de equipo. Con este buen dato, mejoramos la previsión de crecimiento para 2014 en una décima hasta el 1,3%. Nuestro escenario central prevé una continuación de la senda expansiva, pero a un ritmo ligeramente menor, con crecimientos alrededor del 0,4% intertrimestral, de modo que el crecimiento de 2015 se situaría en torno al 1,7%.

La actividad económica mantiene el tono expansivo, pero se anticipa cierta moderación. El índice de confianza empresarial de octubre, que recoge las expectativas de los empresarios sobre la marcha de su negocio, aumentó un 0,2% respecto al 3T, un incremento muy modesto si se compara con los importantes avances de los trimestres anteriores. Además, el componente de expectativas mantiene el nivel alcanzado en el 3T pero no registró aumentos adicionales. Por su parte, los pedidos industriales de agosto, que generalmente anticipan los movimientos de la producción industrial en meses posteriores, flexionaron ligeramente a la baja debido a la desaceleración de los pedidos externos, tanto de la eurozona como del resto de mercados. La recuperación de los pedidos del mercado interior sugiere que la demanda interna sigue avanzando a buen ritmo y puede compensar temporalmente la caída de la demanda exterior. Parece, pues, que la economía española está resistiendo a la nueva desaceleración de la actividad en Europa. Tras la intensa corrección de los desequilibrios macroeconómicos y las reformas estructurales implementadas, es menos vulnerable y está más preparada para el crecimiento. De todos modos, la capacidad de resistencia a la debilidad exterior es limitada y, en última instancia, la recuperación sigue estando condicionada a que la eurozona supere este nuevo bache.

El buen tono de la actividad económica se refleja en los datos del mercado laboral. En el 3T, la cifra de ocupados aumentó por cuarto trimestre consecutivo (0,4% intertrimestral desestacionalizado), un dato que ya se esperaba después de los buenos datos de afiliación a la Seguridad Social. Como viene siendo la tónica en los últimos trimestres, la ocupación creció en el sector privado (+154.900) pero descendió en el público (-3.900). La tasa de paro se redujo algo más de lo previsto, del 24,5% al 23,7%, gracias a la creación de ocupación pero también debido a la reducción de la población activa (-58.000 personas), sobre todo la extranjera.

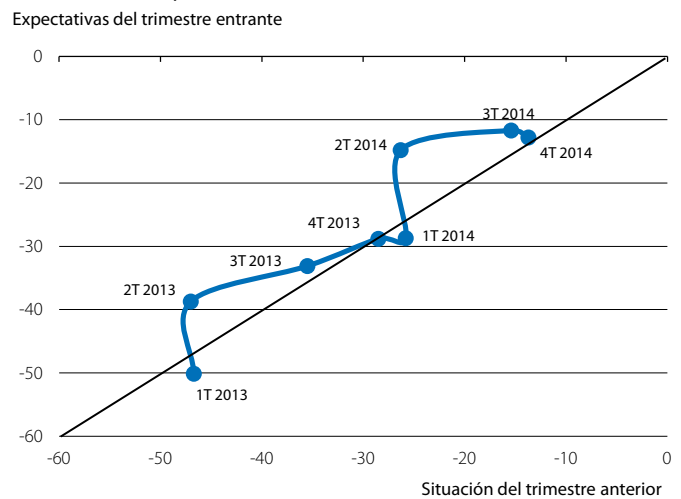
Evolución del PIB



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

Confianza empresarial

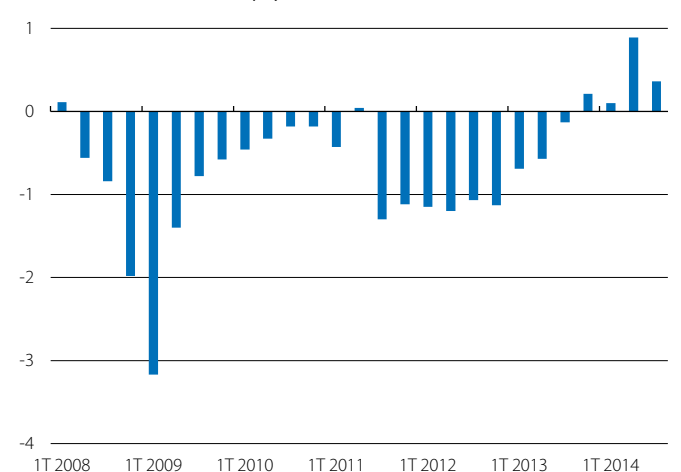
Saldo neto de respuestas favorables menos las desfavorables (%)



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

España: ocupados *

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Serie desestacionalizada.

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

La reactivación del empleo se extiende más allá del sector servicios, lo que otorga mayor solidez a la recuperación. A excepción de la agricultura, que es muy volátil, la ocupación aumentó en los servicios (+108.800), en la industria (+71.800) y, por segundo trimestre consecutivo, en la construcción (+43.500). Además, las expectativas de creación de empleo siguen mejorando y auguran una buena evolución del empleo en los próximos trimestres. Tras el importante aumento del 2T, las expectativas del sector servicios y de comercio minorista mantuvieron el nivel alcanzado en el 3T. En cambio, las expectativas de contratación en la industria y la construcción, que habían retrocedido ligeramente en el 2T, experimentaron importantes avances en el 3T, sobre todo en este último sector, que ha pasado de un valor de -44,7 en abril al -23,2 de septiembre. Sin duda, la recuperación de la ocupación en la construcción muestra que la generación de empleo está extendiéndose, poco a poco, a todo el tejido productivo.

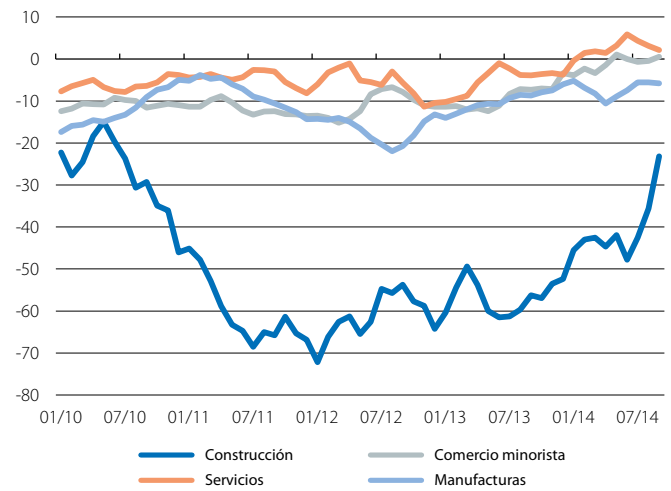
La caída de los precios se modera. La tasa de inflación de octubre se situó en el -0,1%, una décima por encima del registro del mes anterior. Este aumento se explica, en parte, por el incremento del precio de los alimentos. Aunque llevamos cuatro meses con la inflación en terreno negativo, ya se empieza a observar un tímido cambio de tendencia, apoyado por la recuperación de la demanda interna y la depreciación del euro. Así, en el contexto de recuperación paulatina, esperamos que el riesgo de deflación quede progresivamente superado.

El turismo cerrará otro año de récord. Por primera vez, el número de turistas de septiembre superó los siete millones, lo que supone un aumento del 8,1% interanual, y hace prever un 2014 con cifras récord. El excelente comportamiento del sector turístico contrasta con la evolución de las exportaciones de bienes, que retrocedieron un 5,1% interanual en agosto. Esta caída, aunque significativa, puede explicarse, en parte, por la volatilidad de la propia serie. El promedio de los últimos tres meses, que muestra la tendencia de fondo, es algo más favorable pero sigue siendo inferior a las importaciones. Estos datos se reflejan en el saldo de la cuenta corriente, que acumula un déficit de 4.600 millones entre enero y agosto, comparado con el superávit de 8.700 millones del mismo periodo de 2013. Esperamos que esta tendencia cambie de sentido en los próximos meses, de modo que la demanda externa también vuelva a contribuir al crecimiento del PIB. Por un lado, la mejora de la demanda global debería relanzar las exportaciones. Por otro lado, el crecimiento de la demanda interna, y de las importaciones, se moderará. Sin embargo, contemplamos riesgos de desviación a la baja por la incertidumbre que rodea a estos factores. Lo que parece claro es que difícilmente el saldo por cuenta corriente pueda repetir el registro de 2013 (0,8% del PIB).

El consumo privado sigue espoleando el crecimiento. El fuerte incremento de las ventas minoristas en septiembre (1,1% interanual en la serie corregida por efectos estacionales y de calendario) anticipa el buen comportamiento del consumo privado en el 3T. Al igual que ocurrió en el 2T, el consumo doméstico habría sido el motor del crecimiento y estaría sustentado

Expectativas de creación de empleo

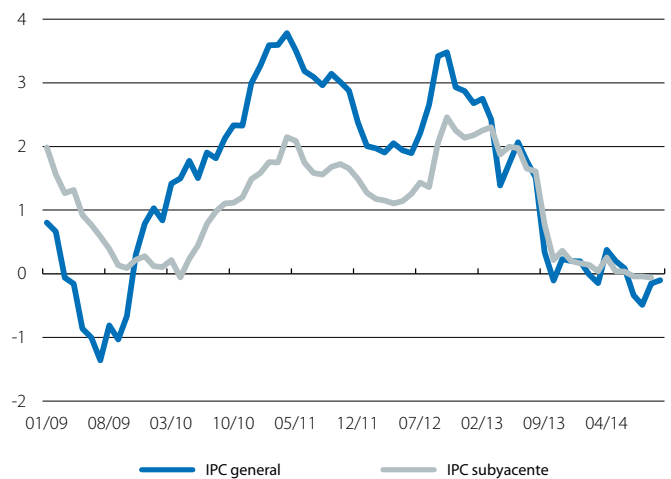
Media móvil de tres meses (índice)



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

IPC

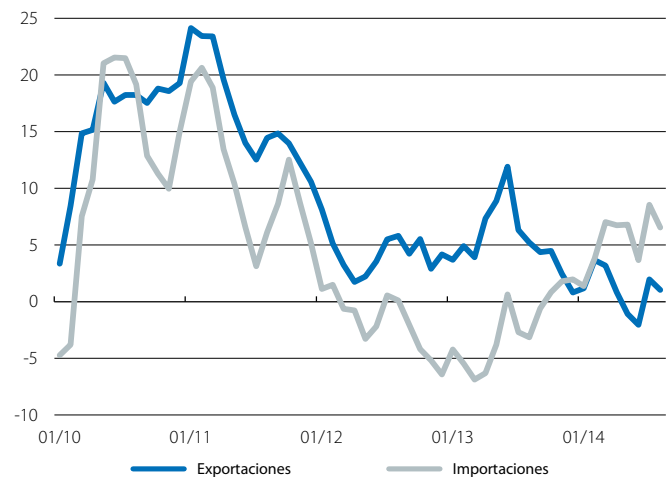
Variación interanual (%)



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



Datos: Datos nominales.

