

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 385 | DICIEMBRE 2014



2015

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*La Fed y el BCE inician caminos separados,
¿cuánto tardarán en reencontrarse?*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*TTIP: el tratado de libre comercio e inversión
entre la UE y EE. UU., un acuerdo necesario*

UNIÓN EUROPEA

*La sensibilidad de las exportaciones
de la eurozona ante los movimientos
cambiaros*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La riqueza financiera de los hogares:
un colchón para el consumo*

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2015

*Recuperación global en marcha,
con el permiso de EE. UU. y de la eurozona*

*2015: la política monetaria sigue marcando
el compás de los mercados financieros*

*Debilidad, shale y la estrategia
de Arabia Saudí detrás de la sacudida
del petróleo*

*Corrección del déficit exterior:
luces y sombras*



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL

Diciembre 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:

30 de noviembre 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 *La prima de riesgo temporal de los treasuries americanos:
no está, pero se la espera*10 *La Fed y el BCE inician caminos separados, ¿cuánto tardarán
en reencontrarse?***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Colombia: en posiciones avanzadas en América Latina*16 *TTIP: el tratado de libre comercio e inversión entre la UE y EE. UU.,
un acuerdo necesario***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Están tomando las medidas adecuadas Francia e Italia?*22 *La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona
ante los movimientos cambiarios***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Sobre el impacto de la caída del precio del petróleo
en el saldo corriente*28 *El Mittelstand alemán, un referente para las pymes españolas*29 *La riqueza financiera de los hogares: un colchón para el consumo***32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2015**32 *Recuperación global en marcha, con el permiso de EE. UU.
y de la eurozona*34 *2015: la política monetaria sigue marcando el compás
de los mercados financieros*

Joan Daniel Pina

36 *Debilidad, shale y la estrategia de Arabia Saudí
detrás de la sacudida del petróleo*

Clàudia Canals y Madalen Castells

38 *Corrección del déficit exterior: luces y sombras*

Judit Montoriol-Garriga

2015, un año importante para la economía europea

2015 volverá a ser un año importante para la economía europea. Tras las dudas y decepciones que ha traído consigo el año que termina, con revisiones a la baja del crecimiento esperado y tasas de inflación excesivamente reducidas, es prioritario que el año nuevo empiece con buen pie. Si esto no sucede, las dinámicas sociopolíticas en muchos países miembros pueden alterarse, lo que reforzaría a los partidos extremistas que ya despuntaron en las elecciones al Parlamento Europeo.

Las políticas públicas deberán hilar fino para atacar de manera armónica y decidida tres grandes retos. Uno cíclico: acelerar la salida de la crisis. Uno estructural: aumentar la competitividad y el crecimiento potencial. Y otro institucional: mejorar el diseño de la UEM para hacerla resistente ante futuras crisis financieras o económicas.

La recuperación cíclica es urgente. En el tramo final del decepcionante 2014, dos variables económicas clave han evolucionado en un sentido positivo de cara a 2015. La primera es el euro, que se ha depreciado significativamente en respuesta a los cambios de signo de las políticas monetarias de los principales bloques. La segunda es el precio del petróleo, que ha caído (en euros) un 30% debido a varios fenómenos que se examinan en el Dossier de este Informe. Si estas dinámicas se consolidan en 2015, como esperamos, supondrán un importante punto de apoyo para la recuperación de la eurozona.

Este impulso que proporcionarán la política monetaria laxa y el choque de oferta positivo procedente del exterior tiene como contrapunto la incertidumbre que rodea los ámbitos de la política fiscal y las políticas de reformas estructurales. Lo más probable es que la negociación entre las autoridades europeas y los países que, como Francia e Italia, demandan una pausa en la consolidación fiscal, termine con algunas concesiones de Bruselas a cambio de compromisos reformistas. Este resultado podría también ser positivo en términos de crecimiento. Pero dependerá del detalle del acuerdo final. El relajamiento del ajuste tiene que ser percibido por los inversores como compatible con la sostenibilidad presupuestaria, y las reformas estructurales han de inspirar confianza: han de ser vistas como una mejora de la capacidad de crecimiento a largo plazo y no como medidas que depriman la demanda.

Respecto al reto institucional, en Bruselas los nuevos responsables de la Comisión y el Consejo están ya en sus puestos, al igual que el nuevo Parlamento. De todas formas, las serias dudas sobre el crecimiento económico y el aviso que supusieron las elecciones de mayo no parecen haber provocado el revulsivo que necesita el proyecto de integración europea, y en especial la Unión Monetaria. Únicamente el BCE ha actuado de nuevo con decisión ante la urgencia. Se ha vuelto a comprobar que es el único organismo de Europa verdaderamente ejecutivo, es decir, que dispone de la necesaria capacidad de reacción en momentos difíciles.

En este sentido, la mejora de las condiciones económicas que se espera para el año que viene podría acabar comportando un aplazamiento *sine die* de los cambios que tanto requiere la gobernanza europea. Estos solo parecen urgentes cuando los problemas apremian. De hecho, la Comisión parece haber concentrado todas sus energías en el denominado Plan Juncker. Los detalles del plan aún no se conocen, pero podría llegar a constituir un impulso inversor cercano al 1% anual del PIB europeo durante tres años. Que ello sea así depende del diseño final y de la osadía de las autoridades.

Más allá del impulso financiero, el Plan Juncker puede servir de catalizador de uno de los principales problemas de los que adolece la eurozona: la falta de disponibilidad de la inversión privada para asumir riesgo y para lanzar y apoyar nuevos proyectos. Para que esto sea así, el Plan Juncker debería conllevar la toma de riesgo por parte del sector público, por ejemplo, asumiendo las primeras pérdidas potenciales de los proyectos de inversión, en el caso de que las hubiera.

Ciertamente, esta política aumentaría los pasivos contingentes del sector público de la eurozona. Pero no empeoraría necesariamente la sostenibilidad de las finanzas públicas si el programa tuviera éxito dinamizando la economía. Y, en definitiva, este es precisamente el rol más genuino del sector público: la compartición del riesgo entre todos los ciudadanos para contribuir, de este modo, a resolver los problemas de decisión colectiva que en ocasiones pueden provocar la parálisis del sistema.

Jordi Gual
Economista jefe
30 de noviembre de 2014

CRONOLOGÍA

NOVIEMBRE 2014

- 1 Finaliza el **tercer programa de compra de activos (QE3) de la Reserva Federal**. A partir de ahora, solo reinvertirá el principal de los bonos vencidos de su cartera.
- 21 El BCE inicia el **programa de compra de titulaciones de créditos**.

OCTUBRE 2014

- 20 El BCE inicia el **tercer programa de compra de cédulas hipotecarias**.
- 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 titulaciones de créditos y cédulas hipotecarias**.

JULIO 2014

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

JUNIO 2014

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

MAYO 2014

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

AGENDA

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).

ENERO 2015

- 8 Índice de sentimiento económico eurozona (diciembre).
Tasa de ahorro de los hogares (tercer trimestre).
- 9 Índice de producción industrial (noviembre).
- 15 Cuentas financieras (tercer trimestre).
- 16 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 22 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 27 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance IPC (enero).
Avance PIB (cuarto trimestre).
- 31 Balanza de pagos (noviembre).

Vientos favorables para un buen 2015

Petróleo y menores desequilibrios macroeconómicos, dos vientos de cola que apoyan a la recuperación global.

El crecimiento mundial sigue acelerándose en el tramo final de 2014. Con los datos de contabilidad nacional en la mano, prácticamente todas las economías de referencia han mostrado en el 3T tasas de avance que mejoran o igualan las cifras del trimestre precedente. Ciertamente, lo hacen a ritmos notablemente dispares, que van desde el vigoroso 1% intertrimestral de EE. UU. al decepcionante -0,4% de Japón, pasando por un apurado 0,2% en la eurozona. Los primeros indicadores del 4T apuntan en la misma dirección: actividad al alza. Ello debería permitir acabar 2014 con un crecimiento global promedio del 3,3%, similar al de 2012, y cimentar un cambio de tercio más apreciable a medida que avance 2015, año para el que esperamos un avance del 3,9%. Esta senda se está viendo apoyada por dos grandes vientos de cola, la necesidad de llevar a cabo menos ajustes debido a la reducción de los desequilibrios macroeconómicos y el abaratamiento del petróleo (aunque verdaderamente el segundo sea un viento de cara para los exportadores de crudo). Este último factor está siendo determinante para mantener la inflación contenida, lo que a su vez facilita que la recuperación pueda reforzarse por la continuidad de las políticas expansivas de muchos bancos centrales.

EE. UU. afianza su recuperación y China gestiona de manera activa una desaceleración gradual.

Las dos mayores economías siguen en las coordenadas de meses anteriores, con la atención centrada en la senda de crecimiento de la actividad, pero a medida que ha ido avanzando 2014 se han ido poniendo de manifiesto algunas tendencias que van a ser importantes en 2015. En el caso estadounidense, la Reserva Federal dio por finalizado su programa de compra de bonos gracias al buen tono de los indicadores de actividad y del mercado laboral. Aunque el mercado sigue descontando que la Fed no subirá el tipo de referencia hasta mediados de 2015, en EE. UU. se empiezan a manejar elementos de discusión más propios de fases más maduras del ciclo. Así, por ejemplo, las actas de la Fed comienzan a reflejar la inquietud de algunos miembros sobre la evolución prevista de la inflación. También en China el discurso se mueve. Los buenos datos de crecimiento del 3T (avance interanual del 7,3%) han permitido aparcar los temores de un «aterrizaje brusco» y han facilitado que el Ejecutivo empiece a transmitir el mensaje de que un crecimiento en la zona del 7% para 2015 sería asumible. Con todo, y a fin de prevenir que la actividad se deslice de forma excesivamente acelerada hacia esta nueva senda de

crecimiento relativamente más bajo, el banco central chino optó por rebajar su tipo de referencia hasta el 5,6%, un movimiento inesperado y de fuerte significación tras dos años sin cambios.

Lenta recuperación del crecimiento en la eurozona. Las cifras de crecimiento del 3T (del 0,2%, frente al 0,1% anterior, en términos intertrimestrales) han permitido alejar los riesgos de una tercera recesión pero han confirmado un escenario poco atractivo: la eurozona se va recuperando, aunque lo hace a un ritmo lento y con importantes diferencias entre países. Así, mientras España brilla en términos relativos, Italia decepciona una vez más. En este contexto de recuperación mínima, la inflación sigue manteniéndose en niveles bajos. Con todo, las previsiones que manejamos apuntan a un progresivo mejor tono de la actividad (y de su mano, una mayor inflación) en 2015, cuando la eurozona se beneficie de forma más apreciable del alza del comercio internacional (que ya está reflejándose en las cifras de exportación de la eurozona en su conjunto) y de la paulatina recuperación del crédito, impulsado por las medidas expansivas del BCE, que han de situar su balance en un tamaño equivalente al que tenía en 2012.

La economía española destaca positivamente en el contexto europeo.

España va camino de disfrutar en 2015 de su mejor crecimiento económico desde 2007 (según nuestras previsiones, el próximo año el PIB avanzará un 1,9%). Los datos de contabilidad nacional del 3T confirmaron que la economía creció un 0,5%, repitiendo el vigoroso tono del 2T, y esperamos que la actividad se mantenga en ritmos de avance solo moderadamente inferiores en los próximos trimestres. Como sucede con el resto de la eurozona, la reducción del precio del petróleo y el mejor tono exportador (España se beneficia sensiblemente de la depreciación del euro) serán elementos fundamentales para cimentar la recuperación. Asimismo, en el caso español podríamos asistir a un cierto apoyo proveniente de una moderada relajación fiscal (la Comisión Europea ha alertado de un posible incumplimiento del objetivo de déficit público para 2015, pero, a diferencia de los casos de Francia e Italia, no reexaminará la situación en marzo). Completa un panorama positivo el apoyo de la competitividad y los signos de estabilización que emite el mercado inmobiliario. Aun así, habrá que prestar una especial atención a que la deriva de la inflación baja no se consolide, situación que a su vez dependerá, en no poca medida, de que la recuperación de la eurozona se materialice en los términos previstos.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2013	2014	2015	2016	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,2	3,2	3,9	4,0	3,3	3,1	3,3	3,9	3,9	3,9
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,2	2,3	3,1	2,7	2,6	2,4	2,1	3,4	3,1	2,8
Eurozona	-0,4	0,8	1,3	1,6	0,8	0,8	0,8	0,9	1,2	1,5
Alemania	0,2	1,5	1,5	1,8	1,4	1,2	1,1	0,8	1,4	1,8
Francia	0,4	0,4	0,8	1,1	0,0	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9
Italia	-1,9	-0,3	0,5	1,0	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,4	0,7
España	-1,2	1,3	1,9	2,0	1,3	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9
Japón	1,5	0,4	1,2	1,2	-0,1	-1,1	0,1	-1,0	1,4	2,4
Reino Unido	1,7	3,0	2,2	2,2	3,2	3,0	2,9	2,5	2,1	2,1
Países emergentes										
China	7,7	7,5	7,2	6,7	7,5	7,3	7,6	7,8	7,4	7,0
India ²	4,7	5,8	6,2	6,2	5,7	5,3	6,0	5,9	6,2	6,5
Indonesia	5,8	5,1	5,7	6,1	5,1	5,0	5,3	5,5	5,8	5,7
Brasil	2,5	0,3	1,3	2,3	-0,9	-0,2	0,2	0,4	1,4	1,7
México	1,4	2,3	3,6	3,8	1,6	2,2	3,5	3,5	3,6	3,7
Chile	4,1	2,1	3,4	4,4	1,9	1,9	2,0	2,7	3,2	4,2
Rusia	1,3	0,5	0,8	1,5	0,8	0,7	-0,5	0,4	0,4	1,0
Turquía	4,1	2,7	3,5	4,6	2,1	2,1	2,1	2,6	3,2	4,0
Polonia	1,6	3,3	3,4	3,9	3,4	3,4	2,8	3,0	3,3	3,5
Sudáfrica	1,9	1,4	2,2	2,7	1,1	1,4	1,4	1,9	2,2	2,6
INFLACIÓN										
Mundial¹	3,7	3,5	3,4	4,4	3,7	3,5	3,2	3,3	3,4	3,4
Países desarrollados										
Estados Unidos	1,5	1,7	1,5	2,2	2,1	1,8	1,5	1,4	1,2	1,4
Eurozona	1,4	0,5	0,9	1,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,8	0,9
Alemania	1,6	0,9	1,4	1,8	0,9	0,8	0,9	1,0	1,3	1,5
Francia	1,0	0,7	0,8	1,1	0,8	0,5	0,6	0,5	0,7	0,9
Italia	1,7	0,2	0,7	0,9	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,8
España	1,4	-0,1	0,9	1,5	0,2	-0,3	-0,2	0,2	0,6	1,1
Japón ³	0,4	2,8	2,0	2,3	3,6	3,3	2,8	3,1	1,0	1,5
Reino Unido	2,6	1,6	1,9	2,1	1,7	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0
Países emergentes										
China	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2	2,0	2,0	2,5	2,9	2,6
India ⁴	6,3	4,2	4,4	4,6	5,8	2,4	3,4	4,4	4,1	4,1
Indonesia	6,4	6,0	5,6	5,8	7,1	4,5	4,9	5,4	5,5	5,6
Brasil	6,2	6,3	5,7	5,6	6,4	6,6	6,5	6,0	5,8	5,5
México	3,8	3,9	3,4	3,1	3,6	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2
Chile	2,1	4,1	3,3	4,3	4,5	4,7	4,0	3,5	3,4	4,4
Rusia	6,8	7,4	7,2	5,6	7,6	7,7	8,0	8,1	7,4	6,9
Turquía	7,5	8,9	6,9	6,3	9,4	9,2	8,8	7,3	6,9	6,7
Polonia	1,2	0,4	1,4	2,3	0,5	-0,1	0,4	0,8	1,5	1,5
Sudáfrica	5,8	6,1	5,0	5,3	6,5	5,9	6,3	4,4	4,9	5,1

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

Previsiones

Economía española

	2013	2014	2015	2016	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,3	2,3	2,0	1,5	2,3	2,7	2,9	2,6	2,1	1,7
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,6	-0,6	-0,3	0,7	0,9	0,5	-0,5	-0,5	-0,8
Formación bruta de capital fijo	-3,7	2,7	4,9	4,5	3,2	3,1	3,9	5,0	4,7	4,9
Bienes de equipo	5,6	11,8	8,5	5,8	12,7	9,5	9,7	9,7	8,0	8,3
Construcción	-9,2	-2,8	2,6	3,6	-2,0	-1,2	0,1	2,4	2,4	2,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,1	2,0	1,7	2,2	2,5	2,5	2,4	2,1	1,7
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,6	6,0	4,7	1,5	4,6	6,1	7,4	7,2	4,7
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,8	6,8	4,1	4,8	8,2	9,3	10,0	8,2	4,6
Producto interior bruto	-1,2	1,3	1,9	2,0	1,3	1,6	1,7	1,9	2,0	1,9
Otras variables										
Empleo	-3,2	0,9	1,6	1,8	0,8	1,4	2,0	2,1	1,7	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,0	21,7	24,5	23,7	23,9	24,1	22,7	22,4
Índice de precios de consumo	1,4	-0,1	0,9	1,5	0,2	-0,3	-0,2	0,2	0,6	1,1
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,5	0,4	0,8	-0,1	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,6
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	0,8	-0,2	0,1	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	1,5	0,4	0,7	1,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-6,8	-5,7	-4,5	-3,3						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,50	1,40	0,25	0,25	0,25	0,25	0,33	0,58
Líbor 3 meses	0,27	0,24	0,73	1,65	0,23	0,23	0,29	0,34	0,56	0,88
Líbor 12 meses	0,68	0,56	1,21	2,11	0,54	0,56	0,67	0,76	1,02	1,38
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	1,25	2,27	0,40	0,50	0,65	0,71	1,05	1,46
Deuda pública a 10 años	2,33	2,55	3,10	3,55	2,61	2,49	2,34	2,62	2,96	3,29
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,12	0,22	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,05	0,22	0,30	0,16	0,07	0,05	0,05	0,05
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,33	0,58	0,57	0,44	0,33	0,32	0,32	0,32
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	0,09	0,63	0,10	-0,01	-0,04	-0,01	0,05	0,12
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,25	1,18	1,86	1,43	1,06	0,83	0,95	1,10	1,25
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,33	1,33	1,23	1,21	1,37	1,33	1,28	1,24	1,23	1,23
¥/euro	129,65	139,09	136,39	133,56	140,11	137,68	137,58	137,06	136,72	136,16
£/euro	0,85	0,81	0,85	1,85	0,82	0,80	0,79	0,78	0,78	0,78
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	100,44	83,78	94,47	109,65	103,38	80,98	77,37	82,72	86,10
Brent (euros/barril)	81,67	75,52	68,16	78,13	79,96	78,02	64,64	62,56	67,16	70,19

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

Previsiones

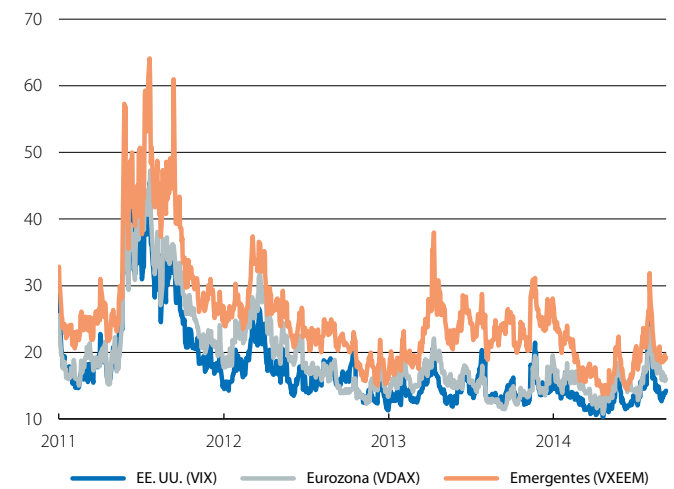
COYUNTURA · En busca del crecimiento

Vuelta a la normalidad. La calma ha sido el factor protagonista en los mercados internacionales durante el mes de noviembre, dejando atrás las tensiones observadas en octubre. Esta circunstancia ha favorecido el avance de las cotizaciones de los activos de riesgo y el descenso de las volatilidades. Los dos factores sobre los que se apoya el aumento de la estabilidad son el buen dato del PIB norteamericano en el 3T y la intensificación de los mensajes y las actuaciones en clave expansiva de los principales bancos centrales. Mientras la Reserva Federal discute la estrategia de comunicación a adoptar de cara a la subida de los tipos de interés, el BCE insiste en su propósito de ampliar la compra de activos en otros ámbitos, incluyendo la deuda soberana, si fuera necesario. Por su parte, el banco central de China ha ampliado el alcance de sus actuaciones acomodaticias al recortar los tipos de interés oficiales, circunstancia que aleja los temores sobre un eventual aterrizaje brusco de su economía. El apoyo de los bancos centrales y la buena marcha de la economía mundial prevista para 2015 contribuirán a prorrogar la pauta favorable de los activos de riesgo observada en las últimas semanas.