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

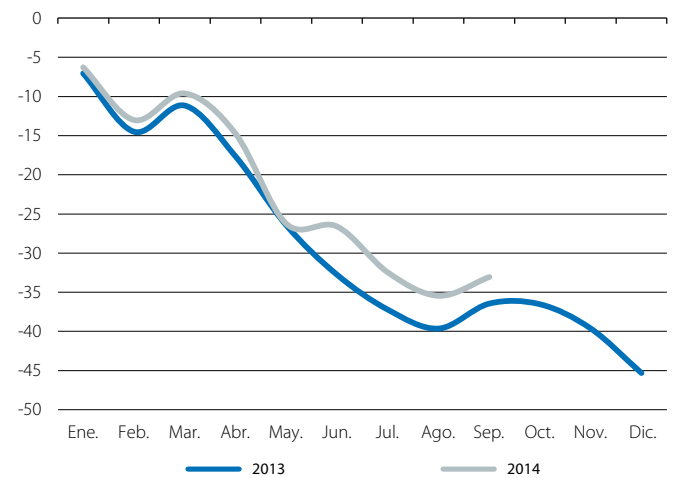
tanto en la mejora del mercado de trabajo como en la reducción de la tasa de ahorro. En el 2T, según los últimos datos disponibles, la tasa de ahorro de los hogares descendió hasta el 9,1% de su renta bruta disponible, en un contexto en el que la renta bruta disponible todavía seguía cayendo (-0,2% intertrimestral). De cara a los próximos trimestres, el recorrido a la baja de la tasa de ahorro es limitado, por lo que nuevos avances del consumo deberían sustentarse en aumentos de la renta bruta disponible. Los activos financieros de las familias, que alcanzaron niveles máximos en el 2T, también suponen un importante apoyo al consumo a medio plazo.

La mejora de la actividad contribuye a la consolidación fiscal. La mayor recaudación impositiva permitió al Estado reducir el déficit hasta los 33.052 millones de euros en septiembre (3,1% del PIB), lo que supone un 9,3% menos que en 2013. El saldo fiscal del resto de administraciones sigue la misma tónica, con excepción de las comunidades autónomas, que con los últimos datos de agosto ya alcanzaron el objetivo de déficit para el conjunto de 2014 (1,0%). Ello nos lleva a mantener la perspectiva de una ligera desviación del cumplimiento de los objetivos de déficit de este año.

El sector bancario, tras mostrar su capacidad de resistencia en las pruebas del BCE, está empezando a dar crédito nuevo. Tras el profundo proceso de reestructuración del sector bancario español de los últimos años, los resultados del test de estrés europeo mostraron que todas las entidades españolas tienen una solvencia suficiente para hacer frente a un escenario adverso, en el que el PIB de la eurozona en 2016 sería un 6,6% inferior al del escenario base. Solamente una entidad española no superaba la prueba a 31 de diciembre de 2013, pero con las emisiones realizadas en 2014 ya se han cubierto las necesidades de capital detectadas. Estos resultados demuestran la solvencia del sector, que ya está preparado para volver a dar crédito a la economía real. Los datos sobre la concesión de crédito nuevo así lo demuestran. Entre enero y septiembre, el crédito nuevo para la adquisición de viviendas sumó 18.892 millones de euros, un 18,9% más que en 2013. La nueva concesión de crédito a hogares para el consumo y otros fines también mostró una buena evolución, con 24.137 millones de euros concedidos entre enero y septiembre, un 11,4% más que en el mismo periodo de 2013. El nuevo crédito a pymes también aumentó (105.074 millones de euros, un 7,4% más que en 2013), pero la nueva concesión a grandes empresas todavía sigue lejos de los niveles de 2013, en parte porque estas empresas prefieren otras formas de financiación. Estas cifras del crédito nuevo contrastan con la sustancial caída que todavía experimenta el saldo vivo de crédito, que presenta una variación interanual del -8,0% en septiembre, algo inferior al mes precedente (-8,3% en agosto). El volumen de crédito total aún tardará en estabilizarse, pues el proceso de desapalancamiento de empresas y hogares, que se encuentra bien avanzado en algunos segmentos, todavía no se ha completado.

Saldo del Estado

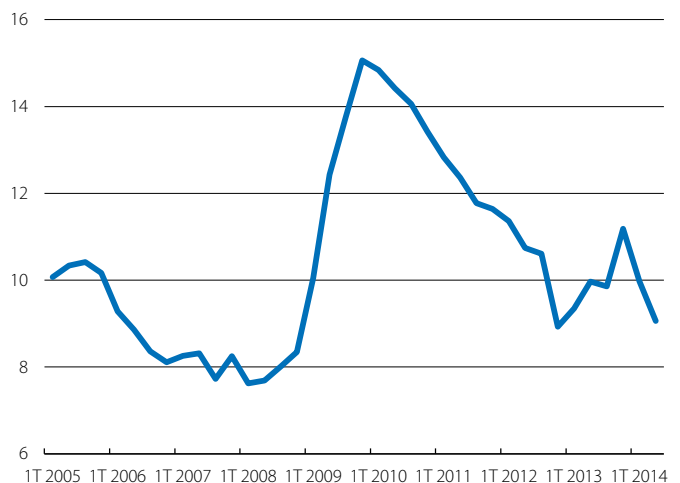
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

España: tasa de ahorro de los hogares

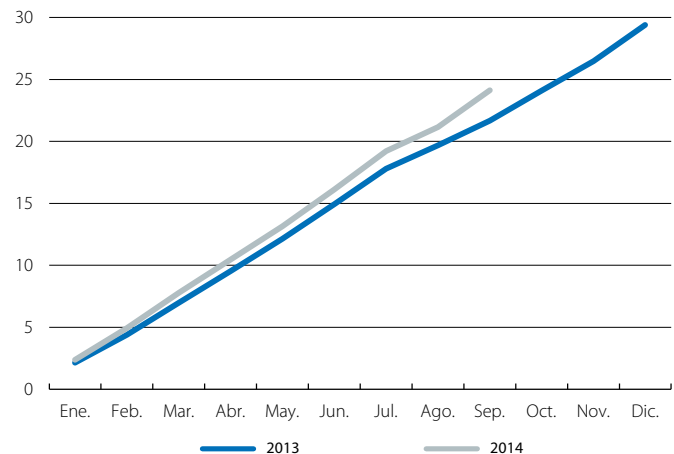
(% de la renta bruta disponible)



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

Nueva concesión de crédito a los hogares para el consumo y otros fines

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



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

FOCUS · El desapalancamiento de las pymes españolas: ¿cerca del fin?

Las empresas españolas no financieras llevan cuatro años desapalancándose. Su deuda bruta se ha reducido más de 25 p. p. del PIB desde el máximo alcanzado en 2010, hasta el 108% en el 2T 2014. A pesar del importante esfuerzo realizado, muchas empresas aún se encuentran sobreendeadadas. Según estimaciones de la CE, la deuda empresarial debería reducirse unos 10 p. p. adicionales para alcanzar niveles sostenibles. Estos datos agregados esconden la gran heterogeneidad que caracteriza el tejido empresarial. Está claro que aquellas empresas que se endeudaron excesivamente en la época del *boom* deben seguir el proceso de desendeudamiento. Pero otras con balances más saneados ya tienen capacidad crediticia para volver a invertir.

A partir de información a nivel de empresa de la base de datos BACH, comparamos la evolución de la ratio de apalancamiento (deuda sobre fondos propios) entre el año 2008 y el 2012. Mientras que las pymes habían reducido considerablemente su apalancamiento, concretamente en 49 p. p. para la empresa del segundo cuartil, ¹ el ajuste de las empresas grandes fue mucho menor (15 p. p.). Estas diferencias son aún más acusadas cuando nos fijamos en el tercer cuartil de la distribución de deuda sobre fondos propios. En otras palabras, las pymes que en 2008 estaban más endeudadas son las que más se habían desendeudado (concretamente, en 130 p. p.), mientras que la ratio apenas se había reducido para las que estaban menos apalancadas (primer cuartil). En contraste, las empresas grandes, incluyendo las más apalancadas del tercer cuartil, apenas se desapalancaron entre 2008 y 2012. Este patrón muestra que, por el momento, las pymes, cuya actividad económica y sus fuentes de financiación externa están en general poco diversificadas, han llevado a cabo la mayor parte del ajuste.

Para poner en contexto el proceso de desapalancamiento de las pymes españolas, resulta interesante compararlo con otros países europeos. En 2008 las pymes españolas tuvieron unas ratios de apalancamiento muy similares, o incluso inferiores, a sus homólogas europeas. Entre 2008 y 2012 el desapalancamiento de las pymes ha sido un fenómeno generalizado. La mayor caída de la ratio se observa entre las pymes alemanas, que la han reducido en 57 p. p. en la mediana, un valor que se eleva hasta los 140 p. p. cuando, de nuevo, nos fijamos en el tercer cuartil.

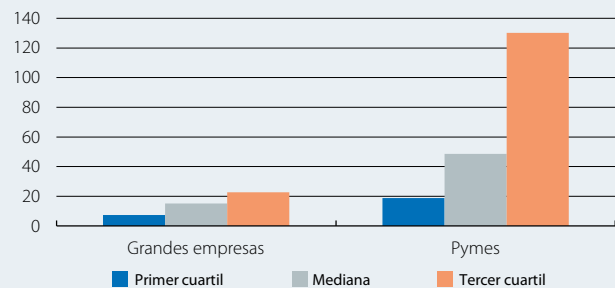
Volviendo al caso español, es evidente que no todos los sectores empresariales se han desendeudado al mismo ritmo. Centrándonos en el tercer cuartil (el segmento más endeudado), no sorprende que sectores como la construcción, que alcanzaron niveles de endeudamiento muy elevados (241% en 2008 en mediana), hayan sido los que más han reducido la deuda. Las pymes de otros sectores, como la hostelería y restauración, tienen una ratio de apalanca-

miento similar a la de 2008. Ello refleja que en estos sectores pocas empresas estaban sobreendeadadas y, por tanto, su necesidad de desapalancarse ha sido menor.

Finalmente, se observan también los primeros signos de que el crédito a las pymes se está reactivando: los nuevos créditos concedidos a empresas no financieras por un importe inferior a 1 millón de euros acumulan un crecimiento del 7,4% en lo que va de año. Parece, pues, que el grueso del arduo proceso de desapalancamiento de las pymes ya se ha producido y podría estar acercándose a su fin.

Reducción de la ratio de apalancamiento entre 2008 y 2012 por nivel de apalancamiento

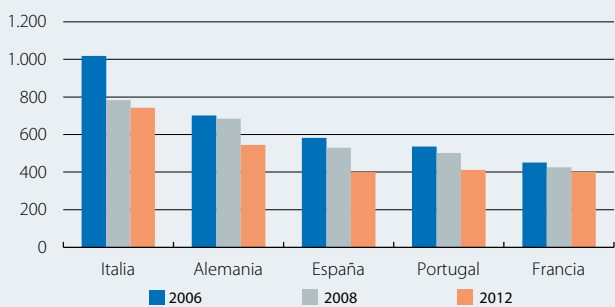
(p. p.)



Nota: La ratio de apalancamiento es igual a deudas sobre fondos propios.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BACH.

Ratio de apalancamiento de las pymes, tercer cuartil

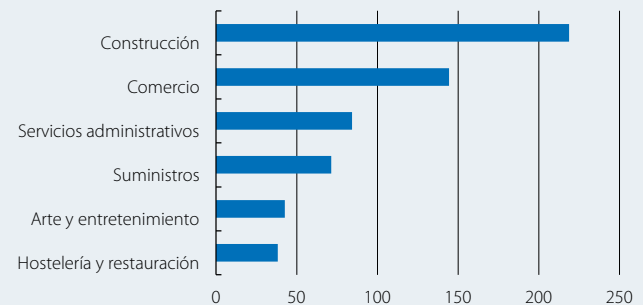
(%)



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

Reducción en la ratio de apalancamiento entre 2008 y 2012, tercer cuartil

(p. p.)



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

1. El primer (segundo o tercer) cuartil es aquel valor tal que el 25% (50% o 75%) de las empresas presentan una ratio menor que este valor y el 75% (50% o 25%) restantes están más endeudadas.

FOCUS · PGE 2015: la recuperación económica debería dar aire, pero ¿hasta qué punto?

Los Presupuestos Generales del Estado (PGE) que ha presentado el Gobierno para 2015 aprovechan un contexto de recuperación económica y una coyuntura más favorable. El cuadro macroeconómico de los PGE, evaluado por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AiReF) como plausible, prevé una aceleración del ritmo de crecimiento en 2015 (2,0% del PIB), impulsado sobre todo por la demanda interna, con avances importantes en el consumo y la inversión. Este entorno más propicio debería conllevar tanto un aumento de los ingresos como una disminución del gasto. Así, el déficit público pasaría del 5,5% en 2014 al 4,2% en 2015, y el déficit del Estado, del 3,5% en 2014 al 2,9% en 2015.

Los PGE prevén un aumento de los ingresos del Estado en 2015 (véase el primer gráfico) gracias al incremento de los ingresos tributarios (+5,4%). Cabe remarcar que este aumento habría sido mayor sin la reforma fiscal (+7,6% según las estimaciones del Gobierno), que principalmente modificó el IRPF (disminuyendo el número de tramos así como los tipos marginales aplicados) y el impuesto de sociedades (que se reducirá progresivamente hasta el 25% en 2016). En efecto, se prevé que la recaudación por IRPF descienda un 0,6% con respecto al cierre previsto para 2014, a pesar de la mejora de la actividad. La mayor subida se espera en la recaudación del IVA, que aumentaría un 7,2% debido principalmente al incremento del consumo privado (+2,7%, un poco más que en 2014). La sensibilidad de la recaudación fiscal a partir de los escenarios elaborados por el AiReF según las previsiones económicas de "la Caixa" Research (véase la tabla) sugieren que esta evolución positiva de los ingresos prevista en los PGE es alcanzable: los menores ingresos previstos en algunas áreas se compensarían con los mayores en otras, aunque el balance final puede depender del impacto en la práctica de la reforma fiscal.

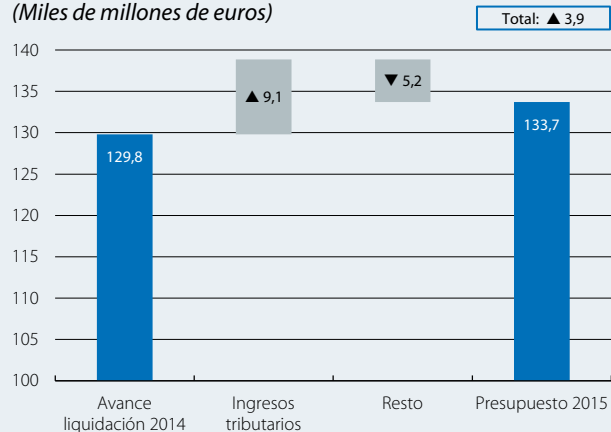
Los gastos del Estado se reducen en un 1,7% en 2015 según los PGE (véase el segundo gráfico). Por partidas, los gastos de personal aumentan ligeramente, así como las inversiones (que incluyen el Plan CRECE).¹ Las transferencias corrientes, la partida más importante, descienden debido a la menor aportación al Servicio Público de Empleo Estatal por gastos por prestaciones de desempleo, compensando el aumento del gasto en otras partidas. La siguiente partida más significativa, los gastos financieros, se reduce gracias a los menores costes por el pago de los intereses de la deuda pública (a pesar del incremento del nivel de esta última), y podría incluso estar sobreestimada.

En resumen, los PGE recogen un aumento de los ingresos y una reducción de los gastos dependientes sobre todo de la evolución económica (factores cíclicos) y en menor medida de ajustes estructurales de los gastos del Estado o de mejoras de eficiencia. Tampoco están exentos de riesgos, como por ejemplo por una desaceleración del crecimiento en la eurozona. El Gobierno, en definitiva, debe ejecutar

de manera estricta estos presupuestos y permanecer vigilante, ya que la reducción del déficit prevista hasta el 4,2% del PIB, aunque plausible, está subordinada a un escenario de recuperación económica en el que no todo está en manos del Gobierno.

Ingresos del Estado

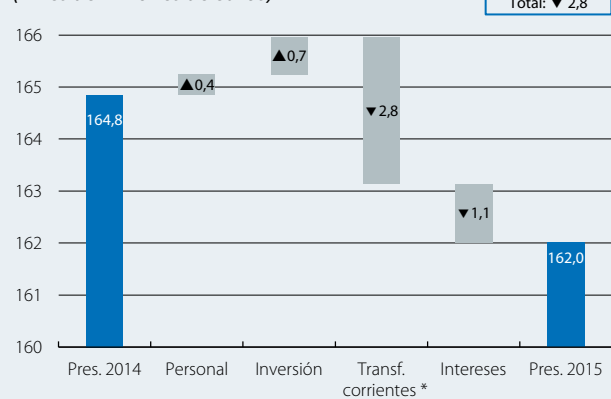
(Miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de los PGE 2015.

Gastos del Estado

(Miles de millones de euros)



Nota: * Incluye transferencias a AA. TT., Seguridad Social y SPEE.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de los PGE 2015.

Proyección de recaudación

(Miles de millones)

	PGE 2015	"la Caixa" Research	AiReF
Impuestos directos			
IRPF	73,0	73,3	72,1
Impuestos indirectos			
IVA	60,3	56,3	56,6
I. hidrocarburos	10,7	10,1	10,2
Cotizaciones sociales	109,8	112,0	111,0

Nota: Estimaciones basadas en las previsiones económicas de "la Caixa" Research y la AiReF; el modelo de previsión de ingresos de la AiReF; y el impacto de la reforma tributaria estimado por el Gobierno.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los PGE 2015 y de la AiReF.

1. Plan de medidas para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia (CRECE) aprobado en junio de 2014.

FOCUS · Reformas estructurales: despacito y buena letra

Una lectura constructiva de esta larga crisis económica ha sido la implementación de una serie de reformas imprescindibles para asentar las bases de un crecimiento económico sostenido que, de otra forma, difícilmente se hubieran establecido. Sirvan de ejemplo la reforma de las pensiones, la laboral, la del sistema tributario o la del sistema financiero, todas ellas de calado. Paralelamente, la agenda reformista ha avanzado en otros frentes que han pasado más desapercibidos pero que también son importantes, como los cambios en la ley concursal y en las políticas activas de empleo.

Por lo que respecta a la ley concursal, son notables los cambios implementados recientemente en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial que modifican la fase preconcursal (RDL 4/2014) y concursal (RDL 11/2014). Las medidas buscan garantizar la continuidad de empresas con problemas de financiación pero que son económicamente viables, lo que es beneficioso no solo para las propias empresas sino para la economía en general. Con el marco legal anterior, los deudores, al tener que responder de sus deudas con todo su patrimonio personal, tendían a postergar la entrada en concurso hasta llegar a una situación insalvable en la mayoría de casos y, además, era muy difícil que los distintos acreedores llegaran a un acuerdo de refinanciación o reestructuración de la deuda.

La creación de la figura del emprendedor de responsabilidad limitada (Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores y su internacionalización) permitió proteger la vivienda privada durante el concurso, si bien bajo ciertas condiciones posiblemente algo restrictivas. Asimismo, en el RDL 4/2014 se facilitó la suspensión de las ejecuciones sobre el patrimonio del deudor mientras tienen lugar las negociaciones con los acreedores. Ambas medidas deberían contribuir a proteger la integridad del patrimonio del deudor y, así, incentivar que entren antes en concurso.