La Fed planifica la normalización monetaria. La expansión de la actividad económica de EE. UU. durante el 3T y la mejora del mercado laboral fueron argumentos suficientes para que el Comité de la Reserva Federal (Fed) decidiera finalizar el QE3. Adicionalmente, en las actas de la penúltima reunión del año se desveló la preocupación de algunos miembros de la Fed por las escasas presiones inflacionistas observadas. En concreto, se hizo mención explícita al descenso observado en las expectativas de inflación a largo plazo. El otro debate interno versa sobre la política de comunicación. Si bien la institución mantiene que los tipos de interés seguirán bajos durante un tiempo considerable, existen opiniones a favor de la introducción de matices en el mensaje a medida que se aproxime la que será la primera subida del tipo rector en ocho años.

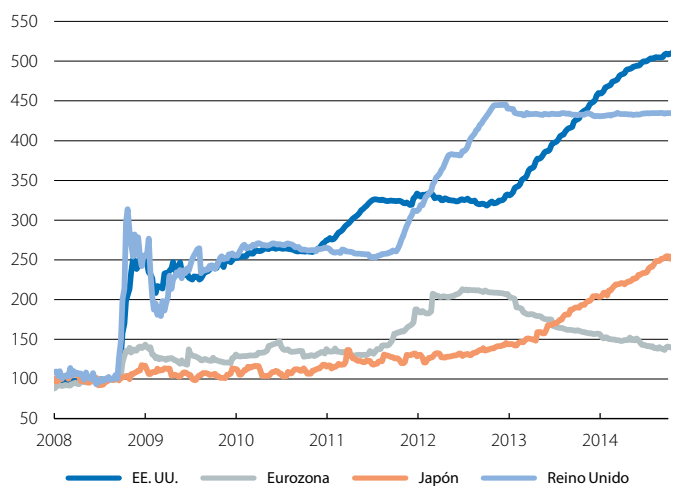
El BCE, preparado para actuar. La reunión de noviembre del Consejo de Gobierno de la entidad dejó dos mensajes fundamentales. El primero, el compromiso en torno al objetivo de expandir el balance del BCE hasta niveles cercanos a los de marzo de 2012 (lo que supondría un billón de euros adicional), a través de las compras de ABS y cédulas hipotecarias, y las subastas de liquidez para la banca (TLTRO). Segundo, la unanimidad de los miembros del Consejo para adoptar nuevas medidas no convencionales, si fuera necesario. Posteriormente, varios miembros del BCE se han referido a los posibles activos que la entidad podría adquirir para ampliar su balance, entre los que se incluirían los bonos corporativos y la deuda soberana. En este sentido, el propio Draghi ha insistido en que el banco central hará lo que sea necesario para aumentar la inflación y las expectativas de la misma tan rápido como sea posible. La suma de estas declaraciones ha sido bien acogida entre los

Volatilidad implícita de las bolsas internacionales (Índice)



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

Balances de los principales bancos centrales Índice (septiembre 2008 = 100)



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

Expectativas de inflación: Alemania y EE. UU. (%)



Nota: Expectativas de inflación implícitas en bonos indexados a la inflación a 10 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

inversores. No obstante, prevalece cierto grado de escepticismo debido a las considerables trabas legales que debería superar la adopción de un programa de compra de deuda soberana. En esta línea se pronuncia el Bundesbank, manifestándose a favor de medidas alternativas a la compra de activos como vía para lograr estimular el crecimiento de la región. Cumpliendo con el guión anunciado, y a la espera de la segunda subasta de liquidez (TLTRO), en noviembre el BCE ha simultaneado la compra de *covered bonds* con la de titulizaciones (ABS) de varios países de la eurozona.

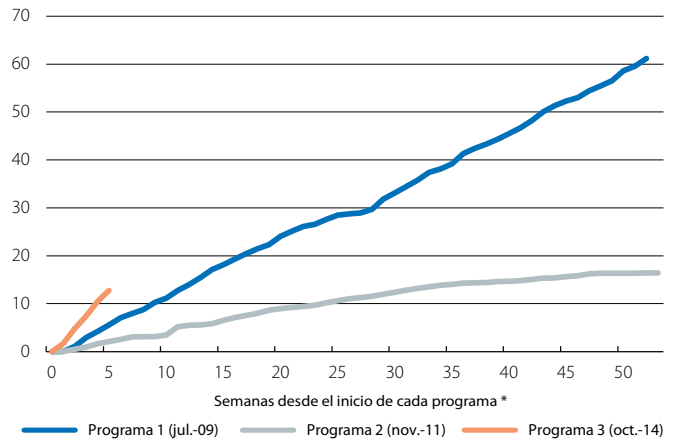
Los bancos centrales emergentes reorientan sus estrategias. Por primera vez en más de dos años, las autoridades monetarias chinas han recortado los tipos de interés rectores sobre préstamos y depósitos (hasta el 5,6% y el 2,75%, respectivamente). Este movimiento se engloba dentro del plan para sostener el crecimiento económico y se suma a las medidas para facilitar la liquidez y el acceso a la financiación a medio plazo de la banca comercial. Por el contrario, los bancos centrales de Rusia y Brasil han optado por el endurecimiento de sus políticas monetarias, como herramienta para afrontar un escenario cambiario inestable y una espiral de precios alcista.

Tímido repunte de la rentabilidad de los *treasuries*. Una vez superado el episodio de volatilidad de octubre, la suma de factores como la constatación de la solidez del crecimiento de EE. UU. en el 3T, el tono más optimista de la Fed y la finalización del *tapering*, ha servido de apoyo a las rentabilidades de la deuda pública norteamericana, aunque siempre dentro de un margen estrecho. Sin embargo, de cara a los próximos meses existen varios riesgos que podrían alterar la serenidad de este mercado. Nos referimos a la incertidumbre respecto a la «estrategia de salida» de la Fed (sobre esta cuestión, véase el Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera») y las negociaciones en torno al techo de deuda.

Descenso en las *yields* de la deuda periférica a la espera de la decisión del BCE. La rentabilidad de la deuda soberana de los países de la periferia europea ha descendido de forma prácticamente generalizada, poniendo fin al ligero repunte observado en el reciente episodio de turbulencias de octubre. La confianza de los inversores en los bonos de Italia, Portugal, Irlanda y España se ha visto ampliada por la posibilidad de que el BCE adquiriera deuda soberana de estos países como medio para extender su balance. En el caso de España, un punto a favor ha sido la exitosa ejecución del programa de bonos previsto por el Tesoro público para 2014, con una captación total de 133.000 millones de euros. Por lo que respecta a la deuda alemana, la TIR del *bund* también ha mostrado una clara tendencia descendente en noviembre. Se espera, no obstante, que la recuperación de la economía europea (apoyada por aspectos como el abaratamiento del euro frente al dólar, la caída del precio del crudo y la laxitud monetaria) contribuya a sostener un ascenso contenido de las *yields* germanas en 2015.

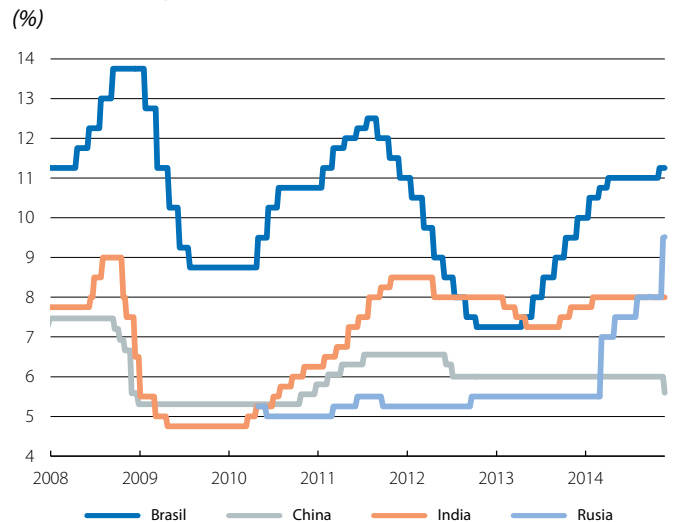
Eurozona: compras de covered bonds bajo los programas del BCE

Volumen acumulado (miles de millones de euros)



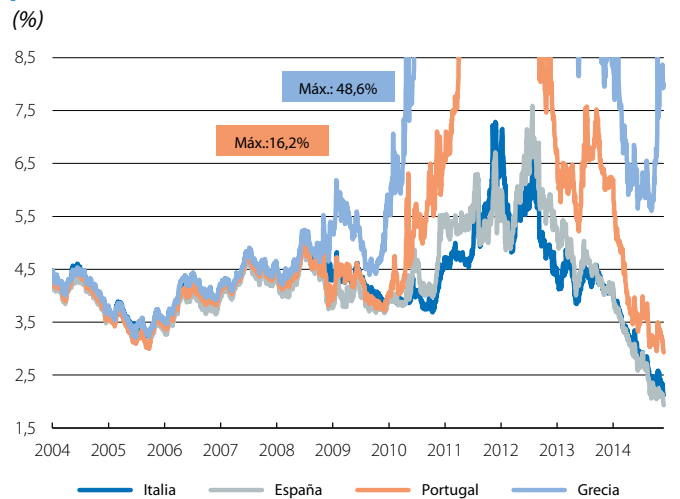
Nota: * Entre paréntesis, la fecha de inicio de cada programa.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Países emergentes: tipos de interés oficiales (%)



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

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública periférica a 10 años (%)



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

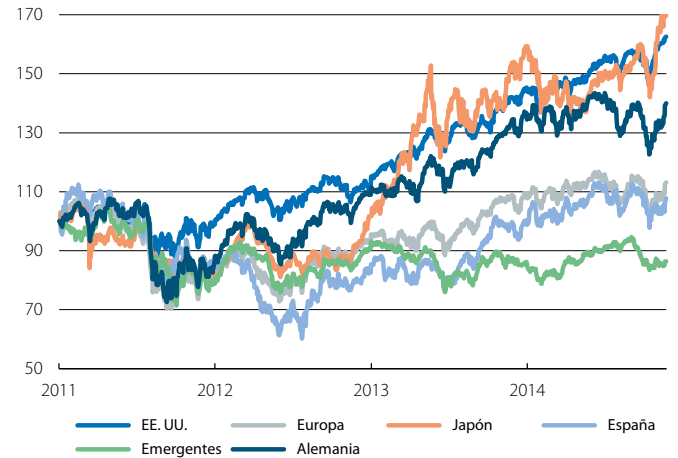
Las bolsas recuperan el terreno perdido. Aunque con distinta intensidad según el país, las compras han marcado el pulso de la renta variable después de las correcciones de octubre. En EE. UU., la solidez del crecimiento económico y la recuperación de los beneficios empresariales han servido de apoyo a las subidas de los principales índices, que en el caso del S&P 500 y el Dow Jones han alcanzado máximos históricos. En Japón, el anuncio de nuevos estímulos monetarios por parte del banco central, la consecuente depreciación del yen y la convocatoria anticipada de elecciones presidenciales han favorecido el ascenso del Nikkei 225 en más de un 11% en un mes. Por contra, los niveles de sobreventa han prevalecido en las bolsas europeas. Las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento económico en la eurozona y el castigo bursátil al sector bancario han ensombrecido la incipiente recuperación de los márgenes de las compañías en el 3T. Con todo, en el tramo final del mes las bolsas del Viejo Continente han mostrado un empuje renovado, que prevemos que tenga continuidad a corto plazo al calor de la buena marcha de los beneficios empresariales actuales y futuros.

Los bonos corporativos en el punto de mira. Una vez superado el bache de confianza de octubre, los *spreads* de la renta fija privada se han vuelto a reducir. Las divergencias en las estrategias monetarias entre EE. UU., la eurozona y Japón se postulan como el eje central de las rentabilidades de la deuda empresarial de cara a los próximos meses. En la recta final del año, en la eurozona se ha producido un incremento de las emisiones de deuda por parte de las entidades financieras, especialmente en el segmento de la deuda contingente convertible (*cocos*). La elección de las cédulas hipotecarias por parte del BCE como instrumento para extender su balance y la posibilidad de que amplíe el rango de activos elegibles a los bonos corporativos de calidad han respaldado este comportamiento.

Las decisiones de la OPEP exacerbaban las caídas en la cotización del petróleo, que alcanza su menor nivel desde mediados de 2010. La caída continuada del precio del crudo en las últimas semanas centró los focos de atención en la reunión del cártel petrolero de finales de noviembre. La decisión de los miembros de la OPEP de mantener su producción en 30 millones de barriles diarios ha intensificado esta senda descendente, situando el precio del Brent cerca de los 70 dólares por barril. Se espera que esta tendencia revierta gradualmente en los próximos meses a medida que se confirmen los datos de recuperación del crecimiento global y los flujos especulativos sobre el petróleo se estabilicen.

Evolución de las principales bolsas internacionales

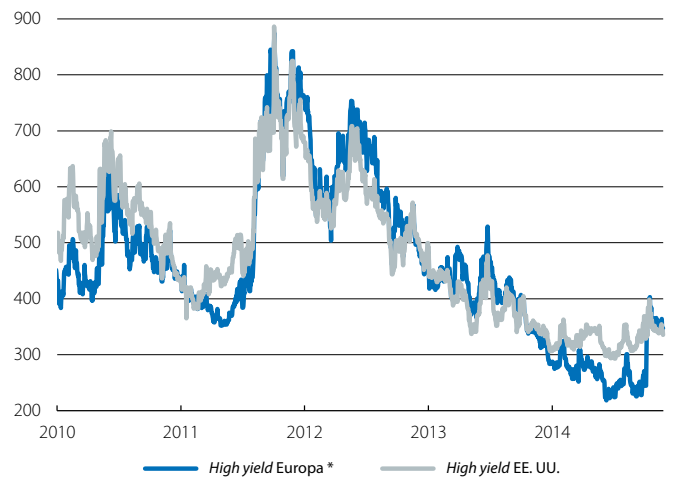
Índice (enero 2011 = 100)



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

Primas CDS de la deuda corporativa

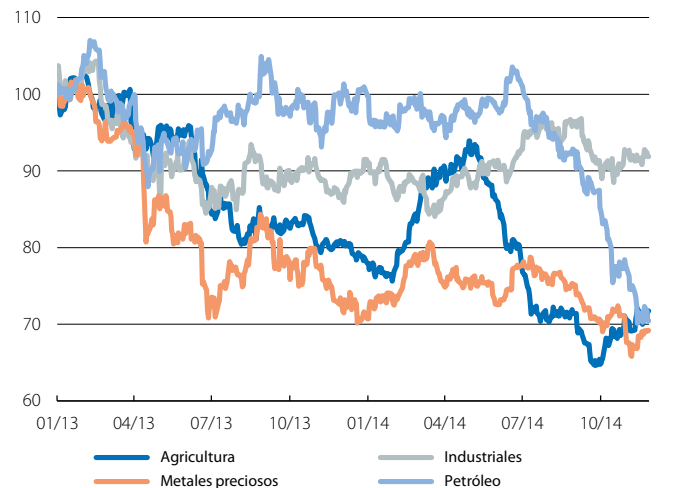
(p. b.)



Nota: * El repunte del mes de octubre en la serie high yield Europa responde a cambios metodológicos.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las materias primas

Índice (enero 2013 = 100)



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

FOCUS · La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera

A lo largo del último cuarto de siglo, los tipos de interés nominales de largo plazo y libres de riesgo han mostrado una tendencia sostenida a la baja en los países desarrollados. Múltiples factores han contribuido a ello, incidiendo en alguno o algunos de los tres componentes que integran dicho tipo de interés: la inflación esperada, los tipos reales a corto plazo esperados y la prima de riesgo temporal. El papel desempeñado por esta última ha sido tan silencioso como importante y, previsiblemente, lo seguirá siendo en adelante.

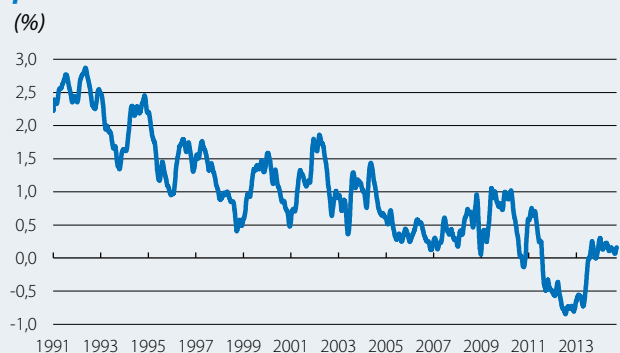
La prima de riesgo temporal (*term premium* en la jerga) cabe entenderla como la compensación o plus de rentabilidad que exige el inversor por invertir en un bono (u otro instrumento de renta fija) de largo plazo, en vez de hacerlo en un título de corto (reinvirtiendo durante el plazo de vida del bono de largo plazo). De forma más precisa, la *term premium* está compuesta por dos elementos diferenciados: (i) una prima de riesgo asociada a la incertidumbre sobre la evolución esperada de los tipos de interés reales de corto plazo y (ii) una prima de riesgo asociada a la incertidumbre sobre las expectativas de inflación. En consecuencia, en periodos de elevada incertidumbre sobre las intenciones del banco central respecto a su tipo oficial y/o cuando el banco central no establece objetivos de inflación concretos y creíbles, la *term premium* de los bonos de largo plazo tenderá a ser mayor.

Aunque esta prima no es observable directamente, puede estimarse mediante técnicas econométricas o a través de encuestas. Diversos estudios coinciden en identificar un descenso muy apreciable de la *term premium* de los bonos del Gobierno de EE. UU. (*treasuries*) entre 2010 y 2013. También hay consenso sobre la causa principal: las compras masivas de activos por parte de la Fed (QE1, QE2 y QE3), la extensión del vencimiento medio de su cartera de bonos y la estrategia de *forward guidance* presionaron la *term premium* hasta situarla en terreno negativo, un hecho insólito en términos históricos. No obstante, hubo otros factores que contribuyeron a aquella dinámica. La escasez relativa de activos considerados seguros tras el estallido de la crisis financiera global fue uno de ellos, máxime ante la creciente demanda por parte de entidades financieras para cumplir los nuevos requerimientos regulatorios de solvencia y liquidez.

El preanuncio del *tapering* por parte de Bernanke en mayo de 2013 se tradujo en un súbito repunte de la *term premium* hasta alcanzar de nuevo cotas positivas. Los meses posteriores han sido de estabilidad en esta variable. Prevedemos que la tendencia alcista se reemprenda a lo largo de 2015 de la mano de dos factores, uno de corto y otro de medio-largo alcance. Primero, la lenta (en términos históricos) senda alcista del tipo oficial que ahora descuentan los agentes puede verse bruscamente alterada ante un probable adelanto de la Fed a la hora de acometer la que será la primera subida de tipos en ocho años. Esto elevará la incertidumbre sobre las decisiones posteriores. En segundo

lugar, el diseño e implementación de la estrategia de venta de los bonos en la cartera de la Fed constituye un elemento de gran trascendencia que no tardará en ser objeto de preocupación para los inversores. Desde el inicio de los programas de expansión cuantitativa, la Fed ha cuadruplicado su balance a través de la adquisición de cerca de 4 billones de dólares en bonos. Además, una proporción muy considerable de estas tenencias corresponde a bonos de largo plazo (10 años o más). Esta circunstancia supone que la vida media de la deuda pública viva en el mercado (excluyendo las tenencias de la Fed) sea en la actualidad significativamente menor que en años atrás. Por tanto, el previsible aumento de la oferta de *treasuries* en el tramo largo de la curva ejercerá presión al alza sobre los tipos de interés de largo plazo. Tras la calma imperante en el mercado de *treasuries* en 2014, el próximo año podría deparar episodios de inestabilidad de la mano del previsible repunte de la *term premium*. En este sentido, la magnitud y persistencia de los mismos dependerá en buena parte del grado de concreción y claridad que adquiera la política de comunicación de la autoridad monetaria.

EE. UU.: prima de riesgo temporal de la deuda pública a 10 años *



Nota: * Estimación de la prima de riesgo temporal mediante un modelo de estructura temporal de tipos de interés de tres factores, Kim & Wright (2005).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

EE. UU.: tenencias de deuda pública por agentes (Billones de dólares)



Nota: * Proporción de las tenencias de cada grupo sobre el total de deuda pública estadounidense (dato correspondiente a octubre de 2014). Entre paréntesis, variación absoluta de dicha proporción entre octubre de 2014 y septiembre de 2008.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · La Fed y el BCE inician caminos separados, ¿cuánto tardarán en reencontrarse?

Desde hace algunos meses, las políticas monetarias de la Reserva Federal (Fed) y del BCE han ido divergiendo: la primera avanza lentamente hacia la retirada de estímulos y el segundo intenta profundizar en ellos. Salvo que hubiera una sorpresa mayúscula, el año 2015 será testigo de un hito en este largo adiós: la Fed iniciará las subidas de sus tipos de interés oficiales mientras que el BCE intentará situar los suyos tan abajo como sea posible. Más incógnitas hay, lógicamente, sobre la distancia que se establecerá entre estos dos caminos con el paso del tiempo. El análisis de las curvas de interés de los activos libres de riesgo de EE. UU. y de la eurozona arroja luz al respecto.

De forma simplificada, cada una de dichas curvas se construye a partir de las rentabilidades (anualizadas) a distintos vencimientos que se observan en un determinado momento para activos financieros cuya probabilidad de impago se considere muy reducida. Empezando por el caso de la eurozona, dichos activos pueden ser, por ejemplo, los bonos del Gobierno alemán o los *swaps* sobre el tipo interbancario a un día, conocido como EONIA. A partir de esta curva se pueden obtener aproximaciones a las expectativas de prestamistas y prestatarios sobre la evolución futura de los tipos de interés. A modo ilustrativo, si disponemos de la rentabilidad de los títulos de deuda pública alemana a seis y 18 meses, podemos derivar, de forma implícita, la rentabilidad que los agentes esperan de un bono con un año de vida para dentro de seis meses. Esto es lo que se conoce como tipo *forward* implícito, que resulta una buena aproximación del tipo esperado.¹

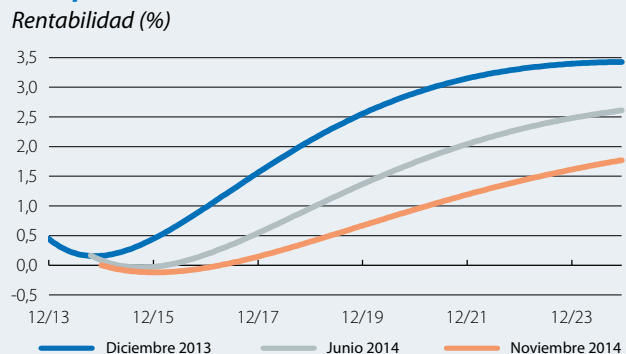
Un tipo *forward* implícito muy útil es el *forward* instantáneo (que cabe interpretar como el tipo *forward* implícito a cortísimo plazo, digamos un día) obtenido a partir de la curva de *swaps* del EONIA. El motivo es que permite aproximar las expectativas del mercado acerca de los tipos de interés oficiales del BCE (el tipo *refi* y el tipo de la facilidad de depósito). Las cifras que se observan son muy llamativas: a mediados de noviembre de este año, la curva del *forward* instantáneo sugiere que los tipos rectores del BCE no empezarán a subir hasta finales de 2017, y que en 2024 (¡dentro de 10 años!) todavía se situarán por debajo del 2,0%. Este ritmo esperado de subidas tan lento recoge el intenso cambio de expectativas que ha tenido lugar durante los últimos meses, al hilo de las decepciones económicas y los pronunciamientos expansivos del BCE. Así, en diciembre de 2013 las expectativas apuntaban a un inicio de las subidas a finales de 2015, para alcanzar el nivel del 2% alrededor de 2018. El escenario *lower for longer* para el BCE contrasta con las expectativas sobre la actuación de la Fed.

1. Una medición más precisa de la expectativa requeriría el descuento de la prima de riesgo propia de las inversiones a largo plazo respecto a las de corto (prima temporal). En este Focus, nos centraremos en los resultados obtenidos a partir del *forward* implícito. Para mayor información sobre la prima de riesgo temporal, léase «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» de este mismo Informe.

En este caso, la curva análoga para el *forward* instantáneo del tipo interbancario anticipa una senda de subidas que es lenta comparada con ciclos monetarios previos en EE. UU., pero veloz respecto a lo que se espera para el BCE. Concretamente, el tipo rector de la Fed empezaría a subir a mediados de 2015 y superaría el 2% a mediados de 2017. De hecho, el diferencial entre los tipos de interés a ambos lados del Atlántico irá ampliándose hasta 2019, cuando superará los 230 puntos básicos (un nivel similar a los máximos registrados en episodios del pasado).

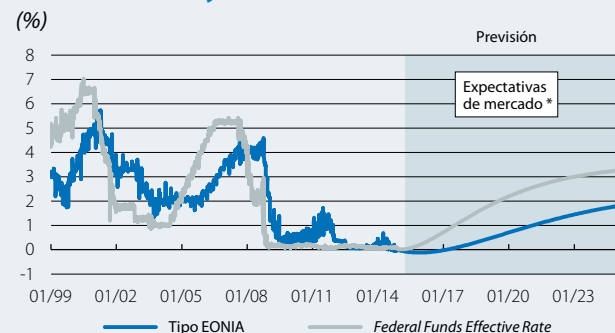
En definitiva, las curvas de interés actuales proyectan un escenario de divergencias prolongadas entre las políticas monetarias de EE. UU. y la eurozona. La «singularidad» reside en la extrema lentitud que se espera para las subidas de tipos de interés en la eurozona. Pero si, como consideramos muy probable, la recuperación de la economía europea va más rápido de lo que ahora prevé el mercado, entonces el ritmo de normalización de la política monetaria del BCE no será tan parsimonioso y el reencuentro, o al menos la aproximación, entre los dos bancos centrales no tardará tanto en llegar.

Evolución de las curvas *forward* instantáneas del tipo de la eurozona



Nota: Forwards instantáneos calculados a partir de la curva basada en contratos OIS utilizando la metodología del modelo Nelson & Siegel - Svensson.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Comparativa de los tipos de interés intradía en la eurozona y EE. UU.



Nota: * Forwards instantáneos calculados a partir de la curva basada en contratos OIS para la eurozona y en bonos soberanos para EE. UU. utilizando la metodología del modelo Nelson & Siegel - Svensson.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	28-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,05	0,05	0	-20,0	-20,0
Euríbor 3 meses	0,08	0,09	0	-20,5	-15,1
Euríbor 12 meses	0,33	0,34	-1	-22,6	-17,0
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,07	-0,06	-1	-25,3	-16,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,03	-0,06	3	-24,3	-15,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,70	0,84	-14	-122,9	-99,5
Deuda pública a 10 años (España)	1,90	2,08	-18	-225,1	-225,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	120	124	-4	-102,7	-126,2
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,23	0	-1,6	-0,9
Líbor 12 meses	0,56	0,55	1	-2,3	-1,8
Deuda pública a 1 año	0,12	0,09	3	0,8	0,8
Deuda pública a 2 años	0,47	0,49	-2	9,0	18,5
Deuda pública a 10 años	2,16	2,34	-18	-86,8	-57,7

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	28-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	65	-7	-12,6	-19,9
Itraxx Financiero Sénior	59	67	-8	-27,6	-35,7
Itraxx Financiero Subordinado	137	155	-17	8,5	-2,6

Tipos de cambio

	28-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,245	1,253	-0,6	-9,4	-8,5
¥/euro	147,720	140,680	5,0	2,1	6,1
£/euro	0,796	0,783	1,6	-4,1	-4,4
¥/\$	118,630	112,320	5,6	12,6	15,9

Materias primas

	28-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	454,6	458,9	-0,9	-0,4	-1,6
Brent (\$/barril)	69,0	84,8	-18,6	-37,7	-38,2
Oro (\$/onza)	1.167,4	1.173,5	-0,5	-3,2	-6,2

Renta variable

	28-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	2.067,6	2.018,1	2,5	11,9	14,4
Eurostoxx 50	3.250,9	3.113,3	4,4	4,6	5,1
Ibex 35	10.770,7	10.477,8	2,8	8,6	9,2
Nikkei 225	17.459,9	16.413,8	6,4	7,2	11,0
MSCI emergentes	1.004,7	1.016,1	-1,1	0,2	-0,7
Nasdaq	4.791,6	4.630,7	3,5	14,7	18,5

COYUNTURA · La economía internacional ganará tracción en 2015

El crecimiento global va camino de cerrar 2014 con un avance promedio del 3,2%, el mismo que el registrado en 2013. En nuestro escenario central, la economía mundial ganará tracción en 2015, fruto de la buena dinámica que esperamos de EE. UU., cuya economía ha ido a más a lo largo de 2014, de la continuidad de las políticas expansivas, y del impacto positivo que ofrece el descenso del precio del petróleo, en especial, para numerosas de las economías de la eurozona. La debilidad de la economía japonesa es el contrapunto a este escenario benigno. Por su parte, en el grupo de los emergentes, cabe distinguir entre los países que se benefician de un cuadro macroeconómico sano y disponen de margen de actuación de la política económica, y los que no. Así, mientras México y la India se encontrarían entre los primeros, entre los segundos destacan Brasil y Rusia (presiones inflacionistas e incertidumbre política añadida) y Turquía (también con problemas de precios y cuenta corriente simultáneamente).

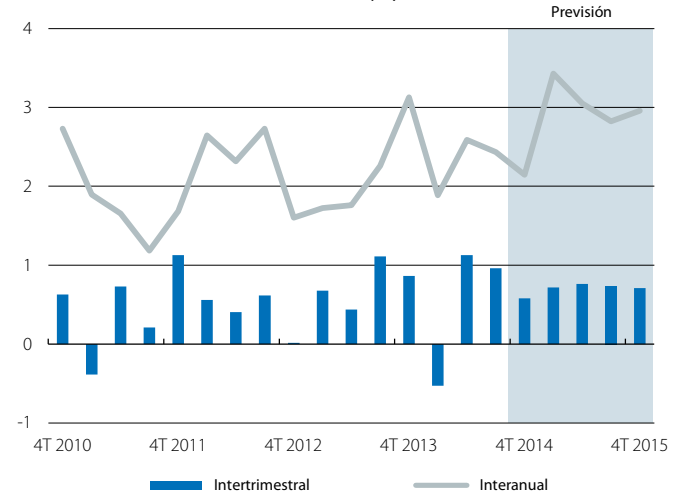
ESTADOS UNIDOS

El PIB de EE. UU. avanzó un robusto 1,0% intertrimestral en el 3T. El PIB aumentó más de lo calculado inicialmente en el 3T según la revisión de la estadística oficial (antes 0,9%). El dato deja el crecimiento interanual en el 2,4% (antes 2,3%). Dicha revisión ha vuelto a sorprender, de nuevo al alza, y se ha debido principalmente a la mejora de la inversión no residencial y del consumo privado. Ello matiza la preocupación que revelábamos el mes anterior frente a la moderación que ambos componentes de demanda mostraban tras la primera publicación del dato de PIB. Asimismo, esta mejora en el avance comporta una leve subida en nuestra previsión del crecimiento para 2014 hasta el 2,3% (frente al 2,2% anterior). En 2015, sin el lastre del flojo inicio de 2014, el avance debería llegar al 3,1%.

Los últimos datos de actividad afianzan la expansión estadounidense. El índice de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas escaló hasta los 59,0 puntos y su homólogo de servicios se situó en los 57,1 puntos, ambos claramente por encima de los 50 puntos que delimitan la zona expansiva. En la misma línea, el índice de sentimiento empresarial para pequeñas empresas subió hasta los 96,1 puntos en octubre (95,3 en septiembre) y las ventas minoristas avanzaron un considerable 0,3% intermensual (2,8% interanual). Por el contrario, la producción industrial decepcionó, con un leve retroceso intermensual del 0,1% (del 4,2% interanual de septiembre al 4,0% de octubre). En el ámbito exterior, la bajada del precio del petróleo sigue beneficiando la economía estadounidense (importadora neta de crudo), aunque el inesperado aumento del déficit comercial de bienes y servicios de septiembre apunta a una menor contribución al crecimiento en el 4T del componente exterior.

EE. UU.: PIB

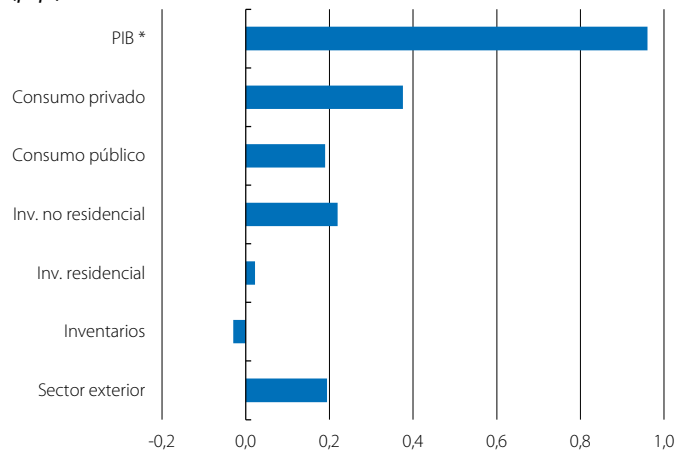
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: PIB

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

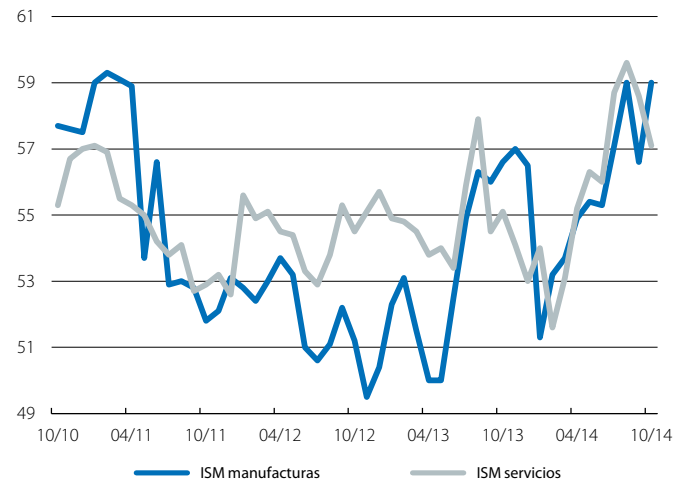


Nota: * Variación intertrimestral.

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

EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)



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

Precios bajo control. El IPC de octubre se quedó plano en el 1,7% interanual. De nuevo, el fuerte descenso de los precios energéticos compensó la subida generalizada del resto de componentes. En este sentido, el índice subyacente subió un 0,2% intermensual, lo que dejó el avance interanual en el 1,8%, una décima por encima del dato de septiembre. A pesar de la estabilidad de precios, el acta de la última reunión de la Reserva Federal desveló la preocupación de algunos de los miembros por la inflación. En concreto, recomendaban seguir la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo, por el riesgo que suponen para el crecimiento económico.

Prosigue la mejora del mercado laboral, mientras nos llegan buenas noticias desde el sector inmobiliario. En octubre se crearon 214.000 puestos de trabajo, de nuevo por encima del listón de los 200.000 característico de un mercado fuerte. Asimismo, la tasa de paro descendió una décima (5,8%). Estas buenas noticias quedan algo empañadas por la tasa de actividad (62,8%), que apenas ha mejorado en lo que va de año, lo que indica que todavía no se ha logrado revertir el efecto desánimo heredado de la crisis. Las tendencias demográficas (con la llegada a la jubilación de los *baby boomers* americanos) tampoco conllevarán mejoras en este sentido. Por su parte, en el sector inmobiliario, el índice de precios Case-Shiller que engloba 20 áreas metropolitanas subió un 0,3% intermensual en septiembre, después de encadenar cuatro meses de caídas. En la misma línea, las ventas de viviendas, tanto nuevas como de segunda mano, avanzaron en octubre respecto al registro de septiembre (0,7% y 1,5%, respectivamente).

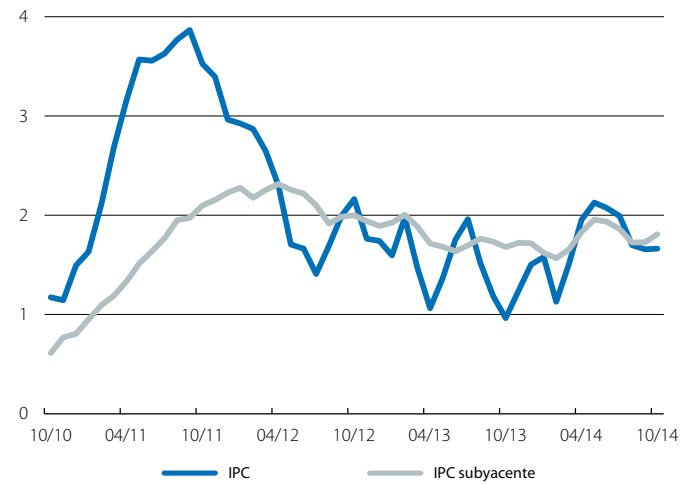
JAPÓN

El PIB retrocede en el 3T y deja a Japón en recesión técnica (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo). La bajada del 0,4% intertrimestral en el 3T (después de un descenso del 1,9% en el 2T) sorprendió a los más pesimistas y evidenció que las consecuencias de la subida del IVA en el mes de abril (del 5% al 8%) han sido mayores de lo esperado. Si bien las exportaciones se recuperaron y una gran parte del descenso se debió a un ajuste de las existencias, lo más preocupante sigue siendo la anémica recuperación del consumo y la atonía inversora. Todo ello comporta que revisemos a la baja nuestro escenario central de crecimiento para 2014 hasta el 0,4% (antes 1,1%). De cara a 2015, y ante las nuevas medidas expansivas de política económica que esperamos, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en el 1,2%. En este sentido, y ante el mal dato, el primer ministro, Shimzo Abe, no tardó en anunciar el retraso de la segunda subida del IVA a abril de 2017 (previamente proyectada para octubre de 2015) y la convocatoria de elecciones generales para el 14 de diciembre de 2014. Con esto último Abe pretende obtener un refrendo popular a sus iniciativas económicas (conocidas como *Abenomics* y apoyadas sobre tres pilares básicos: el monetario, el fiscal y las reformas estructurales) frente a los halcones de su propio partido, el Liberal Democrático.