Para promover que las partes lleguen a un acuerdo, se facilita la creación de mayorías entre los acreedores para determinar las condiciones de reestructuración de la deuda e imponerlas al conjunto de acreedores, tanto antes de llegar a concurso (RDL 4/2014) como una vez en él (RDL 14/2014). Es significativo que ahora los acreedores que cuentan con una garantía real también pueden verse forzados a asumir las condiciones pactadas, incluso si ello afecta a la garantía real. Tras el RDL 4/2014, destaca el nuevo tratamiento contable del crédito de las operaciones reestructuradas que establece el Banco de España. Después de un acuerdo de refinanciación, los importes serán clasificados como riesgo normal en lugar de dudosos en la medida en que existan suficientes elementos objetivos que garanticen su recuperación y en que haya un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial a corto y medio plazo. Sin duda, esta medida aumenta los incentivos de los bancos acree-

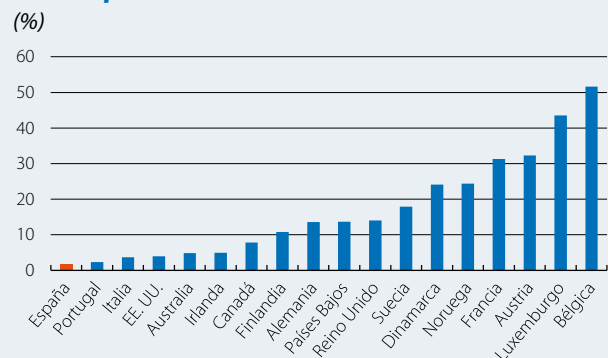
dores a buscar un acuerdo porque de esta forma se sanean sus balances.

Además de la reforma de la ley concursal, se han llevado a cabo otras actuaciones para mejorar el acceso a la financiación. El pasado 3 de octubre, por ejemplo, el Gobierno aprobó el proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial, en el que se introdujo, entre otros cambios, el preaviso de tres meses para cancelar o reducir más de un 35% las líneas de financiación a una pyme y la obligación de entregar a la pyme su historial de pagos y el *rating* interno.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, el foco se ha puesto en mejorar la eficacia de las políticas activas de empleo, un elemento de suma importancia en el contexto actual. El Gobierno ha optado por crear un sistema de distribución de los fondos a las comunidades autónomas condicionado a la eficacia de las políticas activas. Para ello, ha definido un conjunto de objetivos (incrementar la empleabilidad de los colectivos más afectados, mejorar la calidad de formación, etc.) y unos indicadores para evaluar su consecución. La importancia de los resultados obtenidos en la distribución de los fondos será creciente con el tiempo. Así, en 2014, el 40% de los fondos ya se han repartido en función de la evaluación de la gestión de programas en 2013, un porcentaje que se elevará hasta el 60% en 2015.

Esta reforma es un importante paso adelante hacia un sistema que permita evaluar de forma más objetiva y transparente las políticas activas de empleo que se llevan a cabo. Seguramente, de ahora en adelante el trabajo consistirá en ir refinando los indicadores que deben evaluar la eficacia de las políticas. Por un lado, encontrando un número de indicadores suficientemente amplio como para cubrir todo el espectro necesario para poder efectuar una evaluación completa, pero lo suficientemente estrecho como para que se asegure la transparencia de la evaluación global (actualmente hay 26 indicadores). Por otro lado, también será importante ampliar el número de indicadores que miden el éxito de las políticas llevadas a cabo. En cualquier caso, la reforma constituye una plataforma ideal para que las políticas activas de empleo sean protagonistas de la tan esperada recuperación del mercado laboral.

Concursos empresariales por cada 100 empresas cerradas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Informe Anual 2013 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	10/14
Industria									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	0,1	-0,4	0,8	0,1	0,1	1,6	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	1,1	1,5	2,6	0,8	0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-11,6	-9,1	-8,2	-5,7	-5,7	-5,7	-6,0
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	50,1	52,5	53,4	53,9	52,8	52,6	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-6,5	-8,9	14,4	16,6	30,2	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,8	-9,3	6,5	10,7	-1,1	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	2,0	5,6	10,8	8,1	7,8	5,9	8,8	8,1	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	51,8	54,2	55,7	56,2	58,1	55,8	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	0,4	-0,1	0,7	-0,3	0,6	1,1	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	22,6	11,8	23,2	10,9	13,7	26,2	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-19,4	-11,8	-6,1	-7,7	-6,4	-9,6	-10,0

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	07/14	08/14	09/14
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-2,5	-1,3	0,0	0,6	0,6	0,7
Construcción	-17,0	-12,1	-7,9	-5,3	-2,3	-1,1	-0,4	-0,2
Servicios	-1,7	-2,0	-0,4	1,1	2,2	2,6	2,5	2,7
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-1,8	0,1	1,4	1,9	1,9	2,1
No asalariados	-1,4	-0,6	0,4	1,4	2,3	2,4	2,5	2,6
TOTAL	-3,4	-3,2	-1,4	0,4	1,5	2,0	2,0	2,2
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-1,2	-0,5	1,1	-	1,6	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	29,7	-14,2	-2,1	6,8	24,0	18,4	16,8	29,3
Temporales	-4,0	6,4	15,0	19,4	14,2	8,5	8,3	16,4
TOTAL	-1,6	4,0	13,5	18,2	15,0	9,1	8,8	17,4
Paro registrado³								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-8,0	-9,4	-10,9	-5,8	-4,9	-5,7
Resto de edades	11,7	3,7	-1,2	-3,7	-5,9	-6,0	-5,8	-5,9
TOTAL	10,9	2,7	-1,8	-4,2	-6,4	-5,9	-5,8	-5,9

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

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

Precios

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14	10/14
General	2,4	1,4	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1
Subyacente	1,6	1,5	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	0,7	0,7	-2,3	-5,2	-5,4	-1,5	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-1,0	2,4	0,3	-0,9	0,0	...

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

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

	2012	2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	4,4	0,8	3,2	-2,0	8,7	-5,1
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-0,6	2,0	7,0	3,7	13,4	0,5
Saldo corriente	-3,0	15,1	15,8	15,1	11,2	4,4	3,5	1,8
Bienes y servicios	16,5	35,7	34,3	35,7	33,6	29,1	28,0	26,7
Rentas primarias y secundarias	-19,4	-20,6	-18,5	-20,6	-22,4	-24,8	-24,5	-24,9
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	2,3	22,0	22,7	22,0	18,3	10,8	9,7	7,8

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	07/14	08/14	09/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,1	-6,8	-6,8	-0,6	-3,4	-	...	-
Estado ¹	-7,9	-4,8	-4,8	-0,9	-2,5	-3,1	-3,3	-3,1
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-1,5	-0,3	-1,1	-1,0	-1,0	...
Corporaciones locales	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	-	...	-
Seguridad Social	-0,9	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	0,0	-0,1	...
Deuda pública (% PIB)	84,4	92,1	92,1	94,9	96,3	-	...	-

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	07/14	08/14	Saldo 08/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-4,0	-7,8	-8,1	-7,4	-6,2	-5,7	-5,6	-5,5	1.787,6
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-10,3	-8,8	-6,6	-6,1	-5,9	-5,9	1.025,8
Hogares ³	-3,8	-4,9	-5,0	-5,5	-5,6	-5,2	-5,1	-5,1	761,8
Administraciones públicas ⁴	15,0	16,8	17,4	13,0	8,5	6,6	5,5	6,1	1.010,0
TOTAL	0,7	-1,0	-0,9	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-1,6	2.797,6
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	-1,4	1.173,8
A la vista	0,2	4,2	4,6	8,1	7,4	7,4	13,8	13,5	311,2
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,2	1,4	3,8	5,9	6,6	7,0	215,2
A plazo	-6,7	1,7	5,7	0,2	-3,6	-6,1	-8,5	-9,8	626,3
En moneda extranjera	-4,0	16,8	24,1	-0,1	-1,1	0,1	0,1	0,5	21,1
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-15,3	-12,7	-11,1	-8,3	-0,2	-9,5	117,7
TOTAL	-5,7	-0,2	2,3	0,5	-1,1	-1,6	-0,7	-2,2	1.291,5
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	12,7	13,6	13,4	13,1	13,2	13,2	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	63,8	58,0	58,6	59,4	59,4	59,2	-

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.

CONTABILIDAD NACIONAL EN LA ERA DIGITAL

Sobre la medición y el uso del PIB

El PIB es, sin ninguna duda, la estadística predominante en el mundo económico. Lo utilizan los Gobiernos para elaborar los presupuestos públicos, los bancos centrales para formular la política monetaria, los inversores para administrar sus carteras y los responsables de diseñar la política económica. Sin embargo, ¿es adecuado emplearlo para este sinfín de propósitos? Como apuntó el premio nobel Joseph Stiglitz: «Lo que medimos afecta a lo que hacemos; y si nuestras medidas son incorrectas, las decisiones pueden estar distorsionadas». Es decir, para usar adecuadamente el PIB, ante todo hay que entender qué es, qué mide y qué deja de medir.

El PIB mide el valor de los bienes y servicios finales obtenidos en una economía en un periodo de tiempo determinado. Sus orígenes se remontan a la Gran Depresión de EE. UU. en la década de los treinta, cuando surgió la necesidad de computar el alcance de la contracción económica. A lo largo de los años, el sistema de cuentas nacionales, ideado cuando la producción era eminentemente agrícola e industrial, ha ido evolucionando para adaptarse a los cambios del modelo productivo. En la era digital, la creciente importancia de la investigación y el desarrollo (I+D) en los procesos productivos o la producción de bienes intangibles suponen un importante reto de medición: ¿cómo valorarlos en el PIB?

El esfuerzo más reciente para adaptar el cálculo del PIB a la nueva economía ha tenido lugar este mismo otoño. Los países europeos han empezado a publicar los datos de contabilidad nacional con el nuevo estándar de cuentas nacionales y regionales (ESA 2010), que, a su vez, responde a los estándares dictados por las Naciones Unidas (SNA 2008) e implementados en EE. UU., Australia y Canadá. Entre los cambios introducidos, destaca la novedad de que el gasto en I+D se trate como inversión. Hasta ahora, se consideraba un consumo intermedio en el proceso de producción y, como tal, no estaba contabilizado directamente en el PIB. La nueva metodología reconoce que el gasto en I+D es, en realidad, una inversión, ya que supone un aumento del *stock* de capital intangible que puede ser usado repetidamente en el proceso de producción y, consecuentemente, pasa a engrosar directamente la cifra del PIB.

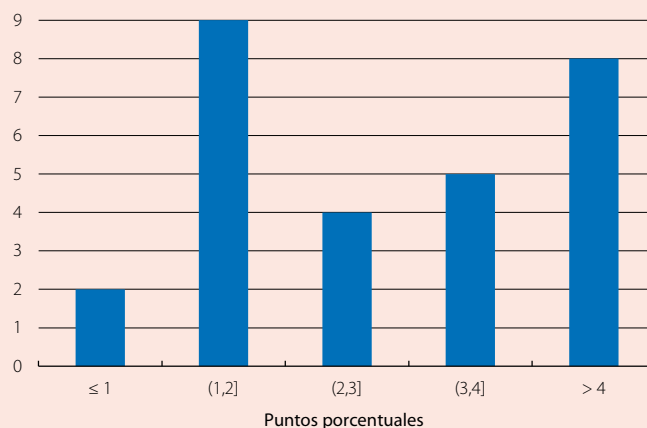
El impacto de la inclusión del gasto en I+D no es nada desdeñable: el PIB nominal de la Unión Europea se ha incrementado en 1,9 p. p. en 2010, un valor que se eleva a 4,0 p. p. en Finlandia y Suecia. Además de este cambio, la nueva metodología de cálculo del PIB engloba otros factores como el cómputo del gasto en sistemas de armamento en la inversión y de las actividades ilegales, como por ejemplo la prostitución, la producción y el tráfico de drogas y el contrabando, en el cálculo de la renta nacional. Si se tienen en cuenta el conjunto de cambios metodológicos introducidos, la revisión total del PIB es de 3,7 p. p. para el conjunto de la Unión Europea. En ocho de los 28 países, el PIB ha aumentado en más de 4 p. p. (véase el gráfico). Parece que, de golpe, nos hemos vuelto más ricos, al menos a efectos estadísticos.

Estos datos sugieren que la inclusión, o la exclusión, de determinadas actividades productivas en el PIB puede tener un impacto sustancial. Ello adquiere una mayor relevancia cuando las decisiones de política económica se basan en estas cifras, sin antes valorar qué incluyen y qué no. Sirva de ilustración la supuesta falta de inversión en las principales economías desarrolladas. En la eurozona, el peso de la inversión sobre el PIB se ha reducido del 22% en 2007 hasta el 18% actual. En EE. UU. el panorama es similar. Ante estos datos, no faltan las voces críticas exigiendo un mayor esfuerzo de inversión en estas economías con el fin de incrementar su crecimiento potencial. Pero ¿y si la inversión no está correctamente medida en el PIB?

El fuerte impacto que ha tenido la inclusión del gasto en I+D como inversión hace sospechar que quizás las cuentas nacionales estén omitiendo una parte, probablemente considerable, de la inversión en intangibles como el capital organizativo o el valor de las marcas (véase el artículo «Intangibles: la nueva inversión en la era del conocimiento» en este mismo Dossier). A raíz del inadecuado tratamiento de los intangibles en las cuentas nacionales, algunos economistas han intentado identificar y computar la inversión en estos capitales.¹ En EE. UU. la inversión en activos intangibles es significativa y ha ido ganando relevancia: en 1977

Impacto de los cambios metodológicos y mejoras estadísticas en el nivel del PIB, 2010

(Número de países)



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

1. Corrado, C., Hulten, C. y Sichel, D. (2009), «Intangible Capital and U.S. Economic Growth», *Review of Income and Wealth*, 55, 661-85.

representaba alrededor del 6% del PIB, un peso que ha aumentado hasta alcanzar algo más del 12% del PIB en 2011. El resultado es que la inversión total (incluyendo los intangibles) superaba el 19% del PIB en 2011 y presenta una tendencia de fondo positiva. En este caso, parece razonable cuestionar la necesidad de incrementar la inversión sin antes disponer de un diagnóstico correcto de la situación. De todos modos, es probable que, como consecuencia de la crisis económica, muchos países desarrollados tengan una tasa de inversión (en activos tangibles e intangibles) inferior a la deseable, pero la falta de estadísticas al respecto dificulta que se pueda valorar la idoneidad de este tipo de recomendaciones.

Las dificultades de medición del PIB que plantea la revolución digital van más allá de la inversión. Un caso acuciante es el de la medición del consumo de los bienes y servicios gratuitos (véase el artículo «El precio de lo gratuito» en este mismo Dossier). El consumo de lo gratuito, al no estar asociado con una transacción monetaria, difícilmente estará capturado en el PIB, que se estima a partir de datos sobre los pagos monetarios realizados. El problema adquiere una dimensión aún mayor por el efecto sustitución, es decir, cuando por el hecho de consumir un bien gratuito (por ejemplo, hacer una llamada a través de plataformas como Skype) se reduce el consumo de bienes de pago (hacer una llamada telefónica convencional) que sí estarían contabilizados en el PIB. Aunque sea difícil de cuantificar, Brynjolfsson y Hee Oh (2012)² estiman que el valor de los bienes y servicios gratuitos en EE. UU. podría estar alrededor de los 100.000 millones de dólares anuales, una cifra nada desdeñable y que no está contabilizada en el PIB.

Tal y como acabamos de ver, a veces el uso del PIB puede ser problemático por lo que *no* incluye. Otras, como veremos a continuación, por lo que *sí* tiene en cuenta. Sirva de ilustración que en el cómputo del PIB se incluyen la economía sumergida y las actividades ilegales (estas últimas han sido agregadas en la última revisión, como se ha comentado anteriormente). Ello es relevante para la política económica porque muchas métricas se basan en el PIB. Por ejemplo, el déficit del sector público se acostumbra a medir como un porcentaje del PIB. Así, en el marco del procedimiento de déficit excesivo de la Comisión Europea, el objetivo de déficit público español para 2013 era del 6,5% del PIB. Con la estimación de abril, este objetivo se habría superado en una décima (6,6% del PIB). Sin embargo, el nuevo cálculo del PIB ha reducido el déficit al 6,3% del PIB,³ lo que significa que España cumplió, e incluso mejoró, el objetivo pactado con la Unión Europea. No deja de ser paradójico que ello se haya conseguido, en parte, gracias a la inclusión de actividades ilegales en el cálculo del PIB sobre las que el Gobierno no tiene capacidad recaudatoria. Un efecto similar se observa en la ratio de la deuda pública sobre el PIB, que descendió en 2,3 p. p. entre abril y octubre gracias a la revisión del PIB.

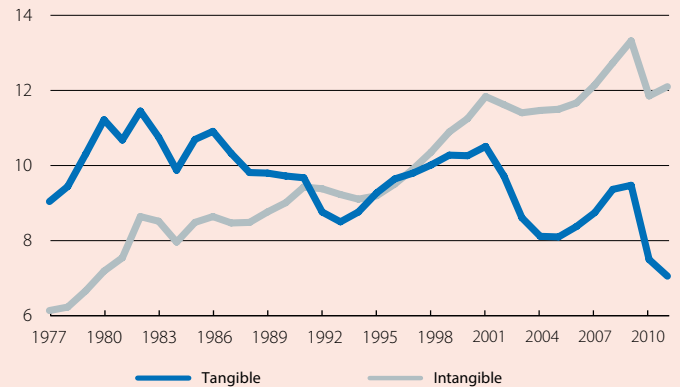
Dado el conjunto de limitaciones que plantea la estimación del PIB, en determinadas ocasiones es necesario recurrir a otras medidas que se ajustan más al objeto de análisis. Por ejemplo, en lugar de utilizar el PIB per cápita para medir el progreso de una nación, se han desarrollado indicadores de bienestar social que valoran otros aspectos que determinan la calidad de vida de las personas, como la calidad de la educación o el medio ambiente (véase el artículo «¿Refleja el PIB el bienestar de los países?» en este mismo Dossier).

En definitiva, el PIB es, y será, la métrica principal para medir el progreso de una economía. Ciertamente, se están haciendo esfuerzos significativos para adaptar las cuentas nacionales a la nueva realidad económica. Las dificultades recaen en su uso (y abuso) para formular políticas económicas y establecer prioridades. Por ello, es necesario ser conscientes de las limitaciones del PIB y utilizarlo en conjunción con otras métricas que lo complementen. De este modo, las decisiones económicas serán más adecuadas.

Judit Montoriol-Garriga
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación estratégica y Estudios, CaixaBank

Inversión en bienes tangibles e intangibles en EE. UU.

(% PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Corrado et al. (2009).

2. Erik Brynjolfsson y Joo Hee Oh (2012), «The Attention Economy: Measuring the value of free digital services on the internet», Thirty Third International Conference on Information Systems, Orlando.

3. Concretamente, dos décimas son atribuibles a la revisión del PIB y una décima a la mejora del saldo de las corporaciones locales.

Intangibles: la nueva inversión en la era del conocimiento

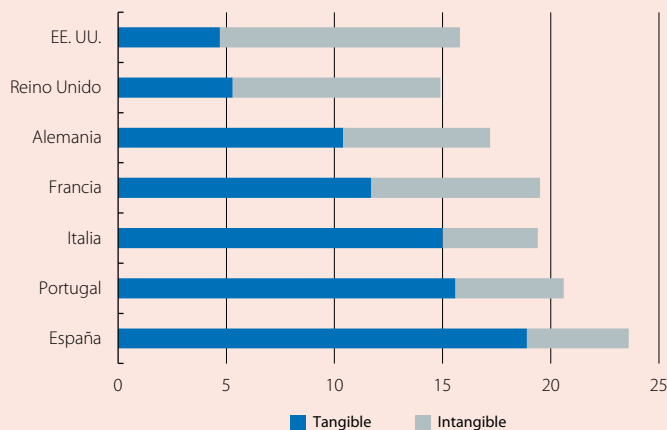
El paso de una economía ampliamente manufacturera a lo que se ha venido a denominar como la economía del conocimiento ha implicado cambios importantes en la estructura productiva de los países. La relevancia que han ido ganando los activos intangibles en la era de la digitalización y la comunicación es tal que se podría afirmar que son a la economía del conocimiento lo que las máquinas a la economía manufacturera. Sin embargo, a pesar de su creciente transcendencia (en EE. UU. y en Reino Unido ya se invierte más en capital intangible que en tangible, como se recoge en el gráfico), la dificultad de medirlos a menudo ha llevado a excluirlos en numerosos contextos económicos, lo que ha provocado teorías erróneas y decisiones subóptimas. En este artículo se analizará qué son los intangibles, por qué es difícil cuantificarlos y qué ocurre cuando los excluimos.