La inflación decepciona en octubre y se aleja del objetivo del Banco de Japón (BOJ). El IPC de octubre subió un 2,9% inter-

EE. UU.: IPC

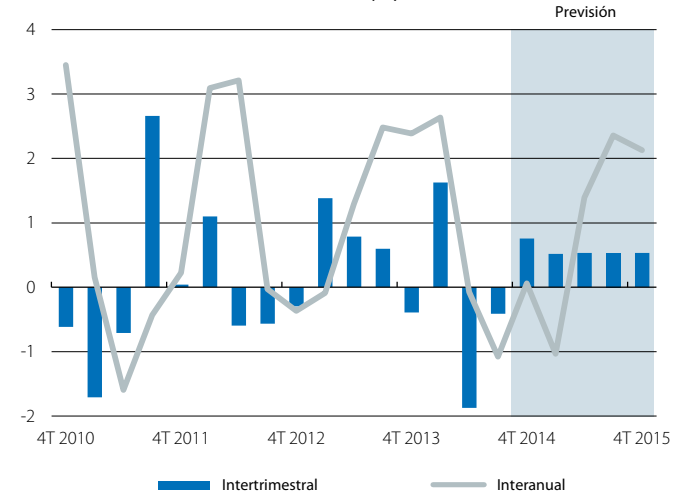
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

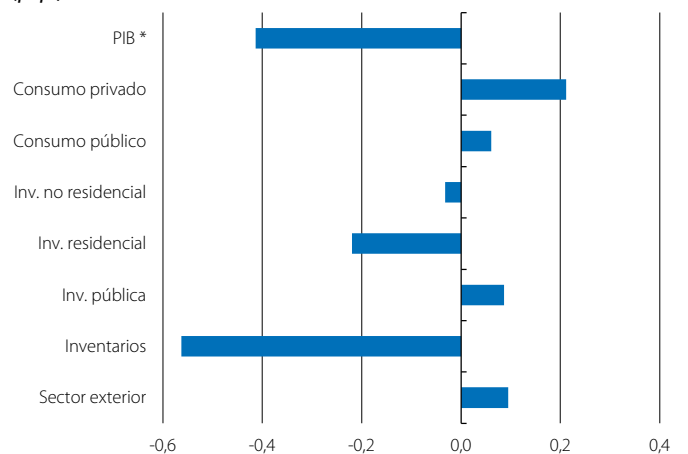
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Japón: PIB

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



Nota: * Variación intertrimestral. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

anual (3,3% en septiembre), pero descontando el efecto del IVA se quedó en un moderado 0,9%, lejos del 2,0% al que aspira el BOJ. La decisión del BOJ de incrementar el ritmo de compras de activos el pasado 31 de octubre ya indicaba cierta preocupación en el frente inflacionista, que los datos han venido a confirmar. Con todo, hasta el momento, el mayor éxito del *Abenomics* ha sido precisamente en el ámbito monetario, pues ha logrado acabar con un problema de deflación que la economía nipona había arrastrado durante 15 años.

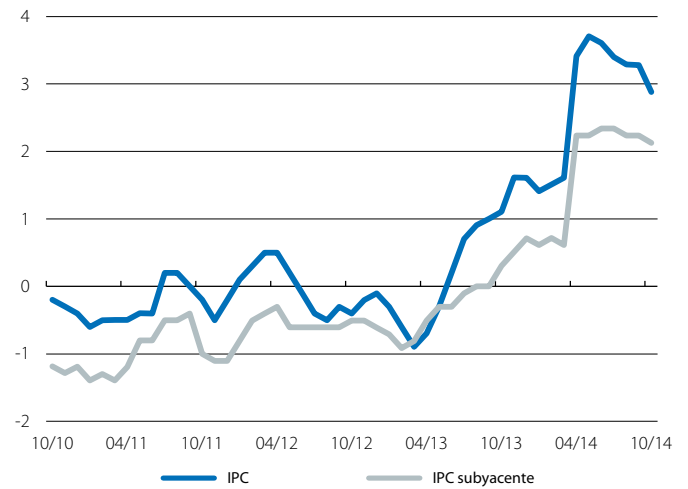
EMERGENTES

Los indicadores de actividad de China se desaceleran levemente en octubre, aunque todavía revelan avances significativos. En concreto, la producción industrial avanzó un 7,7% interanual (8,0% en septiembre), las ventas minoristas crecieron un 11,5% (11,6% en septiembre) y la inversión, un 15,9% en el acumulado de enero a octubre. En el plano exterior, las exportaciones chinas siguieron mejorando en octubre. En particular, avanzaron un robusto 11,6% interanual, en línea con la fortaleza mostrada los últimos meses. Todo ello en un entorno de precios moderados (inflación del 1,6% en octubre). A pesar de los datos todavía razonables de actividad, revisamos a la baja el crecimiento para 2015 (del 7,4% al 7,2%). Este cambio de previsiones se ha visto favorecido por las palabras del presidente, Xi Jinping, quien considera factible un objetivo de crecimiento del 7,0% para 2015, lo que da a entender que el Ejecutivo tolerará una mayor ralentización antes de tomar nuevas medidas de apoyo. Asimismo, el inesperado recorte del tipo de interés oficial (de 40 p. b. hasta el 5,6%) por parte del Banco Central del país, el primero en más de dos años, es otro factor que apoya esta revisión a la baja. El movimiento se interpreta como un reconocimiento por parte de las autoridades chinas de la desaceleración que está teniendo lugar, y una muestra de su compromiso con que este proceso sea gradual.

En el resto de emergentes aumentan las disparidades, con un marcado contraste entre la relativa estabilidad de la India y México, y las incertidumbres que presentan Rusia y Brasil (con muy poco margen para políticas expansivas). Así, la India mantiene el tono con un avance del PIB en el 3T del 5,3% interanual, por encima de las expectativas del consenso. Al buen dato de PIB se añade el hecho de que un petróleo barato incrementa el margen de maniobra del Ejecutivo al moderar la inflación y el déficit comercial. Por su parte, México repuntó moderadamente en el 3T (2,3% interanual frente al 1,6% anterior). Los riesgos son mayores en Brasil, cuya inflación no deja margen de maniobra, aunque el PIB del 3T mejoró (-0,2% interanual frente al -0,9% en el 2T) gracias al mejor tono del consumo público y de la inversión. En la misma línea, Rusia sorprendió positivamente, con un PIB que avanzó un 0,7% interanual en el 3T, aunque creemos que el impacto negativo de la caída del precio del petróleo se dejará sentir en el 4T.

Japón: IPC

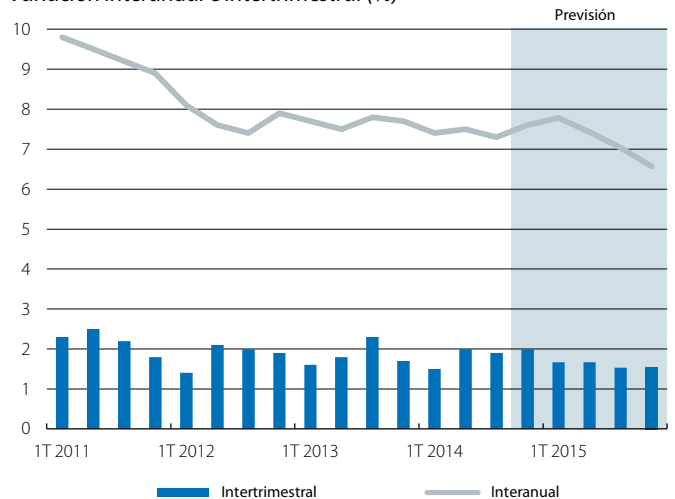
Variación interanual (%)



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

China: PIB

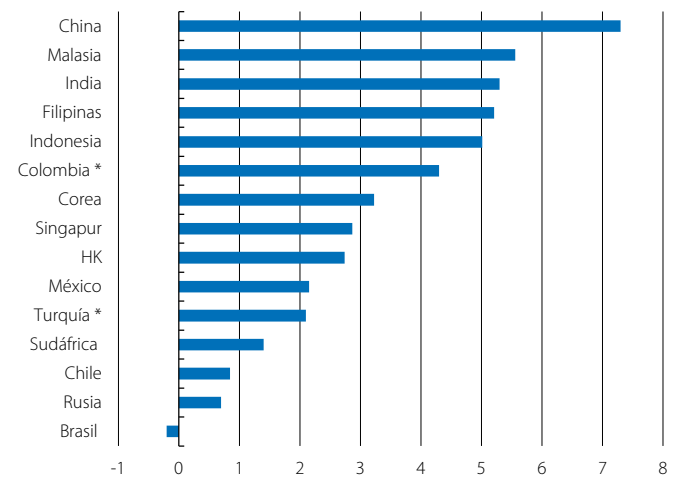
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Emergentes: crecimiento del PIB en el 3T 2014

Variación interanual (%)



Nota: * Datos para el 2T 2014.

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

FOCUS · Colombia: en posiciones avanzadas en América Latina

De acuerdo con nuestras previsiones, la economía colombiana crecerá en 2014-2015 un 4,8% de promedio anual. Se trata de una cifra elevada que la acerca a las tasas de avance del PIB de los emergentes más dinámicos y que la aleja de una América Latina que, aun prosperando, ha perdido lustre. Así, siempre en ese mismo periodo, mientras que Asia emergente crecerá un 6,5%, América Latina lo hará un 2,4%. Las brillantes perspectivas de Colombia no dejan de ser paradójicas si tomamos en consideración que está sufriendo un *shock* negativo importante: la caída de un 25% desde julio del precio del petróleo de calidad Brent, producto que representa aproximadamente el 70% de sus exportaciones.

Esta incongruencia aparente se explica por varios factores. Aunque Colombia se encuentra entre los 20 mayores productores de petróleo mundiales, al tratarse de una economía solo moderadamente abierta, la importancia del petróleo en términos de crecimiento es moderada.¹ En un reciente informe del FMI, en el cual se analiza el impacto en América Latina de diferentes hipótesis de caída de los precios de las materias primas, se constata que Colombia pertenece al grupo de países de la región cuyo crecimiento se vería menos afectado por un eventual desplome. Así, si los precios de las materias primas cayesen un 10% en un año determinado, su PIB se reduciría en 0,4 p. p. en los tres años siguientes, mientras que en casos como el del Perú, la misma caída de los precios de las materias primas comportaría un descenso de 1,5 puntos.

Además, para hacer frente a este impacto del petróleo, Colombia se beneficiará en el futuro próximo de un entorno internacional razonablemente propicio y, especialmente, del buen comportamiento de la demanda interna. En ese sentido, cabe mencionar que en los años 2012-2013 y el primer semestre de 2014, los dos componentes fundamentales de la demanda interna, el consumo público y la inversión, han crecido un 4,5% y un 7,3% en promedio anual, respectivamente.

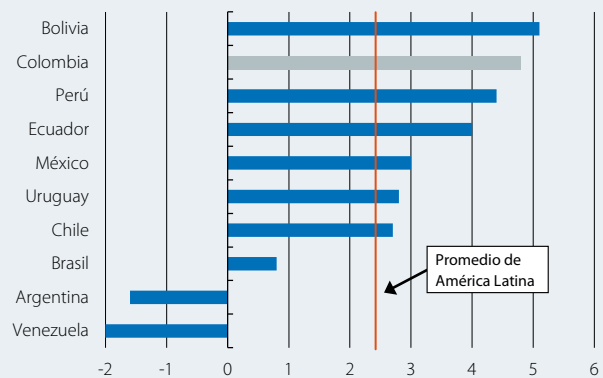
Se trata de un crecimiento robusto que está reflejando, en el ámbito interno, el efecto positivo de distintos factores de carácter estructural. Un primer elemento que refuerza las buenas perspectivas de la demanda interna colombiana es la demografía, ya que se prevé un crecimiento medio anual de la población del 1,0% en la próxima década. Un segundo aspecto destacable es que Colombia se ha mantenido como uno de los países de América Latina con mayores progresos reformistas. Así, por ejemplo, la reforma petrolera colombiana de 2003 ha sido, en ciertos aspectos, el modelo de la reforma mexicana de 2013.² Pero más allá de esta reforma tan emblemática, cabe destacar el importante esfuerzo para mejorar el marco legal para hacer negocios (en un proceso de reforma prácticamente continuado durante la última década), la reforma fiscal de 2011 (que precisamente reduce la dependencia de los in-

gresos fiscales del petróleo) o la reforma tributaria de 2012. Un tercer factor positivo es la existencia de escasos desequilibrios macroeconómicos, con una holgada posición fiscal del país (en 2014 el déficit público se situará en la zona del 1,5% del PIB y la deuda pública, en el 34% del PIB, y la tendencia es de mejoría a medida que avance el periodo 2014-2016) y una inflación controlada, que se moverá en la zona del 3% entre 2014 y 2016.

Todo ello, junto con las reformas institucionales de décadas anteriores (especialmente relevante es la que reforzó la independencia del banco central), ha permitido que Colombia disponga de un marco económico de calidad institucional superior al de muchos países de América Latina. Un último factor que apoya el mejor tono de la actividad interna es la lenta, pero apreciable, senda de pacificación del país. En definitiva, Colombia presenta una de las perspectivas a corto y largo plazo más favorables de América Latina.

América Latina: crecimiento previsto 2014-2015*

Variación interanual (%)



Nota: * Promedio de 2014 y 2015.

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

Colombia: principales indicadores macroeconómicos

	2007-2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento PIB real (%)	4,5	4,0	4,7	4,9	4,7	4,5
Inflación IPC (%) (f)	4,4	2,8	1,8	3,3	3,2	3,0
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-2,5	-3,1	-3,3	-3,9	-3,8	-3,8
Saldo fiscal (% del PIB)	-1,8	0,1	-0,9	-1,5	-1,3	-0,9
Deuda pública (% del PIB)	34,4	32,0	35,8	34,0	33,1	31,6

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.

1. Menos del 20% de los ingresos públicos provienen del petróleo y del gas (frente al 54% promedio del grupo de los 16 principales exportadores de petróleo y gas). Asimismo, las exportaciones netas de petróleo y gas de Colombia no llegan al 10% del PIB (la media del conjunto de los 16 principales exportadores de petróleo y gas es del 26%).

2. La reforma incluyó la creación de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (independiente y con amplios poderes regulatorios), un tratamiento favorable de *royalties* y fiscalidad, incentivos y permisos para empresas extractoras internacionales y la modernización de ECOPETROL, la compañía estatal de petróleos.

FOCUS · TTIP: el tratado de libre comercio e inversión entre la UE y EE. UU., un acuerdo necesario

El TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership), el tratado de libre comercio e inversión que están negociando la Casa Blanca y la Comisión Europea para unir dos de las regiones más importantes a nivel mundial (la UE y EE. UU.), se inscribe en la actual proliferación de acuerdos de libre comercio tanto bilaterales como multilaterales. La propia economía estadounidense está en conversaciones para entrar a formar parte del Trans-Pacific Partnership (TPP) junto con Japón y otras 10 economías de la región Asia-Pacífico, y China acordó tratados con Australia, México e incluso con EE. UU. este pasado noviembre.

Aunque la gestación del TTIP viene de lejos, no fue hasta junio de 2013, después de un intenso asesoramiento, que el presidente de EE. UU., Barack Obama, junto con el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, y el entonces presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durao Barroso, anunció el inicio de las presentes negociaciones. El objetivo: crear un área económica integrada sin aranceles para manufacturas y productos agrícolas, y una regulación armonizada que favorezca las inversiones y el comercio de servicios. En definitiva, el TTIP intenta erigirse como un acuerdo que expanda de manera significativa los flujos comerciales y de inversión a ambos lados del Atlántico. De materializarse, sería el mayor acuerdo de la historia atendiendo al tamaño económico de ambas partes: suman cerca del 50% del PIB mundial, representan en torno al 30% del comercio internacional de manufacturas y el 40% del de servicios, y reciben algo más del 30% de la inversión directa global.

Ambos territorios comparten un pasado histórico que, combinado con las intensas interrelaciones actuales, les convierte en socios naturales. EE. UU. es el principal socio comercial de la UE y viceversa (véase el primer gráfico). Y EE. UU. invierte la mitad del total de su IED anual en la UE, mientras la inversión de la UE en EE. UU. representa dos terceras partes de la IED que recibe la potencia norteamericana.

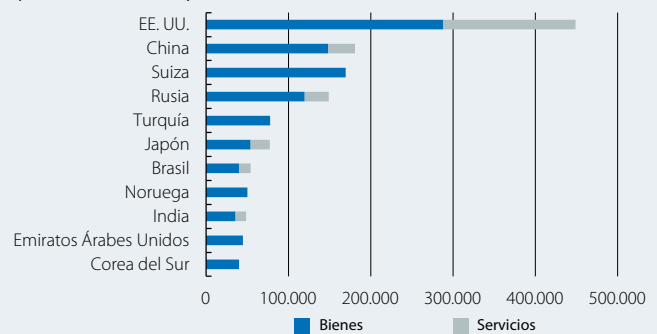
Aunque la relación económica es sustancial, distintas barreras impiden mayores vínculos transatlánticos. En particular, destacan las barreras no arancelarias, pues los aranceles entre ambas regiones son, en general, moderados (en promedio se sitúan por debajo del 3%). Estas trabas no arancelarias comprenden elementos como los estándares de calidad o de etiquetaje, la fiscalidad o la política de competencia o medioambiental, entre muchas otras. Su diversidad y complejidad implica que su recorte o supresión se presente como una tarea mucho más compleja de lo que supondría una simple reducción de aranceles. Al difícil propósito de conseguir unos estándares regulatorios comunes se añade la cuestión de proteger los derechos de los inversores en el Estado anfitrión sin menoscabar la soberanía de la propia UE o de EE. UU. acerca de las regulaciones que afectan a sus propios ciudadanos.¹ Son estas dificultades las que hacen que las conversaciones continúen a día de hoy.

1. La propia Comisión Europea abrió una consulta para tratar este punto (http://trade.ec.europa.eu/consultations/index.cfm?consul_id=179).

En lo que respecta a las consecuencias económicas, y según un reciente estudio del CEPR, si hubiera una reducción extensa de las barreras (principalmente no arancelarias), ambas regiones se beneficiarían del acuerdo. En particular, la UE vería aumentar su PIB en 119.000 millones de euros (0,5% del PIB), lo que equivaldría a un aumento de 545 euros por familia europea, mientras que EE. UU. lo incrementaría en 95.000 millones (0,4% del PIB) o en 655 euros por familia (véase el segundo gráfico).² Asimismo, y según un estudio de la Fundación Bertelsmann, España estaría entre los países más beneficiados de cerrarse el acuerdo (junto con Reino Unido, Irlanda o los países escandinavos) al ganar acceso a un mercado especialmente competitivo para el tipo de productos que importa.³ Todo ello, en un momento en que la recuperación europea todavía se muestra tímida, convierte el posible acuerdo en un factor extra de apoyo.

Principales destinos de las exportaciones de la UE-27

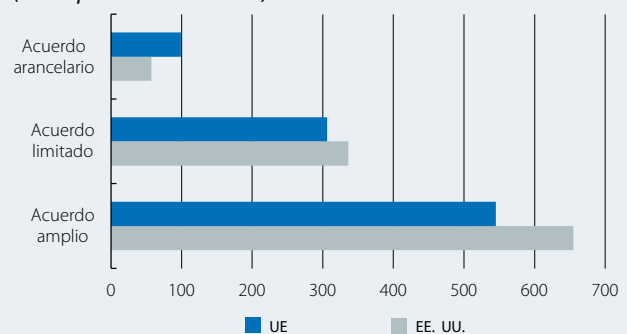
(Millones de euros)



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

Incremento de la renta familiar derivado del TTIP*

(Euros por familia anuales)



Nota: * Horizonte 2027 en precios corrientes.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del estudio de François et al. (CEPR, 2013) referenciado en el texto.

2. Véase Francois, Joseph, et al. (2013), «Reducing transatlantic barriers to trade and investment: An economic assessment». No. 20130401. Institute for International and Development Economics.