Recordemos que la teoría económica define la inversión como lo que se gasta hoy en bienes y/o servicios (activos) para aumentar el *stock* de capital y con ello la capacidad de producción futura. Esta variable *stock* refleja los cambios promovidos por las decisiones de inversión, pero tiene una inercia importante, pues contiene el capital acumulado en el pasado neto de depreciación. Bajo esta premisa, los activos intangibles son tipos de capital que por su naturaleza son difíciles de identificar y de contabilizar pero cuya acumulación (como ocurre con los bienes de capital más comunes o físicos) implica mayor capacidad productiva el día de mañana.

Así, por ejemplo, una empresa invierte cuando decide adquirir una nueva máquina y dicha máquina pasa a formar parte del *stock* de capital de la empresa y, por tanto, de su capacidad productiva. De la misma manera, cuando dicha empresa ofrece formación a sus trabajadores o compra un paquete de *software* informático (ambos activos intangibles) también se trata de inversión. No obstante, el gasto en formación específica para los trabajadores no se considera inversión en la contabilidad nacional, por lo que las empresas deben tratarlo como un gasto en sus cuentas, sin posibilidad de amortización. Aunque pueda extrañarnos, vale la pena recordar que hace apenas 15 años la adquisición de *software* tampoco se contemplaba como inversión en las cuentas nacionales y, en consecuencia, las medidas de *stock* de capital de los países tampoco lo consideraban. Más sorprendente aún es el hecho de que tampoco se contabilice como inversión el gasto que los individuos destinan por iniciativa propia a su educación y formación (inversión en capital humano). Sin lugar a dudas, esto implica una subestimación del *stock* de capital de los países: ya en 1989, Dale Jorgenson y Barbara Fraumeni estimaron que el *stock* de capital humano de la economía norteamericana era entre cinco y diez veces superior al físico.¹

Inversión en activos tangibles e intangibles *

(% del PIB)



Nota: * En 2009.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Falk, M. (2013). *New empirical findings for international investment in intangible assets* (No. 30). WWWforEurope.

Los intangibles se pueden dividir en cuatro grandes grupos: (i) información digitalizada, (ii) propiedad intelectual, (iii) capital humano y (iv) competencias económicas. De los cuatro, como ya hemos mencionado, la información digitalizada (básicamente *software*) ya hace años que se contabiliza como inversión en las cuentas nacionales, mientras que la propiedad intelectual (patentes, *copyrights* y gasto en I+D) ha entrado a formar parte del componente inversión precisamente con el actual cambio metodológico del PIB (véase el artículo «Sobre la medición y el uso del PIB» en este mismo Dossier). Son evidentes, pues, los esfuerzos que se han llevado a cabo para mejorar la contabilización y la clasificación de este tipo de capital, aunque todavía queda camino por recorrer, en especial en cuanto a competencias económicas se refiere. Estas, a menudo también denominadas capital organizativo, incluyen un amplio abanico de elementos que comprenden los procesos productivos, los modelos de negocio, la inversión en capital humano específico a la empresa o los elementos de marca (como las campañas de publicidad o estudios de mercado). Asimismo, su tamaño parece ser enorme a juzgar

por las distintas mediciones que se han realizado. A modo ilustrativo, y según Corrado *et al.* (2007), a principios de los 2000 la inversión en activos intangibles en EE. UU. se situaba en torno a un billón de dólares anuales (a la par de la inversión en capital tangible), del cual la mitad (¡medio billón!) provenía de intangibles relacionados con competencias económicas.² Ello significa que, en la actualidad, la mitad de la inversión en intangibles todavía se encuentra en la penumbra en las cuentas nacionales.

1. Véase Jorgenson, D. y Fraumeni, B. M. (1989), «The accumulation of human and nonhuman capital, 1948-84», in *The measurement of saving, investment, and wealth* (pp. 227-286), University of Chicago Press, 1989.

2. Corrado, C., Hulten, C. y Sichel, D. (2007), «Intangible Capital and Economic Growth», Research Technology Management.

Aunque se trate de inversión por definición, existen motivos sustanciales por los que el gasto en intangibles no se incluye (o se ha tardado en incluir) en ese epígrafe. Entre ellos, sobresale el hecho de que muchos de estos intangibles no se compran, sino que se desarrollan en la propia empresa y es difícil, por tanto, cuantificar su valor de mercado. En segundo lugar, también destaca su característica «invisibilidad», lo que complica medir el grado de depreciación del activo, aspecto básico de cualquier tipo de capital. El hecho de que una máquina sea visible permite ver si es nueva o vieja o está averiada. Sin embargo, ¿cuándo un proceso productivo es nuevo, viejo o no funciona?

Con todo, y a pesar de lo complejo de la tarea, en este caso debería primar la máxima de John Maynard Keynes de que más vale un cálculo aproximadamente correcto que uno exactamente incorrecto. Porque la exclusión de estos intangibles como una forma de inversión puede inducir a graves errores de política económica tanto a nivel agregado como a nivel empresarial. En particular, en los modelos contables de crecimiento económico a partir de los cuales se estiman los determinantes de la productividad laboral, la inclusión de medidas de capital intangible ocasiona variaciones significativas en los resultados, entre las que destacan: que el capital intangible ha sido una fuente clave y creciente en la mejora de la productividad laboral en las últimas décadas, y que, en consecuencia la relevancia del capital tangible y de la productividad total de los factores estaba sobreestimada.³ Sin duda alguna, políticas basadas en estimaciones que obviaban el papel de los intangibles habrán ocasionado situaciones de sobreinversión en capital tangible en detrimento de los intangibles, entre otros efectos indeseados.

A nivel empresarial, está claro que tratar muchos de los activos intangibles como gasto en lugar de inversión comporta situaciones de infrainversión en intangibles, puesto que los gerentes deben equilibrar los beneficios futuros con la cuenta de resultados presente y tener en cuenta los riesgos que podría entrañar un gasto elevado en intangibles (por no ser periodificable). Asimismo, y de la misma manera que ocurría con los estudios a nivel macroeconómico, la omisión de los intangibles en los estudios microeconómicos también acarrea importantes errores. Por ejemplo, un estudio de Brynjolfsson, Hitt y Yang (2002) muestra en una primera estimación como un dólar invertido en capital tecnológico se traduce en diez dólares de valor comercial, mientras que la relación es de uno a uno cuando la inversión se destina a capital no tecnológico.⁴ Sin embargo, la mera inclusión de una medida de capital organizativo en la estimación cambia los resultados de manera drástica. En concreto, mientras que en un entorno organizativo que prioriza los equipos autogestionados y la toma de decisiones descentralizada la asociación de uno a diez se mantiene al invertir en capital tecnológico, esta se transforma en una asociación de uno a uno cuando el contexto organizativo no fomenta la autogestión ni la descentralización. Es decir, la inversión en tecnología es altamente productiva solo si va acompañada de los cambios organizativos adecuados.

Así pues, parece claro que, aunque resulte imperfecta, es deseable encontrar algún tipo de medición de estos activos. Existen distintas aproximaciones al problema. Una de las más comunes consiste en comparar el valor de mercado de las empresas con su valor contable tangible: la diferencia entre ambos reflejaría la relevancia de los intangibles en dichas empresas. No hace falta ser muy perspicaz para darse cuenta de que el valor real de Google o de Amazon poco tiene que ver con el valor de sus activos tangibles y mucho con el de sus intangibles. Aunque también es cierto que el valor de mercado puede fluctuar considerablemente por distintas razones, especialmente a corto plazo.

Una segunda vía consiste en recopilar los distintos tipos de gastos que la lógica diría que están asociados a la creación de intangibles, y capitalizarlos de la misma manera que haríamos con el capital más tradicional. En general, se compilan los gastos por publicidad, los gastos directos en formación de trabajadores, los gastos incurridos por la subcontratación de empresas de consultoría y una porción de los salarios de los altos ejecutivos, por considerarse que una parte de su tiempo consiste en la innovación organizativa. Una vez compilados estos flujos de inversión con cierta periodicidad se asume una tasa de depreciación para cada uno de ellos. Un ejercicio para nada evidente, tal y como ya se ha sugerido, pero que intenta basarse en información disponible de la realidad económica. Así, si para el capital físico más clásico se asumen tasas de depreciación de entre el 5% y el 15%, estas se sitúan en torno al 25% para la I+D, y se disparan hasta valores de entre el 30% y el 55% para algunos productos informáticos así como para el capital organizativo.

En definitiva, aunque la inversión sea un concepto fácil de definir, su identificación y cuantificación se convierte en una tarea ardua a medida que las economías avanzan hacia la era de la digitalización y el conocimiento, y los intangibles pasan a representar una de las fuentes principales de riqueza. Sin embargo, esta dificultad no puede amedrentarnos, pues solo su identificación y su medición permitirán a las empresas del mundo actual generar la ventaja competitiva que las conduzca al uso óptimo de recursos y, con ello, al éxito.

Clàudia Canals

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

3. La productividad total de los factores es la diferencia entre la tasa de crecimiento del *output* de un país y la tasa ponderada de incremento de los factores de producción (en general, capital y trabajo).

4. Véase Brynjolfsson, E., Hitt, L. M. y Yang, S. (2002), «Intangible assets: Computers and organizational capital», *Brookings papers on economic activity*, 2002(1), 137-198.

El precio de lo gratuito

¿Quién no ha consultado alguna vez internet para conocer la valoración de los usuarios antes de reservar una habitación de hotel o encontrar un buen restaurante? ¿Quién no se aprovecha de las redes sociales para mantener el contacto con sus antiguos compañeros de trabajo o de la escuela? ¿Quién no utiliza diariamente aplicaciones en sus *smartphones*? Todas estas acciones, por cotidianas que parezcan, nos reportan un beneficio que, de forma agregada, aumenta el bienestar de la sociedad sin que se tenga que incurrir en ningún coste directo, dado que muchos de los servicios que usamos para lograrlo son gratuitos. A pesar de estar acostumbrados a no pagar por ellos, ¿estaríamos dispuestos a hacerlo para seguir disfrutando de sus comodidades? Probablemente sí, pero ¿cuál es la actividad económica que aportan los servicios prestados por estas aplicaciones? ¿Forma parte de las estadísticas nacionales? A continuación arrojaremos un poco de luz sobre los problemas de medición de los bienes y servicios gratuitos en la contabilidad nacional.

La métrica por excelencia de la contabilidad nacional, el PIB, intenta medir el valor de bienes y servicios de la economía (véase el artículo «Sobre la medición y el uso del PIB» en este mismo Dossier). Esta tarea es relativamente sencilla de llevar a cabo en la industria tradicional, pero el reto es mucho mayor para los sectores más ligados a las nuevas tecnologías de la información. Los temores a que el error de medición sea mayúsculo y creciente surgen, por ejemplo, cuando se observa que, según las cuentas nacionales de EE. UU., el peso del sector de la información respecto al PIB se ha mantenido constante entre el 4% y el 5% desde 1990. Nótese que el volumen de información en la red en 2013 era de 4,4 zettabytes (4 billones de gigabytes) según International Data Corporation, lo que representa un incremento del 50% respecto al año anterior. Cuesta creer que durante los años que se ha registrado el mayor avance de las tecnologías de la información, el valor añadido del sector se haya mantenido estable en términos relativos.

EE. UU.: composición del PIB por sectores

(% respecto al total del PIB)

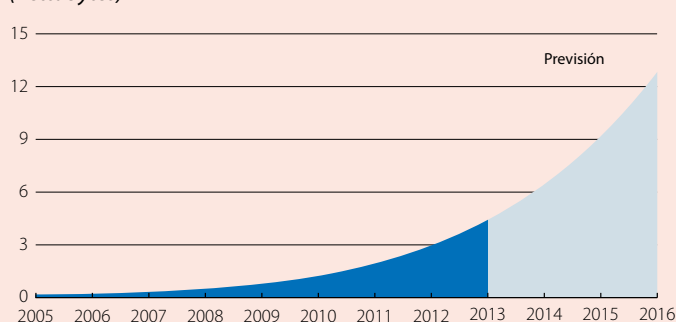
	1990	2000	2010	2013
Servicios	40,4	43,3	45,3	45,6
Comercio y manufacturas	40,4	38,4	34,3	34,9
Industria de la información *	3,9	4,6	4,8	4,8
Agricultura y pesca	1,7	1,0	1,1	1,6
Sector público	13,9	12,9	14,3	13,0

Nota: * Incluye empresas editoriales, audiovisuales, de telecomunicaciones, radiodifusión, procesamiento de datos, publicación en internet y otros servicios de información.

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

Volumen de información en internet

(Zettabytes)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de International Data Corporation.

Una de las principales limitaciones del PIB es que intenta capturar la producción de bienes y servicios mediante el pago monetario que se realiza cuando estos se comercializan. Por tanto, un primer grupo de bienes ajeno al PIB son las actividades de auto-producción o autoconsumo, que engloban toda la riqueza producida y consumida dentro de los hogares. El ejemplo más conocido son las labores domésticas, que sí se contabilizarían en el PIB si las realizara un tercero que cobrase por ello. Un estudio del Bureau of Economic Analysis estimó que, en 2010, la incorporación del valor de la producción de no mercado de los hogares hubiese elevado el PIB nominal en un 26%.¹ Otro grupo de productos no incluido en el PIB son todos aquellos bienes y servicios que se intercambian sin mediar transacción financiera alguna, es decir, los gratuitos.

Si bien todas estas imprecisiones de medición ya hace tiempo que existen, y que se conocen, en los últimos años la incorporación de las nuevas tecnologías en el día a día de la sociedad las ha acentuado. En particular, han aparecido nuevas formas de autoproducción y el precio de muchos bienes y servicios se ha reducido drásticamente hasta el punto que muchos de ellos son ahora gratuitos. Frente a este cambio en el modelo productivo, el PIB, no refleja el aumento en la producción de estos bienes y servicios. Los casos de la industria de la música y de la prensa son buenos ejemplos de ello. Para el caso concreto de la industria de la música, el paso del formato analógico al digital redujo drásticamente el coste marginal de este bien, dado que el coste del proceso de digitalización es muy bajo y permite su transmisión de forma instantánea y global a un coste marginal

1. Bridgman, Dugan, Lal, Osborne y Villones, *Accounting for household production in the National Accounts*, Bureau of Economic Analysis Article series, 2012.

cercano a cero. A las descargas digitales se añadió la posibilidad de escuchar canciones en tiempo real (*streaming*) y de forma gratuita vía plataformas como YouTube o Spotify. Este proceso de innovación ha reducido drásticamente los ingresos del sector y, por tanto, en las cuentas nacionales aparece como si la producción hubiera caído cuando probablemente lo que está sucediendo es que la producción de esta industria se ha disparado y ha aumentado enormemente el consumo y el bienestar de muchos usuarios.

La omisión de la contabilización de la autoproducción en el PIB también se ha intensificado con el nacimiento de la *sharing economy*. El consumo colaborativo sería lo más parecido a lo que en un mundo sin internet llamábamos autoproducción y trueque (o intercambio informal), pero a nivel global en lugar de local, en el que se comparten e intercambian bienes, servicios y contenidos a través de las plataformas digitales. Ejemplos de ello son Facebook, Tripadvisor o Wikipedia. Asimismo, junto a esta actividad en la que no se produce intercambio monetario alguno, surge una nueva actividad económica en la que los usuarios intercambian bienes y servicios a cambio de dinero en la red. Esta nueva actividad genera una mayor competencia al negocio tradicional y abarca a un amplio grupo de sectores, desde el hotelero hasta el del transporte.

Dado que se espera que el número de bienes y servicios que se obtienen de forma gratuita crezca aún más en los próximos años, de no remediarse, el error de medición del PIB irá en aumento y evaluará peor el bienestar económico de los países. Respecto a este segundo punto, Erik Brynjolfsson y Joo Hee Oh utilizan una original y sofisticada metodología² para medir el valor de estos servicios para el caso de EE. UU. Concretamente, computan cuánto dinero debería recibir un consumidor para que su nivel de bienestar sin el uso de estos servicios digitales gratuitos equivaliese al bienestar que obtienen con su uso. De su análisis se desprende que el aumento del bienestar gracias a la utilización de los servicios digitales gratuitos entre 2007 y 2011 fue de 106.000 millones de dólares anuales en promedio, lo que correspondería a un incremento de 0,74 p. p. del PIB. Estas cifras no son nada desdeñables y evidencian las discrepancias entre el valor de la actividad productiva de un país y su bienestar. Ello reafirma la importancia de desarrollar otras medidas alternativas para medir el bienestar económico de la sociedad (véase el artículo «¿Refleja el PIB el bienestar de los países?» en este mismo Dossier).

En definitiva, el auge de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) está teniendo un impacto de primer orden en el valor de los bienes y servicios producidos y en el bienestar de la gente que no está siendo capturado adecuadamente por las métricas tradicionales. Además, todo apunta a que el error de medición, lejos de corregirse, aumentará en los próximos años si no se toman medidas para evitarlo. Si la economía cambia, también deben hacerlo sus sistemas de medición. El reto, sin embargo, no es sencillo.

Ariadna Vidal Martínez

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

2. Erik Brynjolfsson y Joo Hee Oh, *The Attention Economy: Measuring the value of free digital services on the internet*, Thirty Third International Conference on Information Systems, Orlando 2012.

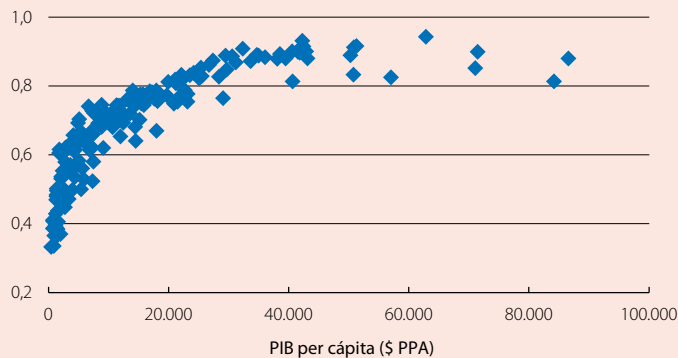
¿Refleja el PIB el bienestar de los países?

El PIB es la forma más extendida de cuantificar la evolución de la actividad económica de un país. Su rigurosa metodología permite que se utilice en todo el planeta facilitando, así, la comparación entre países. No obstante, aunque se haga habitualmente, es inadecuado deducir el bienestar de una nación a partir de su PIB, algo que ya reconoció el propio Simon Kuznets, creador del PIB en los EE. UU. en la década de los treinta. Por poner un ejemplo: una explotación de los recursos naturales podría impulsar el crecimiento en un momento dado, pero a costa de agotar los recursos y contaminar el entorno, lo que reduce el bienestar presente y futuro de una población.

Fruto del reconocimiento de la debilidad del PIB como indicador de progreso y bienestar social, durante los últimos años se han buscado con ahínco medidas alternativas. En 2008, Nicolas Sarkozy, entonces presidente de Francia, constituyó una comisión de expertos con el fin de identificar las limitaciones del PIB tanto en su aspecto metodológico como en su capacidad de valorar el bienestar (véase www.stiglitz-sen-fitoussi.fr). El trabajo de dicha comisión motivó el programa *Better Life Index*, de la OCDE, cuyo objetivo es el desarrollo de herramientas estadísticas que valoren los aspectos que determinan la calidad de vida de las personas. Otras organizaciones, como las Naciones Unidas, también han trabajado desde hace años en la elaboración de indicadores alternativos al PIB.