3. Véase «Who benefits from a transatlantic free trade agreement», Policy Brief 2013/04, Fundación Bertelsmann Stiftung, 2013.

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	10/14	11/14
Actividad								
PIB real	2,3	2,2	3,1	1,9	2,6	2,4	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,5	3,5	2,3	4,1	4,4	4,4	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	74,0	80,5	83,4	90,9	94,1	88,7
Producción industrial	3,8	2,9	3,3	3,3	4,2	4,4	4,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	56,7	52,7	55,2	57,6	59,0	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,8	929,7	1.025	925	985	1.033	1.009	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	165	170	171	170	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,0	6,7	6,2	6,1	5,8	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,5	58,8	58,9	59,0	59,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,3	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	...	...
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	1,8	...

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Dept. de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14
Actividad							
PIB real	1,5	1,5	2,4	2,6	–0,1	–1,1	–
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	41,7	38,8	39,1	40,9	38,9
Producción industrial	0,2	–0,6	5,8	8,3	2,6	–1,1	–1,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–5,0	6,0	16,0	17,0	12,0	13,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	3,9	3,6	3,6	3,6	3,5
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,4	–2,4	–2,4	–2,8	–2,9	–2,9	–2,8
Precios							
Precios de consumo	0,0	0,4	1,4	1,5	3,6	3,3	2,9
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	0,5	0,6	2,3	2,3	2,1

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14
Actividad							
PIB real	7,7	7,7	7,7	7,4	7,5	7,3	–
Ventas al por menor	14,3	13,1	13,5	11,9	12,3	11,9	11,5
Producción industrial	10,0	9,9	10,0	8,7	8,9	8,0	7,7
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	51,3	50,3	50,7	51,3	50,8
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	230	258	258	233	253	321	335
Exportaciones	8,0	7,8	7,4	–3,4	5,0	13,0	11,6
Importaciones	4,3	7,3	7,1	1,7	1,4	1,1	4,6
Precios							
Precios de consumo	2,7	2,6	2,9	2,3	2,2	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
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,1	6,1	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 Estadística china y Thomson Reuters Datastream.

COYUNTURA · Crecimiento lento pero sostenido

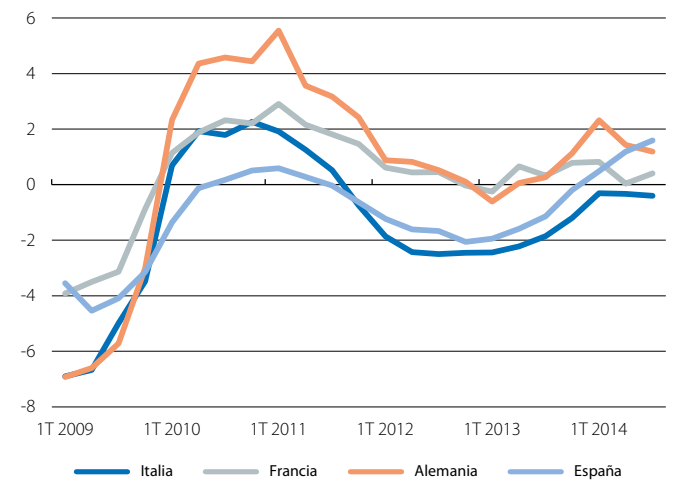
La recuperación de la eurozona avanza según lo previsto: lentamente y con diferencias entre países. Los datos del PIB del 3T mostraron un débil crecimiento en la eurozona, del 0,2% intertrimestral (0,1% en el 2T). Destaca el avance de España, del 0,5% intertrimestral, que superó ampliamente el de la eurozona. Por el contrario, la economía italiana volvió a contraerse. Esta vez, las cifras depararon sorpresas positivas en Francia, con un avance mayor de lo previsto, aunque gracias al gasto público y a la acumulación de *stocks*, unos motores difíciles de mantener. Alemania creció un 0,1%, lo que aleja el miedo a una recesión tras la leve caída del 2T. Durante los próximos meses, esperamos que la recuperación de la eurozona continúe, apoyada gradualmente por el abaratamiento del petróleo, la depreciación del euro y la reactivación del crédito (por las medidas de política monetaria y la publicación de la revisión de los activos de la banca y las pruebas de estrés llevados a cabo por el BCE).

La Comisión Europea revisa a la baja el crecimiento de la eurozona. En concreto, prevé que la eurozona crezca un 0,8% en 2014 y un 1,1% en 2015. La demanda doméstica, menos vigorosa de lo previsto, y la materialización de los riesgos existentes durante la primera mitad del año (reducción del comercio mundial, conflictos en Ucrania y Oriente Próximo), han propiciado la revisión. La CE vaticina una lenta recuperación en 2015 apoyada por la demanda interna y, en particular, por la inversión, dado el entorno de política monetaria acomodaticia, la mejora de los costes de financiación y la menor necesidad de desapalancamiento. La propia CE contribuirá con el plan Juncker, cuyas medidas buscan fomentar la inversión privada y pública en un entorno de liquidez abundante pero que no se traduce en financiación de nuevos proyectos. El plan contempla la creación del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas con una capacidad financiera esperada de 315 miles de millones de euros para invertir en proyectos de largo plazo (infraestructuras estratégicas, de transporte, I+D, etc.), así como para apoyar el crédito a las pymes. El éxito de este plan dependerá, no obstante, tanto de la operativa y la selección de proyectos como de la capacidad de absorción de pérdidas del capital público, limitada *a priori*. Dentro del Semestre Europeo, la CE ha alertado a siete países del riesgo de desviación del objetivo de déficit público para 2015. Además, Bélgica, Francia e Italia se exponen a sanciones si no toman medidas adicionales para corregir sus niveles de déficit (véase el Focus «¿Están tomando las medidas adecuadas Francia e Italia?»).

Crecimiento moderado de la actividad en la eurozona. En las encuestas de opinión de la CE al sector manufacturero, las empresas reportan una ligera desaceleración de los pedidos industriales, aunque continúan en terreno positivo. La misma lectura de crecimiento moderado puede leerse en el índice PMI

Crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



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

Previsiones de crecimiento del PIB de la Comisión Europea

Variación interanual (%)

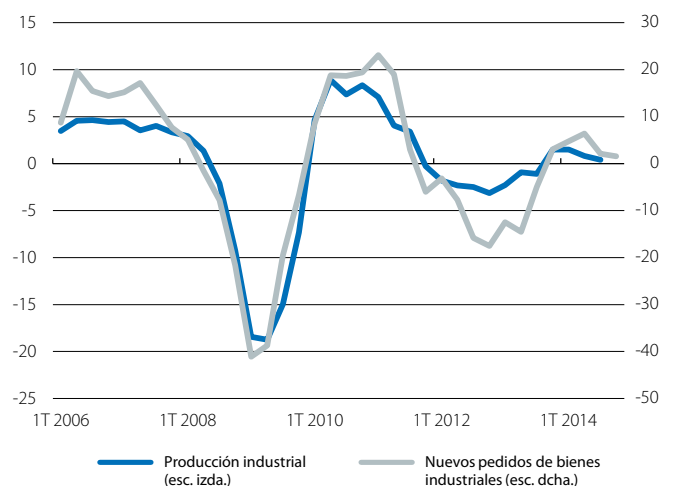
	Previsión PIB			Variación respecto previsión primavera 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Eurozona	-0,5	0,8	1,1	▼ 0,4	▼ 0,6
Alemania	0,1	1,3	1,1	▼ 0,5	▼ 0,9
Francia	0,3	0,3	0,7	▼ 0,7	▼ 0,8
Italia	-1,9	-0,4	0,6	▼ 1,0	▼ 0,6
España	-1,2	1,2	1,7	▲ 0,1	▼ 0,4

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

Eurozona: indicadores de actividad

Variación interanual (%)

(Índice)



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

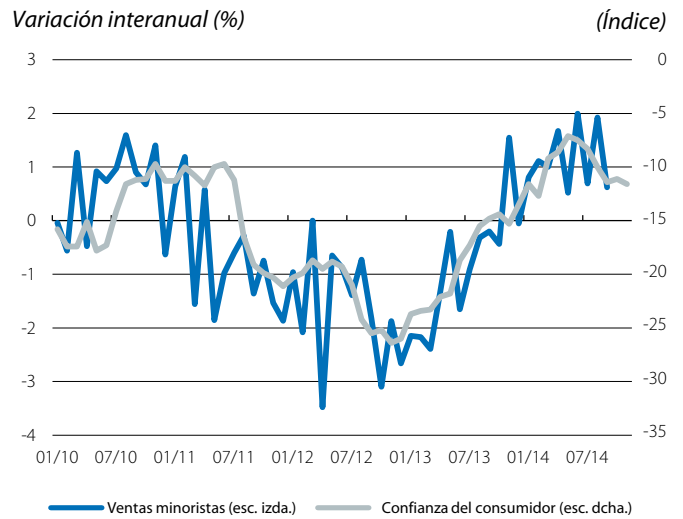
compuesto de la eurozona, que sigue en zona expansiva pero por debajo del promedio del 3T. Esta estabilidad enmascara distintos desarrollos por sectores de actividad (avances en industria y comercio minorista, sin cambios en servicios y con deterioros en construcción) y por países (mejoras en Francia y España, retrocesos en Alemania e Italia).

Estabilización de los indicadores de demanda. Las ventas minoristas en septiembre moderaron su ritmo de crecimiento pero se mantuvieron en tasas positivas. La tendencia de la serie muestra que, desde el inicio del año las ventas han crecido cerca del 1% interanual. Sin embargo, la lentitud de la recuperación de la eurozona no parece generar más optimismo a los consumidores, cuyo indicador de confianza disminuyó en noviembre. Este pesimismo debería disiparse a medida que la recuperación se afiance y mejore la situación del mercado laboral. De momento, no obstante, el descenso de la tasa de paro está siendo muy paulatino. En octubre, la tasa de paro se mantuvo en el 11,5%, por debajo del 11,9% registrado hace un año, pero sin cambios respecto a los dos meses anteriores. Tampoco las expectativas de desempleo apuntan a una mejora significativa durante los próximos meses.

Alemania: el consumo privado tira del carro. El detalle del crecimiento del PIB alemán para el 3T nos permite ser optimistas. Aunque el crecimiento intertrimestral fue moderado, tanto el consumo privado como las exportaciones crecieron con fuerza. Las aportaciones negativas de la inversión y de la variación de existencias fueron las causantes de la tasa de crecimiento tan moderada en el 3T. Sin embargo, a juzgar por la evolución más favorable de los indicadores de más alta frecuencia de noviembre, como el IFO y el ZEW, la inversión debería repuntar en el último trimestre del año. Además, la composición del PIB germano en el 3T muestra un avance más equilibrado (la contribución de la demanda interna y la externa fue de 0,3 p. p. y 0,2 p. p., respectivamente). El dinamismo del consumo privado debería mantenerse, a tenor del buen comportamiento del mercado laboral alemán, con una tasa de paro en mínimos históricos (4,9% en noviembre), y de los bajos tipos de los nuevos créditos a hogares para la vivienda y para el consumo (también en mínimos), y alejar la inquietud de que la actividad alemana, el motor de la eurozona, pueda entrar en una fase de estancamiento.

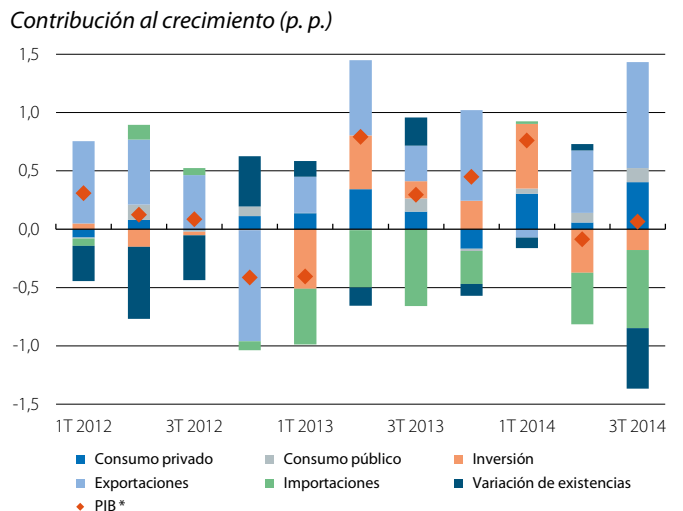
Crecimiento robusto en la Europa emergente. A pesar de la incertidumbre generada por el conflicto Rusia-Ucrania y del tono económico relativamente moderado de la eurozona, el proceso de recuperación de la Europa emergente sorprende por su robustez. Una explicación importante es la resistencia de la demanda interna y, en particular, de la inversión. Asimismo, el incremento del consumo privado en Alemania puede haber favorecido la buena marcha de la Europa emergente por su estrecha dependencia. De cara al próximo año, se espera que, en conjunto, este bloque de países siga creciendo en torno al 3%, apoyado sobre todo por el dinamismo de Polonia, la mayor de estas economías.

Eurozona: indicadores de consumo



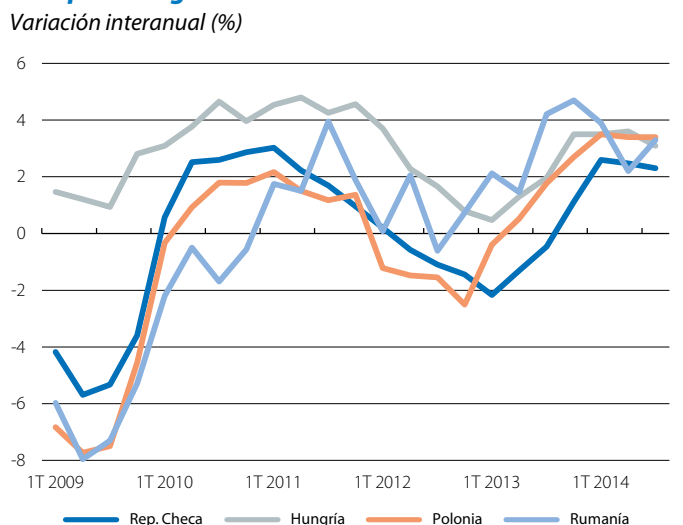
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Alemania: crecimiento intertrimestral del PIB



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

Europa emergente: crecimiento del PIB



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

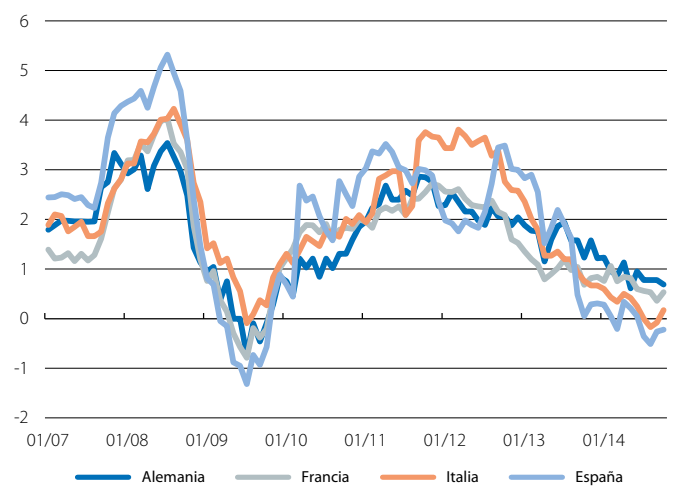
La inflación se mantiene débil. En noviembre, la inflación bajó una décima hasta el 0,3%, debido a la caída del precio de la energía. Por países, el dato de octubre, el último disponible, mostró diferencias notables, siendo más bajo en Italia y en España (en esta última, en terreno negativo). A corto plazo, se espera que el descenso del precio del petróleo siga presionando la inflación a la baja, sobre todo ante la falta de acuerdo para restringir la producción por parte de los países de la OPEP. La inflación subyacente, no afectada por la energía, se mantuvo en cotas bajas, del 0,7%, reflejo del tono débil de la actividad económica. El abaratamiento del petróleo, a pesar de arrastrar a la baja la inflación, no es una mala noticia para la eurozona, importadora neta de petróleo, ya que conlleva una reducción importante en los costes de producción, lo que mejora su posición competitiva y la capacidad de compra de los hogares.

El sector exterior recupera el pulso. La balanza comercial de la eurozona registró un superávit del 2,5% del PIB en septiembre (acumulado de 12 meses), continuando la mejora de agosto. El avance se debió, en parte, a los incrementos del superávit de bienes (por la mejora de las exportaciones) y, en menor medida, al de servicios, lo que afianza el papel del sector exterior como motor de la recuperación. Además, la reciente depreciación del euro respecto al dólar debería ayudar a impulsar las ventas al exterior al abaratar el precio final de los bienes producidos, sobre todo en países como Francia e Italia (véase el Focus «La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona ante los movimientos cambiarios»). Por tanto, el sector exterior recuperará protagonismo durante los próximos meses. Esta lectura más positiva también se desprende de las últimas encuestas de opinión de la CE. En general, las empresas se muestran más optimistas sobre sus expectativas de exportar, con índices superiores al promedio histórico.

La mejora de la capacidad crediticia apoyará la recuperación. Los resultados de la encuesta de acceso a la financiación de las empresas de la eurozona ponen de manifiesto que la situación financiera de estas ha mejorado en los últimos seis meses, en parte como resultado del aumento del número de empresas, del 10%, que ha incrementado su facturación. Paralelamente, la política monetaria más expansiva del BCE ha permitido que el coste del crédito para las empresas y los hogares haya descendido gradualmente (también las diferencias entre países han disminuido). Si bien la fragmentación financiera sigue siendo notable, es mucho menor que hace unos meses. Así, por ejemplo, mientras las empresas alemanas pagaron un tipo de interés en septiembre del 2,6% para los créditos inferiores a un millón de euros, las españolas lo hicieron al 4,2%. Hace un año, los tipos eran más elevados y más dispares, del 2,8% y del 5,0% respectivamente. Durante los próximos meses, se espera que la capacidad crediticia del sector bancario siga mejorando y el proceso de desfragmentación continúe. La mejora de la credibilidad en el sector bancario fruto de los resultados favorables de las pruebas de estrés a los que el BCE ha sometido a la banca ayudará a que así sea.

Inflación

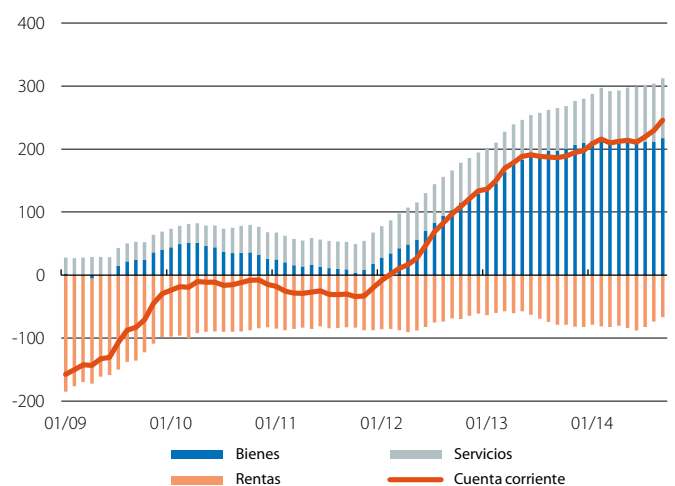
Variación interanual (%)



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

Eurozona: saldo de la cuenta corriente

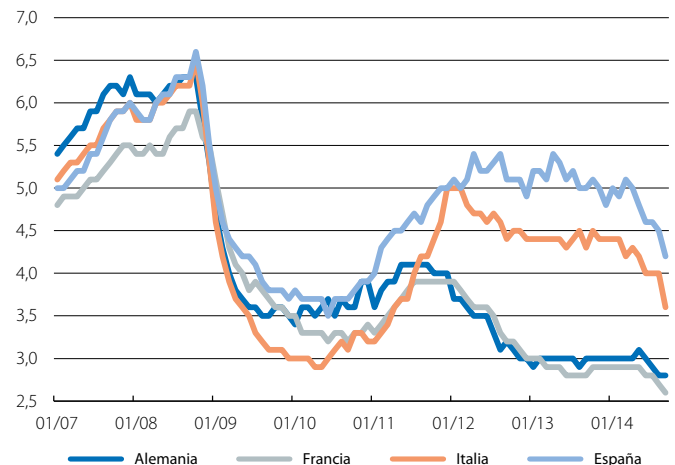
Miles de millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

Tipo de interés de los créditos a empresas inferiores a 1 millón de euros

(%)



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

FOCUS · ¿Están tomando las medidas adecuadas Francia e Italia?

Finalmente, la Comisión Europea no ha multado a ningún país de la eurozona tras analizar con detalle sus presupuestos públicos, pero ha dado toques de atención a siete países por la posible desviación de sus objetivos de déficit. La situación es especialmente delicada para Francia e Italia, que deberán pasar una segunda evaluación en marzo y afrontar posibles sanciones si no toman acciones concretas con calendarios precisos para acelerar el ajuste del déficit y la implementación de reformas estructurales. Ambos países han justificado la demora con el elevado esfuerzo que deberán hacer tras el deterioro del escenario macroeconómico previsto y las reformas estructurales anunciadas. ¿Hasta qué punto es así?

En Francia, las medidas de contención del gasto público incluidas en los presupuestos de 2015 han sido estimadas en 21.000 millones de euros. Este esfuerzo está repartido entre todas las administraciones, el Estado, las corporaciones locales y la Seguridad Social. A pesar de estas medidas, el gasto público está previsto que aumente un 0,2% en términos reales. Es preciso tener en cuenta que una cifra tan baja es inédita en Francia: en 2012 el aumento fue del 1,1% y en 2013 del 1,3%. Asimismo, el Gobierno prevé que el crecimiento del PIB alcance el 1% el año que viene, lo que, de ocurrir, permitiría que el peso del gasto público respecto al PIB se redujera.

Las medidas de contención del gasto público incluidas en los presupuestos italianos ascienden a 15.000 millones de euros. Sin embargo, el nivel de concreción de cómo se conseguirá tal ahorro es, de momento, muy inferior al del caso francés. En cambio, sí se ha concretado más cómo se llevará a cabo la importante reducción de la carga impositiva prevista, que supondrá un coste de 18.000 millones de euros. Los principales beneficiarios serán los hogares más modestos, que pagarán 80 euros menos al mes de impuestos.

Las medidas de contención del gasto anunciadas, por tanto, parece que no son menores. Pero es asimismo destacable que cuando se tienen en cuenta el conjunto de medidas (también las de reducción de impuestos) la reducción del déficit resultante es en ambos casos muy limitada. Así, el déficit previsto por el Gobierno francés es del 4,3% (4,4% en 2014), cuando el objetivo inicialmente acordado con Bruselas era del 3,0%. En Italia el déficit previsto es del 2,6% (3,3% en 2014), frente a un objetivo del 2,2%. Aunque a regañadientes, Bruselas ha aceptado hasta cierto punto estas desviaciones sin imponer sanciones económicas de momento, pero a cambio se ha acordado la implementación de una agenda de reformas estructurales ambiciosa. Analicemos, pues, cómo se encuentra este otro flanco.

Francia aprobó este año el pacto de responsabilidad y solidaridad, que reduce las cotizaciones sociales y el impues-

to de sociedades. Este se añade al *crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* (desgravación fiscal aprobada en 2013) para aumentar la competitividad de las empresas. Además, en octubre anunció medidas adicionales, como la reducción de las tasas en sectores regulados, una mayor facilidad administrativa para la creación de empresas y la reducción del número de regiones.

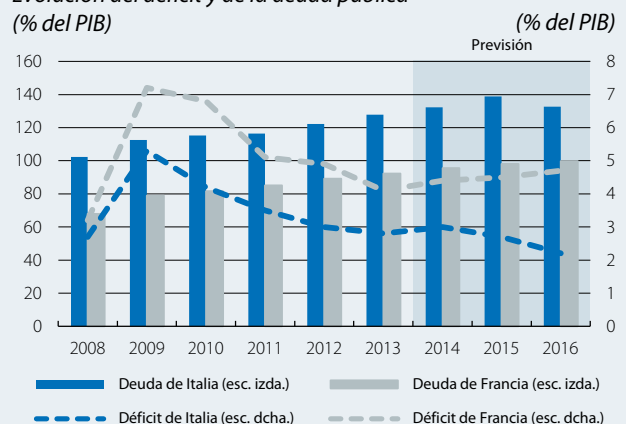
Italia, por su parte, prevé implementar en 2015 la simplificación del sistema impositivo (*delega fiscale*) y la reforma fiscal. Además, Matteo Renzi se ha comprometido a aprobar la reforma del sistema judicial así como una ambiciosa reforma laboral. Esta última ya ha superado el primer obstáculo con la aprobación del borrador por parte del Senado el pasado mes de octubre.

En ambos países, la lista de reformas parece ambiciosa. Según estimaciones de la OCDE, en Francia la tasa de crecimiento podría aumentar 0,3 p. p. al año durante los próximos cinco años si se implementan completamente las reformas anunciadas. En el caso de Italia, el Gobierno estima que el conjunto de reformas presentadas incrementaría el crecimiento en 0,1 p. p. en 2015 y en 0,3 p. p. en 2016.

En definitiva, parece que Francia e Italia poco a poco van cambiando el rumbo de su política económica, y empiezan a tomar medidas para relanzar el crecimiento de sus economías. De todas formas, es preciso tener en cuenta que muchas de las reformas anunciadas todavía deben ser aprobadas e implementadas. Además, ambos países presentan niveles de deuda pública muy elevados. Si quieren dejar de ser el centro de atención, deberían pisar el acelerador.

Déficit y deuda pública en Francia y en Italia

Evolución del déficit y de la deuda pública (% del PIB)



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

FOCUS · La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona ante los movimientos cambiarios

La reciente depreciación del euro no podía ser más oportuna para la eurozona. Un euro más barato aumenta la competitividad del sector exterior, un punto de apoyo nada despreciable para una recuperación que de momento está siendo más frágil de lo esperado. De acuerdo con las estimaciones del BCE, una depreciación duradera del tipo de cambio efectivo nominal del euro del 10% (el doble de la ocurrida entre enero y noviembre) supone un aumento del PIB de dos décimas a corto plazo y de seis a largo plazo.¹ Sin embargo, se espera que este efecto sea muy dispar entre países. Justamente, las economías que se han mostrado menos dinámicas recientemente (como Francia e Italia) serán las que se verán más beneficiadas por la depreciación del euro.

En particular, según un reciente estudio de la Comisión Europea, la elasticidad de las exportaciones francesas frente a movimientos cambiarios duplica la de las alemanas y la de las italianas la triplica.² El avanzado nivel tecnológico que caracteriza las exportaciones alemanas es uno de los argumentos más utilizados para explicar la relativa inmunización de sus exportaciones frente a las oscilaciones del precio del euro. En general, los productos tecnológicamente más avanzados suelen ser más diferenciados y, en consecuencia, suelen tener una demanda menos sensible a las variaciones del precio. No obstante, cuando uno mira el contenido tecnológico del conjunto de exportaciones alemanas y francesas, no observa grandes diferencias. Sin embargo, a nivel sectorial sí que se aprecian diferencias entre países. Las industrias con un importante contenido tecnológico que destacan en Francia son distintas de las que destacan en Alemania. Y, precisamente, tales diferencias sectoriales parece que explican parte del desigual grado de sensibilidad de las exportaciones entre ambos países.³

Pero seguramente más importante que las diferencias a nivel sectorial, y aunque pueda parecer contraintuitivo, es precisamente la mayor apertura de Alemania fuera de la región del euro, en especial en la industria de equipos de transporte (el principal sector exportador en ambos países), lo que le confiere esta mayor estabilidad. Porque, a pesar de su relativamente alto contenido tecnológico, dicha industria presenta una elevada sensibilidad al tipo de cambio. Alemania, a diferencia de Francia, la ha reducido a través de una mayor integración de sus empresas en la cadena de valor global. La relación comercial es especialmente estrecha con numerosos países de Europa Central, la mayoría de los cuales no comparten el euro. Así, los automóviles alemanes que se exportan contienen una parte considera-

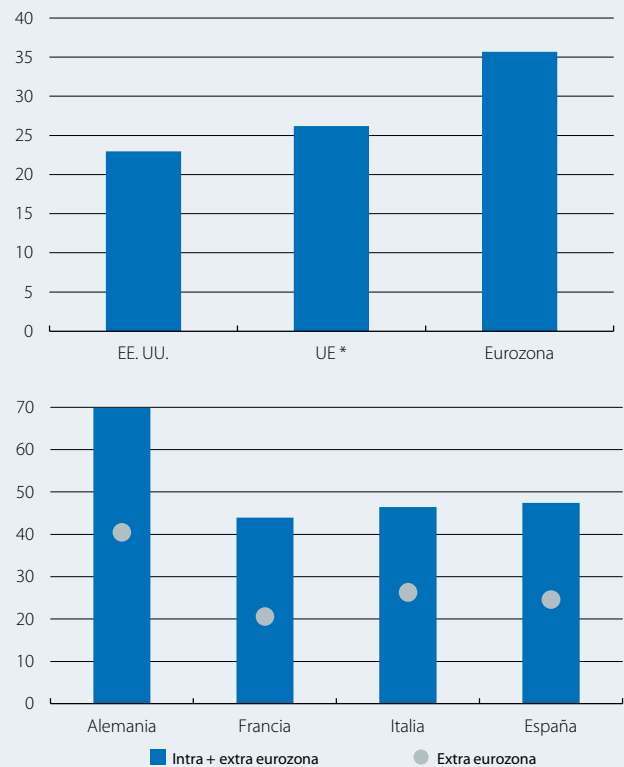
ble de bienes intermedios procedentes de Europa Central, cuyos costes están establecidos en moneda local.⁴

Una muestra de ello es el elevado porcentaje de bienes intermedios importados que Alemania termina reexportando, un 51% concretamente. Un porcentaje que se sitúa muy por encima del de Francia, Italia o España, en torno al 35%. Así pues, aunque en general las variaciones cambiarias suelen afectar en mayor medida a los países que más exportan, una mayor integración en las cadenas de valor global aminora esta sensibilidad, ya que el tipo de cambio también afecta al coste de los productos importados.

En definitiva, aunque el país más abierto de la eurozona, Alemania, se verá relativamente poco beneficiado por la depreciación del euro, esta sí será de gran ayuda para el resto de países, especialmente para Francia e Italia (véase el gráfico). Estos países deben aprovechar este impulso para aprobar e implementar una agenda de reformas estructurales ambiciosa que relance su capacidad de crecimiento a largo plazo. No hay tiempo que perder. Más aún si tenemos en cuenta que el superávit por cuenta corriente que parece que mantendrá la eurozona es un elemento que limita mayores depreciaciones a largo plazo.

Apertura comercial

Exportaciones más importaciones de bienes (% del PIB)



Nota: * La UE comprende los 28 países que hoy constituyen la Unión Europea.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (DOTS) y Eurostat.

1. Véase Di Mauro, F., Rüffer, R. y Bunda, I. (2008). «The changing role of the exchange rate in a globalised economy». ECB Occasional Paper (94).
2. Véase European Commission (2014). «Quarterly Report on the Euro Area», Volume 13, No 3. La elasticidad de la demanda exportadora frente al tipo de cambio es de -0,81, -1,44 y -2,56 para Alemania, Francia e Italia, respectivamente.
3. Véase Berthou, A. (2008). «An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports».

4. Véase FMI (2013), «German-Central European Supply Chain – Cluster report» y FMI (2014), artículo IV de Francia, «Selected Issues».

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	11/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,6	-0,9	0,4	1,0	1,4	1,1	0,6	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	1,5	1,3	1,0	0,6	0,7	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,7	-14,4	-11,2	-7,7	-9,9	-11,4	-11,1	-11,6
Sentimiento económico	90,8	93,8	99,1	101,6	102,2	100,9	99,9	100,7	100,8
PMI manufacturas	46,2	49,6	51,9	53,4	52,5	50,9	50,3	50,6	...
PMI servicios	47,6	49,3	51,3	52,1	53,0	53,2	52,4	52,3	...
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	11,8	11,6	11,5	11,5	11,5	...
Alemania (% pobl. activa)	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	...
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	12,6	12,6	12,8	12,9	13,2	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,8	25,2	24,7	24,2	24,1	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	3T 2014	09/14	10/14
Saldo corriente: zona del euro¹	1,4	2,1	2,1	2,2	2,2	2,5	2,5	...
Alemania	7,1	6,7	6,7	6,8	6,8	7,2	7,2	...
Francia	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-1,4	-1,4	...
Italia	-0,5	1,0	1,0	1,3	1,3	1,6	1,6	...
España	-0,3	1,4	1,4	1,1	0,4	0,2	0,2	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	97,8	101,6	103,1	103,8	103,8	101,6	100,3	99,5

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	3T 2014	09/14	10/14	
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,9	-3,1	-2,5	-2,0	-1,8	-1,6	
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,5	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	1,9	1,9	...	
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	2,5	...	
Depósitos									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	6,6	5,9	5,2	5,9	6,2	6,3	
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	-1,5	-2,5	-2,0	-1,7	-1,6	-2,1	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-16,8	-12,7	-11,6	-6,0	-4,4	-1,0	
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 · Crecimiento con inflación contenida

La economía española resiste el temporal de otoño. Si bien el proceso de recuperación prosigue de forma muy lenta en la mayoría de países europeos, la economía española sigue destacando con un ritmo de crecimiento que se mantiene en cotas claramente superiores. En efecto, el PIB aumentó un 0,5% intertrimestral en el 3T, el mismo avance que en el 2T y superior al 0,3% registrado en el 1T. Con este se encadenan cinco trimestres consecutivos de crecimiento positivo, y la tasa de crecimiento interanual ya se sitúa en el 1,6%. En los próximos trimestres esperamos que el proceso de recuperación se vea reforzado por dos factores de apoyo: la reducción del precio del petróleo (véase el Focus «Sobre el impacto de la caída del precio del petróleo en el saldo corriente» en este mismo Informe) y la depreciación del euro. Asimismo, la Comisión Europea apunta que podríamos asistir a un cierto apoyo proveniente de una moderada relajación fiscal. Ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento para 2015 hasta el 1,9% (anterior: 1,7%). Para 2016 esperamos un crecimiento del 2,0%. Esta mejora de las previsiones para la economía española también se observa entre los organismos internacionales, como la OCDE, que en su informe de noviembre mejora el pronóstico en tres décimas para 2014, hasta el 1,3%, y en dos décimas para 2015, hasta el 1,7%.

La recuperación prosigue de la mano de la demanda interna. La demanda interna contribuyó 0,8 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, gracias al incremento del consumo privado, que sigue sorprendiendo al alza (0,8% intertrimestral), y al avance de la inversión, sobre todo en equipo pero también en construcción. El otro componente de la demanda interna, el consumo público, sigue contenido debido al proceso de ajuste de las cuentas públicas. Esperamos que en los próximos trimestres el consumo de los hogares modere su ritmo de avance y registre tasas más en línea con la evolución de su renta bruta disponible. De hecho, algunos indicadores de consumo del 4T apuntan en esta dirección: las ventas minoristas retrocedieron un 0,8% en octubre y la confianza de los consumidores descendió en noviembre hasta los -11,8 puntos, un nivel similar al del 1T. Sin embargo, otros indicadores, como las ventas de automóviles, no muestran signos de fatiga.

El sector exterior muestra signos de mejora tras un primer semestre muy débil. A pesar de que la demanda externa restó 0,3 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, es importante destacar el buen dato de exportaciones, que crecieron un 3,5% en el 3T. Sin embargo, el fuerte crecimiento de las importaciones (4,7% intertrimestral) hizo que el saldo por cuenta corriente siguiera deteriorándose: en septiembre registró un superávit de 1.673 millones de euros (acumulado de 12 meses), una cifra que contrasta con el superávit de 15.840 millones de euros del año anterior. Con todo, el buen comportamiento del turismo, que sigue marcando récords históricos,

Desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral (%)

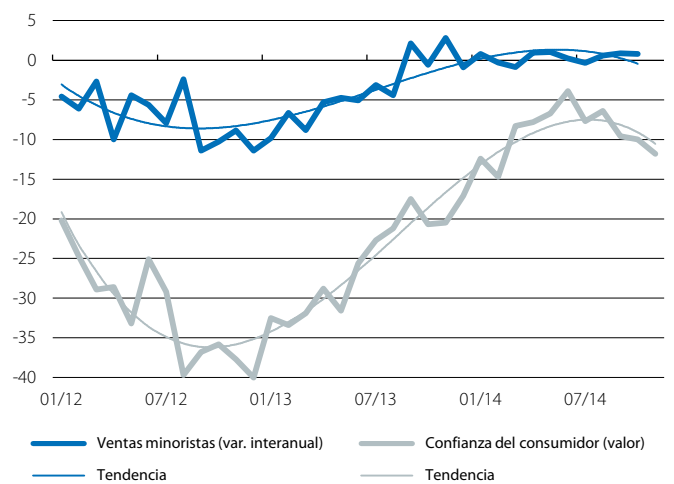
	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
Consumo privado	0,6	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4
Consumo público	1,1	0,1	0,1	-0,5	0,1	-0,2
Inversión	0,1	1,7	1,0	1,0	1,2	1,4
Inversión en equipo	2,0	3,8	1,7	1,9	2,0	2,2
Inversión en construcción	-1,7	0,6	0,6	0,4	0,6	0,8
Exportaciones	0,0	1,3	3,5	1,3	1,2	1,1
Importaciones	0,5	2,6	4,7	1,2	1,2	0,9
PIB	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6

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

Previsión

Indicadores de demanda

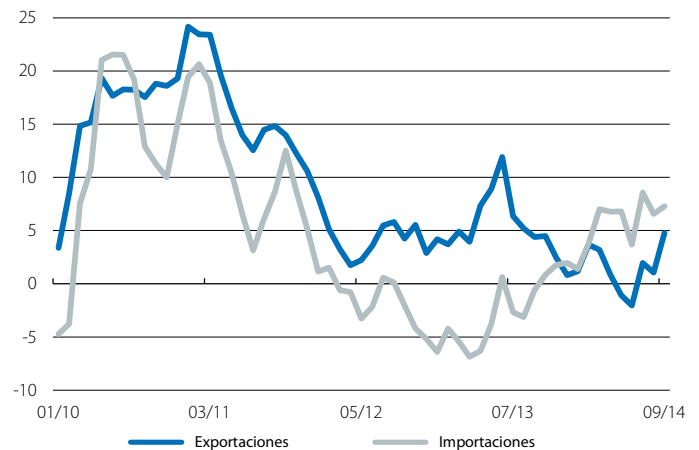
Variación interanual (%) y valor



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



Nota: Datos nominales.

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

y la tendencia más favorable de las exportaciones de bienes hacen prever una ligera mejora del saldo de cara a 2015.

Los indicadores de oferta del 4T siguen mejorando. El índice PMI de servicios avanzó una décima en octubre hasta los 55,9 puntos, mientras que su homólogo en manufacturas mantuvo el nivel de 52,6 puntos. Ambos, por tanto, se mantienen por encima del registro de 50 puntos que delimita la zona de expansión. Los nuevos pedidos son el principal motor de crecimiento en ambos sectores: aunque se observa cierta ralentización de los provenientes de la eurozona, se ve compensada por el mayor crecimiento de los pedidos internos. La producción industrial avanzó un 1,1% interanual en septiembre, impulsada por los bienes de equipo. Además, el índice de confianza en la industria anotó su nivel más alto desde enero de 2008. La buena marcha del sector industrial hace prever que la inversión en equipo tendrá una buena evolución en el 4T.