Relación entre el PIB per cápita y el índice de desarrollo humano (2012)

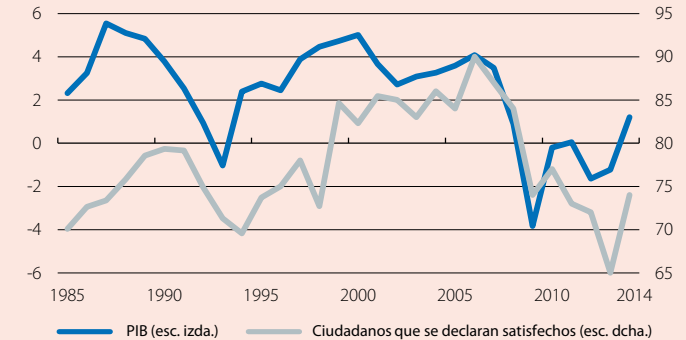
(Índice de desarrollo humano)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las Naciones Unidas.

Evolución del crecimiento económico y el grado de satisfacción personal en España

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Economía (BDMacro), INE y Comisión Europea (Eurobarometer).

En general, las propuestas de la OCDE o de las Naciones Unidas buscan complementar la medida del PIB existente con la inclusión de dimensiones de carácter social o medioambiental. Así, el índice para una vida mejor de la OCDE tiene en cuenta 11 aspectos distintos medidos con varios indicadores (véase la primera tabla): vivienda, ingresos, empleo, comunidad, educación, medio ambiente, compromiso cívico, salud, satisfacción, seguridad y equilibrio vida-trabajo. Otra variable utilizada internacionalmente es el índice de desarrollo humano (IDH) de las Naciones Unidas, que engloba la esperanza de vida, la educación y el nivel de renta. Además de estos índices compuestos, existen otros indicadores subjetivos contruidos a partir de encuestas de opinión. Un ejemplo sería el porcentaje de individuos que en los sondeos del Eurobarómetro se declaran satisfechos respecto a su calidad de vida.

Sin duda, estas medidas aportan una visión más completa de la situación de bienestar de un país. No obstante, ¿hasta qué punto los resultados del PIB difieren sustancialmente de los que se pueden obtener con este tipo de indicadores? Para valorarlo, se realizarán dos ejercicios. En el primero, se compara la renta per cápita de cada país con su IDH. En el segundo, se observa la evolución del crecimiento económico y del indicador de satisfacción personal del Eurobarómetro en España.

De ambos ejercicios se desprende que el PIB indica de forma razonable el progreso de una sociedad. Así, en la comparación global, que incluye zonas de riqueza muy diversa (véase el gráfico de la izquierda), se observa que los países ricos se sitúan en los tramos más elevados tanto en el PIB per cápita como en el indicador de vertiente menos económica (el IDH). En las cotas de renta más altas, sin embargo, esta correlación pierde fuerza. Ello sugiere que, una vez sobrepasado el umbral de riqueza que permite satisfacer con holgura las necesidades básicas de la población, empiezan a importar otros aspectos del bienestar. Es entonces cuando una combinación de índices probablemente exprese mejor la situación de un país. En el segundo ejercicio (gráfico de la derecha), se advierte que, históricamente, la trayectoria del crecimiento del PIB evoluciona de forma pareja a la satisfacción personal de los ciudadanos españoles, lo que indica que su felicidad está relacionada con el ciclo económico. Por tanto, parece sensato utilizar el PIB como una variable indicativa de la evolución del bienestar de la población.

Ello no implica, sin embargo, que no sea importante ampliar la radiografía de un país con otras variables aparte del PIB. Pero ciertamente disminuye la preocupación de que el uso tan generalizado de este indicador esté mostrando una realidad muy diferente de la que otros indicadores de bienestar proporcionarían. No hay que obviar, además, que los indicadores más subjetivos tienen sus propias debilidades. En efecto, hay que tener en cuenta que la perspectiva que pueda ofrecer un índice compuesto depende no solo de qué factores se incluyen en él, sino también del peso que se otorga a cada uno de ellos.

Indicadores que forman el índice para una vida mejor de la OCDE (2014)

		Alemania	Francia	Italia	España	OCDE	
Condiciones materiales	Vivienda	Vivienda sin baño (% de la población)	0,9	0,5	0,5	0	2,1
		Gasto en vivienda (% sobre la renta disponible bruta)	21	21	23	20	21
		Habitaciones (número sobre el total de personas)	1,8	1,8	1,4	1,9	1,6
	Ingresos	Renta neta disponible de los hogares per cápita (\$ PPA)	30.721	29.322	24.724	22.799	23.938
		Riqueza financiera neta de los hogares (\$ PPA)	49.484	47.668	54.147	23.920	42.903
Empleo	Tasa de empleo (15 a 64, %)	73	64	58	56	65	
	Inseguridad laboral (parados en el periodo actual que trabajaban en el periodo anterior sobre el total de empleados en el periodo anterior, %)	3,2	6,5	5,5	17,7	5,3	
	Parados desde hace un año o más (% sobre el total de la población activa)	2,52	3,98	5,67	11,13	2,73	
	Salario anual (\$)	41.782	38.625	33.571	34.747	41.010	
Comunidad	Ayuda de familiares o amigos (% que la obtendrían en caso necesario)	93	91	91	92	89	
Educación	Educación de al menos grado medio superior (% sobre el total de la población de 25 a 64 años)	86	72	56	54	75	
	Talento (promedio del índice PISA de lectura, matemáticas y ciencia) *	515	500	490	490	497	
	Escolarización (años)	18,1	16,5	17	17,6	17,7	
Medio ambiente	Contaminación del aire (microgramos por metro cúbico)	16	12	21	24	20	
	Satisfacción de la calidad del agua (% sobre la población total)	94	85	80	75	84	
Compromiso cívico	Grado de consulta de la población en la generación de normas (índice) **	4,5	3,5	5	7,3	7,3	
	Participación en los procesos electorales (%)	72	80	75	69	72	
Salud	Esperanza de vida al nacer (años)	80,8	82,2	82,7	82,4	80,1	
	Población que reporta buena salud (% sobre el total)	65	68	65	75	69	
Satisfacción	Satisfacción personal (índice de 0 a 10)	7	6,7	6	6,2	6,6	
Seguridad	Tasa de asaltos (% sobre la población de 15 o más años)	3,6	5	4,7	4,2	3,9	
	Tasa de homicidios (ratio sobre 100.000 habitantes)	0,5	0,8	0,7	0,7	4,1	
Equilibrio vida y trabajo	Ocupados que trabajan más de 50 horas por semana (%)	5,6	8,7	3,7	6,0	8,8	
	Ocio y cuidado personal (horas al día)	15,3	15,3	15,0	16,1	15,0	

Nota: * 2/3 de la muestra obtienen un índice entre 400 y 600. ** Índice que se construye a partir de respuestas (sí/no) a una serie de preguntas sobre la existencia de un proceso de consulta reglado en la creación de normas. Cuanto más elevado, más consultas. **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Better Life Index de la OCDE.

En este sentido, resulta muy ilustrativa la herramienta que pone a disposición del público la OCDE en su portal *Better Life Index*. Como se ha comentado anteriormente, el índice para una vida mejor se compone de 11 subíndices, cada uno de ellos elaborado a partir de varios indicadores. Así, una vez se obtiene una puntuación para los 11 subíndices, estos se deben agregar para calcular el índice final, lo que implica otorgar un peso determinado a cada uno de ellos. La elección de los pesos puede influir notablemente en el resultado final y por ello debería reflejar al máximo la realidad de cada país. De hecho, idealmente, el peso de cada subíndice debería proceder de una encuesta representativa sobre lo que más importa a la población.

Habiendo reconocido lo discrecional del sistema de pesos y su incidencia sobre la valoración final, la OCDE brinda la posibilidad de construir el índice para una vida mejor *à la carte*, esto es, eligiendo uno mismo los pesos. La segunda tabla muestra cómo el *ranking* de dicho índice varía cuando se cambian los pesos en cuatro escenarios distintos. Bajo el supuesto de que los 11 indicadores reciben la misma importancia, Australia encabeza la lista y España se sitúa en la posición 21 de 36. El orden cambia, sin embargo, si el balance entre la vida y el trabajo pondera al máximo, ocupando Dinamarca la primera posición y escalando España hasta la número 15. Este simple ejercicio evidencia que este tipo de índices están a merced de la subjetividad, lo que reduce su potencial.

En definitiva, el PIB es una herramienta limitada para evaluar la situación de bienestar de un país y esto ha impulsado la búsqueda de instrumentos complementarios. Sin embargo, en general, los resultados no se apartan significativamente de los que proporciona el PIB. Además, de momento, la subjetividad de estas nuevas medidas continúa suponiendo una desventaja. Por tanto, a la espera de fórmulas estadísticas mejores, el PIB, con sus debidos matices, sigue siendo una manera aceptable de medir la calidad de vida en los distintos lugares del mundo.

Ranking del índice para una vida mejor de la OCDE

Los 11 indicadores pesan igual (1)	Ingresos pesan (5); el resto (1)	Empleo pesa (5); el resto (1)	Equilibrio vida/trabajo pesa (5); el resto (1)
1. Australia	1. EE. UU.	1. Suiza	1. Dinamarca
2. Noruega	2. Suiza	2. Noruega	2. Noruega
3. Suecia	3. Canadá	3. Australia	3. Suecia
4. Dinamarca	4. Australia	4. Dinamarca	4. Países Bajos
5. Canadá	5. Suecia	5. Canadá	5. Bélgica
21. España	21. España	27. España	15. España

Nota: Los pesos de los 11 indicadores oscilan entre 1 (mínimo) y 5 (máximo). **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Better Life Index de la OCDE.

Maria Gutiérrez-Domènech

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



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

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 de "la Caixa" Research están disponibles en internet



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de "la Caixa" Research.

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* tiene solo propósitos informativos, por lo que CaixaBank no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El *Informe Mensual* se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero CaixaBank no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias de CaixaBank y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 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