El mercado laboral sigue deparando buenas noticias. Según los datos de contabilidad nacional del 3T, el empleo creció por tercer trimestre consecutivo, en concreto un 0,5% intertrimestral (0,7% en el 2T y 0,2% en el 1T). Todas las ramas de actividad crearon ocupación excepto las actividades financieras y los seguros, todavía en proceso de ajuste, y la agricultura, un sector muy volátil. La construcción, otra rama muy aquejada por la crisis, lleva dos trimestres creando empleo, lo que manifiesta que su proceso de redimensionamiento está cerca de finalizar. La cifra de afiliados a la Seguridad Social de octubre apunta a que la senda de mejora del mercado laboral prosigue en el 4T.

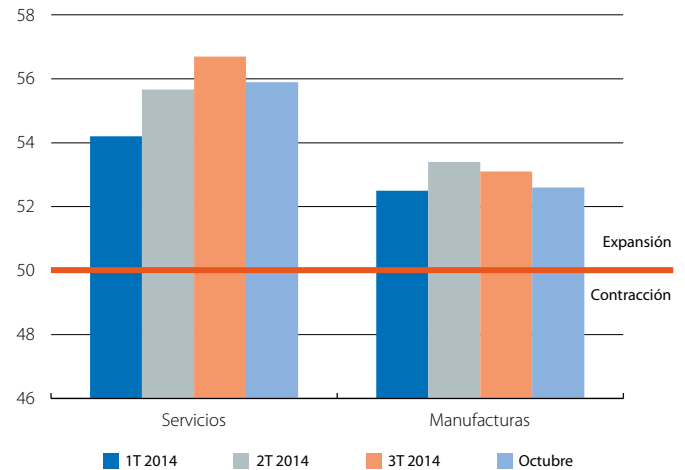
La contención salarial apoya las mejoras de competitividad. En el 3T, la remuneración por asalariado cayó un 0,5% intertrimestral, lo que permitió reducir los costes laborales unitarios (-0,5% intertrimestral). A juzgar por los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos, estables en el 0,6% interanual entre enero y octubre, la moderación salarial se mantiene. Mientras la productividad no crezca significativamente, la contención salarial resulta imprescindible para continuar ganando competitividad.

La energía presiona a la baja los precios. En noviembre la inflación se redujo tres décimas, hasta el -0,4%. Casi la totalidad de este descenso se explica por la caída del precio de los productos energéticos (tanto el petróleo como la electricidad). Aunque la inflación lleva cinco meses en terreno negativo, esperamos que siga una suave tendencia al alza, apoyada por la recuperación de la demanda interna y la depreciación del euro. Además, esperamos que de cara al próximo año el precio del petróleo, que ya se encuentra en cotas mínimas, deje de ejercer presiones a la baja. Así, prevemos una inflación del -0,1% para el conjunto de 2014, que se incrementaría al 0,9% en 2015 y el 1,5% en 2016.

La Comisión Europea alerta de un posible incumplimiento del objetivo de déficit en 2015. Los últimos datos de ejecución presupuestaria para 2014 muestran que para el conjunto de las AA. PP. el déficit público es del 3,9% (objetivo: 5,5%). Las CC. AA.

Indicadores de actividad

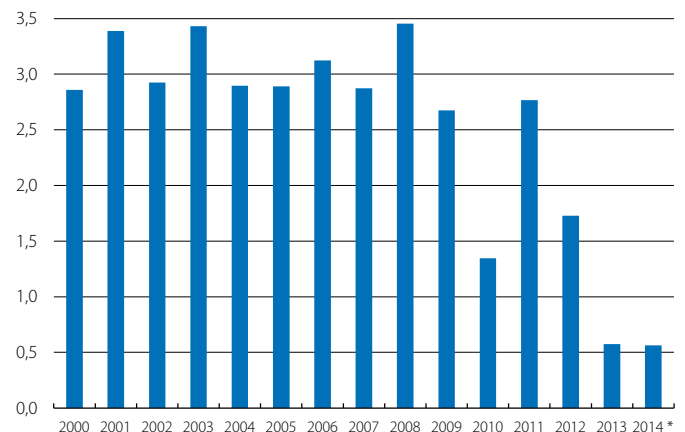
Índice PMI (valor)



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

Salarios pactados en los convenios colectivos

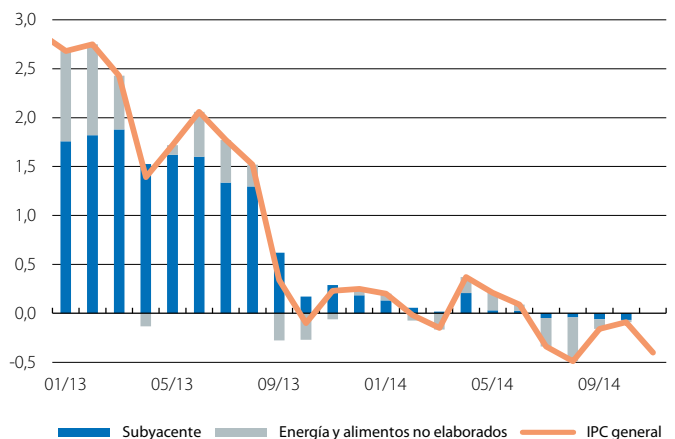
Variación media (%)



Nota: * Promedio de enero a octubre.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Contribución a la inflación por componentes

(p. p.)



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

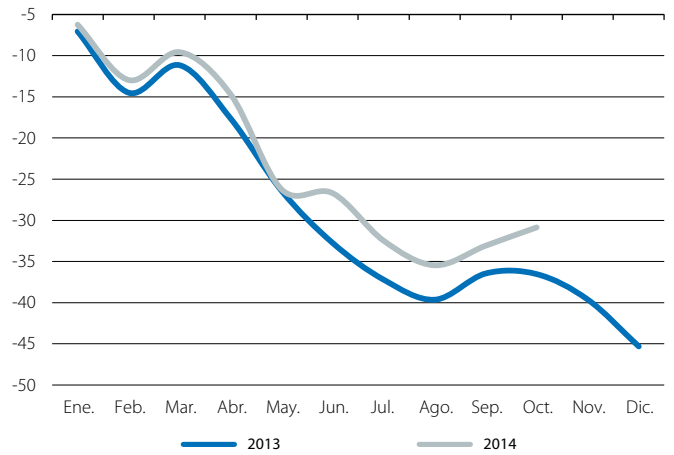
en septiembre ya se desviaban una décima respecto a su objetivo del 1% para el conjunto del año. En cambio, el Estado y la Seguridad Social todavía mantienen cierto margen respecto a su objetivo de déficit y las corporaciones locales podrían volver a anotar un superávit como ya ocurrió en 2013. Situamos nuestra previsión de déficit para 2014 en el 5,7%. De cara a 2015, la CE, en su informe de opinión sobre los Presupuestos Generales del Estado para 2015, considera que el cumplimiento del objetivo de déficit está en peligro por la incertidumbre sobre la reducción esperada del gasto así como los efectos de la reforma fiscal, y por ello recomienda que se adopten más medidas. La CE sitúa su previsión de déficit para 2015 en el 4,6% concretamente, una décima por encima de la nuestra y cuatro por encima del objetivo.

El mercado inmobiliario muestra signos de estabilización. El precio de la vivienda cayó un 0,2% intertrimestral en el 3T (0,0% en el 2T) con lo que la tasa interanual se situó en el -2,6%, el menor ritmo de contracción desde 2008. En los próximos trimestres esperamos que los precios se mantengan estables, quizás con ligeros movimientos erráticos al alza o a la baja propios de un momento de cambio de tendencia, pero que poco a poco irán retomando el rumbo ascendente. Con todo, el mercado inmobiliario cuenta todavía con un elevado stock de viviendas por vender y, además, muchos hogares todavía se están desapalancando, factores que limitarán el recorrido al alza de los precios. Por el lado de la demanda, el crecimiento de las compraventas de viviendas en septiembre (13,7% interanual) apunta a que se podría cerrar el año con un número de transacciones ligeramente superior a las 300.000, lo que ofrece cierto optimismo sobre la recuperación de una actividad que se encuentra en niveles mínimos. Otra nota positiva la aporta el crecimiento de la inversión residencial, que en el 3T aumentó por primera vez desde el 2T 2007.

El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) empieza a supervisar las entidades bancarias españolas de mayor tamaño, que representan el 90% de los activos del sector. Las entidades más pequeñas siguen bajo la supervisión del Banco de España, pero con la tutela del BCE. Para estas entidades financieras de menor tamaño, el pasado 28 de noviembre el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Resolución Bancaria que establece los mecanismos de actuación temprana y la resolución definitiva, así como el marco de actuación de las autoridades competentes. Mientras se sigue avanzando en la creación de la unión bancaria, los datos del sector bancario muestran signos de mejora. Por un lado, la tasa de morosidad, que todavía se encuentra en niveles muy elevados respecto al promedio histórico, registró el mayor descenso en lo que va de año y se situó en el 13,0% en septiembre. Por otro lado, se modera el ritmo de caída del saldo de crédito respecto a meses anteriores (-7,9% en octubre frente a -8,1% en septiembre).

Saldo del Estado

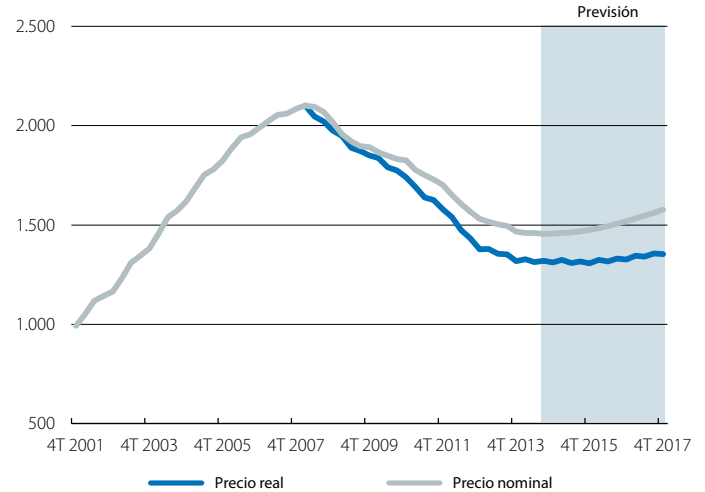
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

Precio de la vivienda

(Euros/m²)



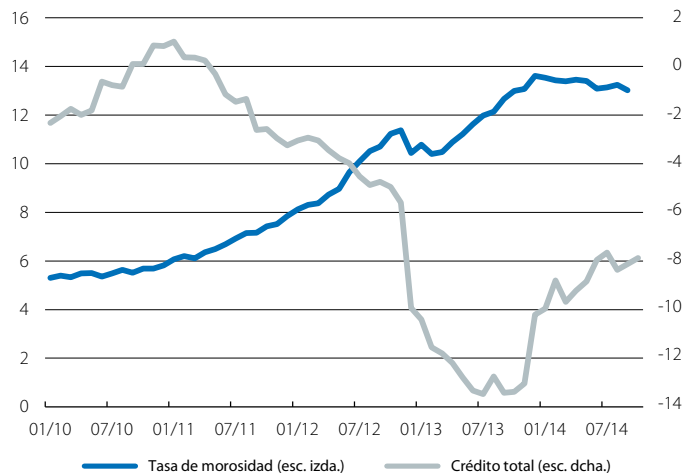
Nota: Precio real es igual al nominal deflactado por el IPC.

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

Tasa de morosidad y crédito bancario

Dudosos sobre crédito total (%)

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Sobre el impacto de la caída del precio del petróleo en el saldo corriente

El fuerte descenso del precio del petróleo en los últimos meses ha sorprendido a propios y a extraños. El precio del barril Brent, de referencia en Europa, ha pasado de 83 euros en enero de 2014 a menos de 70 en noviembre, un descenso del 16%. Más desapercibida, pero también importante, ha sido la caída del precio del gas. Concretamente, desde el primer semestre de 2013 hasta el mismo periodo de 2014, este se ha reducido un 4%.¹ Esto, sin lugar a dudas, será de gran ayuda para los principales países de la eurozona, todos ellos con importantes déficits energéticos.

En España, concretamente, las importaciones brutas de petróleo crudo alcanzaron los 34.800 millones de euros en 2013 (35 millones de barriles mensuales a 82 euros por barril en promedio). Las importaciones brutas de gas, las segundas en importancia, ascendieron a 10.700 millones de euros. Ambas representan el 97,6% del total de importaciones energéticas brutas.²

El aumento del déficit energético ha sido muy importante durante los últimos años. De los 15.000 millones de euros de 2002 se pasó a los 34.505 millones de euros en 2013, un máximo histórico. Tal aumento fue consecuencia, sobre todo, de la subida del precio de los bienes energéticos y, en especial, del incremento del precio del petróleo. A diferencia de la mayoría de bienes de consumo, la demanda de productos energéticos suele ser bastante independiente de su precio. No es de extrañar, por tanto, que el valor de las importaciones energéticas esté estrechamente ligado al precio del barril Brent. De hecho, desde 2002 el consumo de petróleo crudo en términos reales solo ha aumentado un 4%.

La reciente caída del precio del petróleo, por tanto, ha generado muchas expectativas, especialmente porque hay varios factores que hacen pensar que no se trata de un fenómeno puntual (aunque si hay un mercado volátil e impredecible, este es el de las materias primas). Uno de los factores que favorece el descenso del precio de las materias primas en general, y del petróleo en particular, es la apreciación del dólar: los productores, con un precio inferior en dólares, obtienen los mismos ingresos en su moneda local aunque el precio haya bajado. En el caso concreto del petróleo, además, también están teniendo un papel importante factores de oferta, como el aumento de la producción en EE. UU. o el comportamiento de la OPEP (véase el artículo del Dossier «Debilidad, shale y la estrategia de Arabia Saudí detrás de la sacudida del petróleo», para una explicación más detallada de estos factores).

1. Cifras de Eurostat: precio de gas excluyendo tasas para consumo industrial, banda I3.

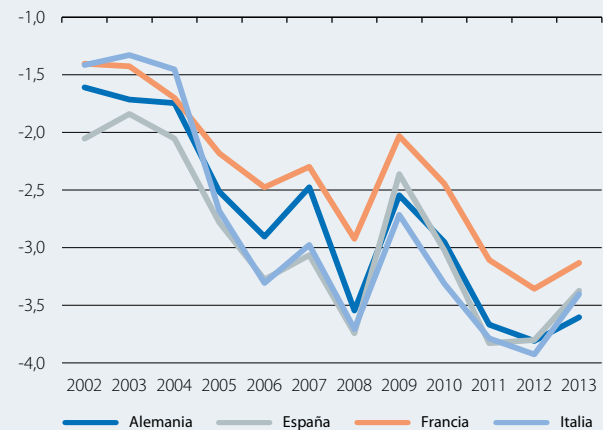
2. Cifras publicadas por Datacomex y JODI. Estas difieren de las estimaciones de Eurostat ya que este utiliza una metodología que armoniza los datos para el conjunto de países de la eurozona.

El escenario de inferiores precios del petróleo, de consolidarse, puede conllevar importantes ahorros para la economía española. Por ejemplo, en nuestro escenario central de previsiones, que contempla un precio medio del barril Brent de 68 euros/barril en 2015 (un descenso del 11% respecto a los 76 euros de promedio con el que esperamos que se cierre el 2014), el ahorro se situaría cerca de los 3.360 millones de euros.³ En un escenario más benévolo para los intereses españoles, una bajada del 18% (62 euros/barril, el nivel actual) representaría un ahorro de 5.880 millones de euros.

En definitiva, la caída del precio del petróleo supondrá un importante apoyo para la recuperación de la economía española, amenazada recientemente por la debilidad de la eurozona. Además, también lo será para el ajuste del saldo externo, que en los últimos meses ha cambiado de rumbo y se ha acercado de nuevo a los registros negativos.

Saldo energético por países

(% del PIB)



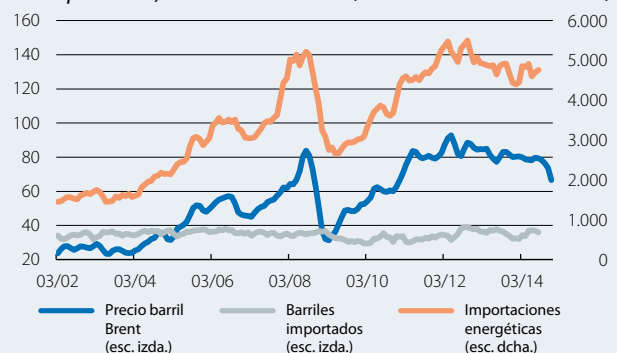
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Precio del barril Brent, valor de las importaciones energéticas y barriles importados

Media móvil de tres meses

(Millones de barriles, euros por barril)

(Miles de millones de euros)



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

3. Para 2015, esperamos que el tipo de cambio euro/dólar se sitúe en promedio en 1,23.

FOCUS · El *Mittelstand* alemán, un referente para las pymes españolas

Las pymes alemanas (o *Mittelstand*) tienen como seña de identidad una visión del negocio enfocada a largo plazo. Para ello, priorizan tanto la calidad del producto como el servicio posventa. Esta estrategia, reconocida desde hace décadas como un modelo de referencia, todavía ha brillado más durante los últimos años, ya que ha demostrado ser clave para capear mejor el embate de la crisis: entre 2008 y 2013, el valor añadido bruto (VAB) de las pymes alemanas aumentó un 18% y el número de empleados creció un 19%. Estas cifras contrastan con las de las pymes españolas: durante este mismo periodo, tanto el VAB como el número de trabajadores se redujo cerca de un 25%.¹ Aunque son muchos los factores que han causado tal evolución dispar entre las pymes alemanas y españolas, una simple comparación entre ambos modelos ofrece lecciones interesantes que pueden ayudar al tejido empresarial español a ganar robustez.

Uno de los principales rasgos de las pymes alemanas es la mayor proporción de empresas medianas (entre 50 y 500 empleados), en detrimento de la proporción de empresas pequeñas (entre 1 y 20 trabajadores). La dimensión empresarial es relevante, como mínimo por tres razones. Primero, porque está muy relacionada con la longevidad de las empresas, una característica deseable, ya que niveles de madurez más altos contribuyen a consolidar la capacidad de producción y la penetración de mercado. Por ejemplo, en enero de 2014, de entre las empresas españolas con 20 o menos asalariados solo un 14% había cumplido más de 20 años. En cambio, en las empresas de más de 20 trabajadores esta ratio alcanzaba el 43% (véase el primer gráfico).

El segundo factor a tener en cuenta es que las empresas más grandes también suelen exportar más. Por tanto, no sorprende que, en conjunto, el porcentaje de pymes alemanas que venden al exterior sea mayor, concretamente un 11% frente al 4% en España. Sin embargo, es destacable que las empresas medianas españolas tengan una tasa de exportación superior a las alemanas (véase el segundo gráfico). Otro dato esperanzador es el importante incremento de las exportaciones de las pymes españolas como proporción del total de sus ventas, que ha pasado del 11,9% en 2007 al 18,2% en 2011.² Aunque no se disponga de datos más recientes, es muy probable que esta tendencia se haya reforzado en los últimos años viendo la buena evolución de las exportaciones.

Finalmente, un mayor tamaño empresarial también permite a las pymes alemanas una mayor diversificación de las fuentes de financiación, un factor especialmente útil en episodios de estrés financiero prolongado como el que hemos vivido los últimos años. En España se están haciendo esfuerzos en este ámbito, por ejemplo, con la creación del MARF y el MAB.

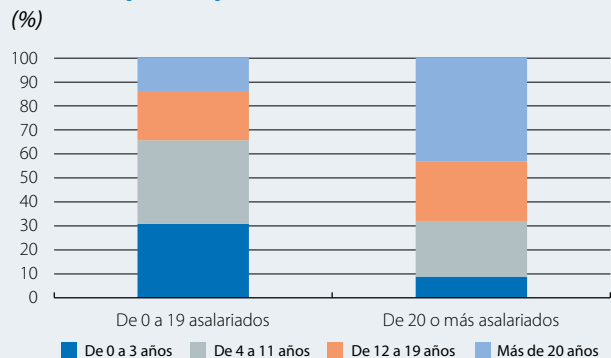
La capacidad de resistencia del conjunto de *Mittelstand* alemanas también es fruto de la diversificación de su tejido productivo. En España, como es bien sabido, hasta antes de la crisis el sector de la construcción tenía un peso importante. Sin

embargo, tras el ajuste que el sector ha llevado a cabo durante los últimos años (cerraron cerca de 100.000 pymes dedicadas a la construcción entre 2008 y 2012), la diversificación de las pymes alemanas y españolas es similar. En España, el peso del sector del comercio es ligeramente superior, un hecho hasta cierto punto razonable dado el mayor atractivo turístico del país, mientras que en Alemania destaca el sector de profesionales, científicos y servicios técnicos.

Las pymes alemanas también se caracterizan por el elevado contenido tecnológico de sus procesos productivos, lo que contribuye a aumentar su valor añadido y la calidad del empleo. Por ejemplo, en 2012 el porcentaje de empleados en pymes del sector manufacturero con intensidad tecnológica media y alta era del 5,4% en Alemania, superior al 2,9% de España. Por lo que respecta al sector de servicios, en las pymes alemanas el 16,4% de los trabajadores pertenecía a sectores intensivos en conocimientos, frente al 13,5% en España.³

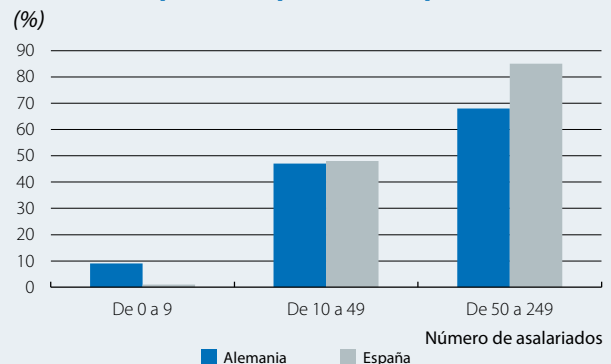
En definitiva, un sector de pymes más internacionalizado, más innovador y más diversificado es la clave del éxito del *Mittelstand*. Las pymes españolas, en conjunto, todavía se encuentran lejos de los registros de sus vecinas alemanas, pero el camino andado los últimos años permite ser optimista.

España: distribución de la edad de las empresas por tamaño



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

Ratio de empresas exportadoras por tamaño



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del «Annual Report on European SMEs 2013/2014 - A Partial and Fragile Recovery», European Commission.

1. Véase «A Partial and Fragile Recovery», Annual Report on European SMEs 2013/2014, Comisión Europea.

2. Datos de la Fundación SEPI para la industria sobre empresas con menos de 200 empleados.

3. Véase «Situación actual y retos de futuro de las pymes españolas» del Instituto de Estudios Económicos (2014).

FOCUS • La riqueza financiera de los hogares: un colchón para el consumo

Durante los últimos años, las decisiones de consumo y ahorro de los hogares se han visto condicionadas por la incertidumbre que ha rodeado el entorno económico. Al principio de la crisis, los hogares decidieron incrementar el ahorro para poder hacer frente a posibles eventualidades. Así, la tasa de ahorro aumentó de manera notable (del 8,3% en el 4T 2008 al 15,1% en el 4T 2009), en detrimento del consumo privado, que experimentó un retroceso mucho mayor que el de la renta bruta disponible. La mayor parte de este ahorro se acumuló en activos líquidos, rápidamente disponibles en caso de necesidad. En efecto, el porcentaje de efectivo y depósitos en el balance financiero de los hogares pasó del 37% en el año 2007 al 50% en el 1T 2009.

Una vez iniciada la recuperación, los hogares han vuelto a consumir. Y lo han hecho a un ritmo considerable, muy por encima del modesto avance de su renta disponible, con lo que la tasa de ahorro se ha reducido intensamente: en el 2T 2014 se situó en el 9,1%. A pesar de ahorrar una menor proporción de la renta bruta disponible, el stock de activos financieros netos de los hogares ha aumentado cuantiosamente en los últimos trimestres, alcanzando 1,1 billones de euros en el 2T 2014, un máximo histórico. Este incremento se explica, en parte, por una menor inversión en activos inmobiliarios, que ha caído un 67% desde el máximo alcanzado en el 4T 2007. Pero también se debe a la revalorización de los activos financieros y a la reducción de los pasivos financieros por el proceso de desapalancamiento. Así pues, en conjunto los hogares cuentan con una elevada riqueza financiera, aunque, evidentemente, la distribución no es homogénea. Además, el porcentaje de activos líquidos en su balance financiero, a pesar de haber disminuido hasta el 44%, es aún superior al nivel precrisis.

A medida que las perspectivas económicas mejoren y la incertidumbre se vaya disipando, es de esperar que los hogares empiecen a utilizar los recursos acumulados durante los años de crisis. Cuando esto suceda, el consumo de los hogares podría sorprender con crecimientos más elevados de lo que un entorno de gradual recuperación del mercado laboral y de contención salarial sugiere. Para valorar con algo más de precisión el alcance que puede tener este fenómeno es necesario tener una referencia de qué parte del ahorro de los hogares fue constituido con motivo de precaución. Una forma relativamente sencilla e intuitiva de hacerlo consiste en suponer que si el contexto macroeconómico hubiera sido «normal» entre 2009 y 2011, la tasa de ahorro se hubiera mantenido en el 11,5%, 1,9 p. p. por debajo de la tasa de ahorro promedio observada (13,4%).¹ En este escenario de menor ahorro, la riqueza financiera neta de los hogares sería 50.000 millones de euros inferior al que observamos actualmente.

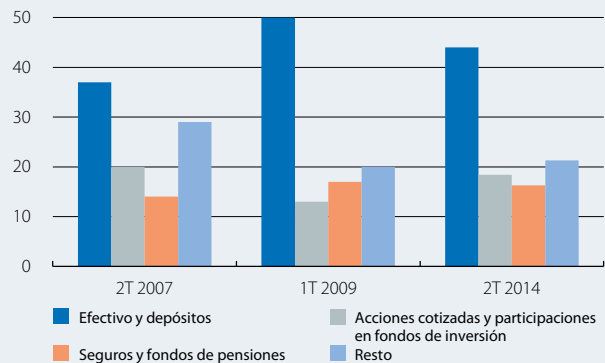
1. Asumimos una tasa 1,1 p. p. superior al promedio histórico (10,4%) para obtener una referencia conservadora. Es posible que tras la fuerte recesión los hogares hayan revisado al alza el nivel de ahorro que desean mantener para hacer frente a posibles eventualidades.

El colchón que los hogares han creado durante los años de recesión, y que todavía mantienen, parece que no es despreciable. Por ejemplo, una reducción de la tasa de ahorro de 1 p. p. en los próximos dos años, lo que equivale a una reducción de la riqueza financiera de 20.000 millones de euros aproximadamente, se traduciría en un incremento de 0,8 p. p. del consumo por año. Pero el efecto podría ser menor si los hogares decidieran invertir en activos inmobiliarios en lugar de consumir, una hipótesis plausible dada la menor propensión al consumo de los hogares más ricos.

En definitiva, aunque se espera que la recuperación sea gradual, existen distintos factores que la pueden acelerar en los próximos trimestres. La movilización de los recursos acumulados por muchos hogares durante los años de recesión es uno de ellos. Sin embargo, para que los hogares disminuyan sus ahorros es imprescindible que la incertidumbre que todavía rodea el escenario macroeconómico se reduzca. Las continuas advertencias de una posible tercera recesión por parte de varios organismos internacionales no ayudan en este sentido.

Composición de los activos financieros de los hogares

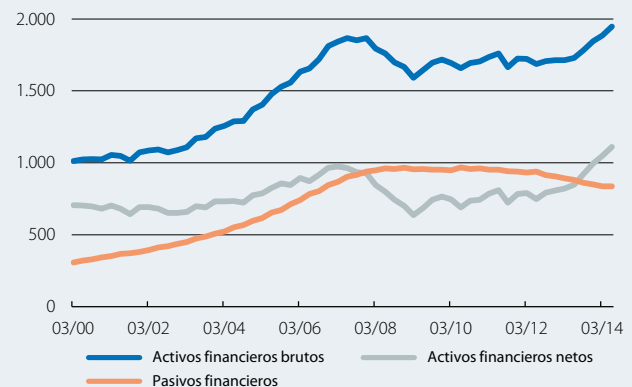
(% sobre el total de activos)



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

Activos y pasivos financieros de los hogares

(Miles de millones de euros)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	11/14
Industria									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,2	0,1	-0,4	0,8	0,3	1,1	-1,0	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	1,1	1,5	2,6	0,7	1,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-11,6	-9,1	-8,2	-5,7	-5,7	-6,0	-4,0
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	50,1	52,5	53,4	53,1	52,6	52,6	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-6,5	-8,9	14,4	26,5	31,6	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,8	-9,3	6,5	7,8	13,7	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	2,0	5,6	10,8	8,1	7,8	7,6	8,1	7,8	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	51,8	54,2	55,7	56,7	55,8	55,9	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	0,4	-0,1	0,7	0,4	0,9	0,8	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	22,6	11,8	23,2	17,0	26,2	26,1	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-19,4	-11,8	-6,1	-7,9	-9,6	-10,0	-11,8

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	3T 2014	08/14	09/14	10/14
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	0,6
Construcción	-17,0	-12,1	-7,9	-5,3	-2,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,5
Servicios	-1,7	-2,0	-0,4	1,1	2,2	2,6	2,5	2,7	2,7
Situación profesional									
Asalariados	-3,8	-3,8	-1,8	0,1	1,4	1,9	1,9	2,1	1,9
No asalariados	-1,4	-0,6	0,4	1,4	2,3	2,5	2,5	2,6	2,6
TOTAL	-3,4	-3,2	-1,4	0,4	1,5	2,0	2,0	2,2	2,0
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-1,2	-0,5	1,1	1,6	1,6	-	-
Contratos registrados³									
Indefinidos	29,7	-14,2	-2,1	6,8	24,0	21,5	16,8	29,3	24,7
Temporales	-4,0	6,4	15,0	19,4	14,2	11,1	8,3	16,4	6,2
TOTAL	-1,6	4,0	13,5	18,2	15,0	11,8	8,8	17,4	7,6
Paro registrado³									
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-8,0	-9,4	-10,9	-5,5	-4,9	-5,7	-6,9
Resto de edades	11,7	3,7	-1,2	-3,7	-5,9	-5,9	-5,8	-5,9	-5,8
TOTAL	10,9	2,7	-1,8	-4,2	-6,4	-5,9	-5,8	-5,9	-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	3T 2014	09/14	10/14	11/14
General	2,4	1,4	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,4
Subyacente	1,6	1,5	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	0,7	0,7	-2,3	-4,1	-1,5	1,7	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-1,0	2,4	-0,2	0,0	-1,1	...

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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	08/14	09/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	0,8	3,2	-2,0	4,8	-5,1	9,6
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	2,0	7,0	3,7	7,3	0,5	7,5
Saldo corriente	-3,0	15,1	15,1	11,2	4,4	1,7	1,8	1,7
Bienes y servicios	16,5	35,7	35,7	33,6	29,1	26,7	26,7	26,7
Rentas primarias y secundarias	-19,4	-20,6	-20,6	-22,4	-24,8	-25,0	-24,9	-25,0
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	2,3	22,0	22,0	18,3	10,8	7,7	7,8	7,7

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

Sector público

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

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,3	-6,9	-6,4	-0,7	-3,7	...	-	-
Estado ¹	-7,9	-4,8	-4,3	-0,9	-2,5	-3,1	-3,1	-2,9
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-1,5	-0,3	-1,1	-1,1	-1,1	...
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	0,0	...
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	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	08/14	09/14	Saldo 09/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-4,3	-8,2	-7,9	-6,4	-5,7	-4,9	-5,0	-4,7	1.728,2
Empresas no financieras	-4,7	-10,6	-9,7	-6,9	-6,0	-4,9	-4,9	-4,7	970,9
Hogares ³	-3,8	-5,0	-5,5	-5,6	-5,2	-5,0	-5,1	-4,6	757,3
Administraciones públicas ⁴	15,0	16,8	13,0	8,5	6,6	5,9	6,2	6,2	1.020,7
TOTAL	0,6	-1,1	-1,6	-1,5	-1,5	-1,2	-1,2	-0,9	2.748,9
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	-4,5	2,1	2,2	0,2	-0,8	-1,2	-1,4	-1,4	1.169,2
A la vista	0,2	4,2	8,1	7,4	7,4	13,6	13,5	13,5	313,0
De ahorro	-2,8	-0,1	1,4	3,8	5,9	6,9	7,0	7,1	214,4
A plazo	-6,7	1,7	0,2	-3,6	-6,1	-9,4	-9,8	-10,0	620,9
En moneda extranjera	-4,0	16,8	-0,1	-1,1	0,1	0,3	0,5	0,5	20,9
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-12,7	-11,1	-8,3	-6,8	-9,5	-10,7	114,9
TOTAL	-5,7	-0,2	0,5	-1,1	-1,6	-1,7	-2,2	-2,3	1.284,2
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	13,6	13,4	13,1	13,0	13,2	13,0	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	58,0	58,6	59,4	59,1	59,3	59,1	-

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.

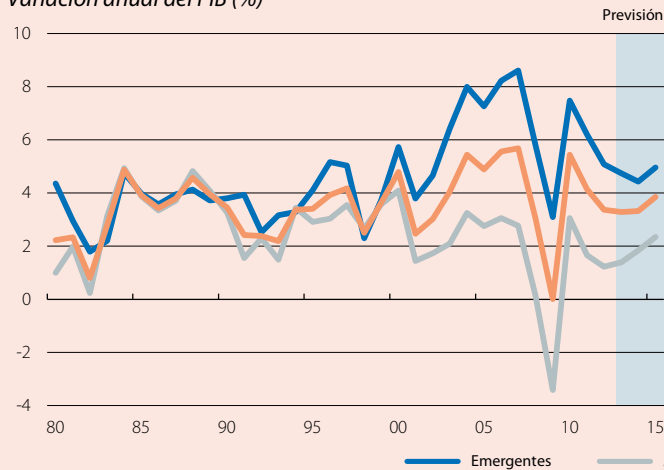
PERSPECTIVAS 2015

Recuperación global en marcha, con el permiso de EE. UU. y de la eurozona

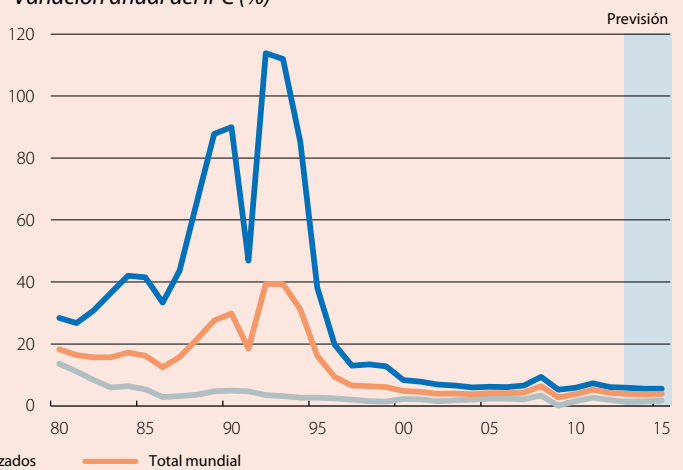
El crecimiento mundial que prevemos para 2015 es del 3,9%. Si a usted, lector, el dato le parece elevado no va mal encaminado: está claramente por encima del promedio anual del periodo 1980-2014 (3,5%) y también representa un salto adelante respecto al rango observado estos últimos tres años (3,2%-3,4%). A pesar del tono pesimista que ha presidido la presentación de previsiones de la mayoría de organismos internacionales durante los últimos meses, todos ellos pronostican una aceleración del crecimiento el año que viene. Hay, por tanto, un amplio consenso en torno al rumbo que se espera para la economía global.

Previsiones de crecimiento e inflación para 2015

Variación anual del PIB (%)



Variación anual del IPC (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

Los protagonistas de la recuperación se encuentran tanto entre los países desarrollados como entre los emergentes. Concretamente, el FMI espera que el crecimiento de los principales países desarrollados pase del 1,8% previsto para 2014, al 2,3% en 2015. Para los principales países emergentes, el aumento previsto también es significativo: del 4,4% de 2014, al 5,0% en 2015. Por países, destacan EE. UU. y China, que proporcionarán el 44% del crecimiento mundial mientras que su peso económico sobre el total mundial es del 33%. En el polo opuesto se encuentran Japón y la eurozona, que, a pesar de representar un 24% de la economía mundial, apenas aportarán un 17% del crecimiento.

Además, se espera que la aceleración del crecimiento no vaya acompañada de un repunte de las presiones inflacionistas. De hecho, para el año que viene se prevé que la tasa de inflación, a nivel global, ascienda tan solo una décima y se sitúe en el 3,9%. Los países desarrollados ya hace años que mantienen a raya la inflación y, dada la baja utilización de la capacidad productiva que todavía persiste en muchos de ellos, no sorprende que, en general, aumenten el crecimiento manteniendo la inflación en niveles moderados. El panorama inflacionista es especialmente interesante para los principales países emergentes: aun cuando el crecimiento se mantenga en cotas relativamente elevadas, la inflación solamente subirá una décima (del 5,5% previsto para 2014 al 5,6% en 2015, concretamente).

Naturalmente, la caída del precio del petróleo prevista para el año que viene debería ayudar a materializar este escenario.¹ Pero los factores de fondo que hacen pensar que los principales países emergentes serán capaces de mantener un buen ritmo de crecimiento, sin que ello redunde en un aumento de las presiones inflacionistas, vienen de lejos. Entre estos factores destaca la mejora de las instituciones encargadas de diseñar la política económica; en particular, la mayor independencia de la autoridad responsable de la política monetaria, así como más conciencia de lo importante que es mantener un cuadro macroeconómico equilibrado.

A pesar de ello, los riesgos que acechan el escenario de recuperación global son, un año más, considerables. Los distintos focos de tensión geopolítica se erigen como uno de los principales elementos que se deben vigilar de cerca. Ucrania, Oriente Próximo, Isis... la lista de conflictos abiertos que se han intensificado a lo largo de 2014 no es menor. La lógica invita a pensar que, más temprano que tarde, el sentido común debería imponerse y sentar a las partes enfrentadas a la mesa de negociación. Como factor de riesgo,

1. Para un análisis detallado de las dinámicas del precio del petróleo véase el artículo «Debilidad, shale y la estrategia de Arabia Saudí detrás de la sacudida del petróleo» del presente Dossier.

por tanto, parece que deberían ir disminuyendo. De todas formas, estos conflictos muchas veces son impulsados por grupos minoritarios, con un interés distinto del común y con frecuencia poco claro. Ello hace que las dinámicas que puedan tomar sean difíciles de predecir.

Más allá de los conflictos geopolíticos, esperamos que otros factores de riesgo que han acompañado a los países emergentes durante los últimos años vayan a la baja en 2015. Concretamente, uno de los grandes temores que ha sobrevolado recientemente las previsiones de los analistas es un deterioro brusco de la economía china. Aunque como factor de riesgo no se puede descartar, la probabilidad de ocurrencia ha disminuido. El Gobierno chino está demostrando que tiene instrumentos a su alcance para ir pilotando de forma gradual el cambio de modelo de su economía hacia tasas de crecimiento menores, pero más sostenibles a largo plazo. También ha descendido el riesgo a que se desencadene una crisis sistémica en los principales países emergentes. Lejos parece quedar el acrónimo de los cinco débiles utilizado frecuentemente hace un año, durante la tormenta financiera del verano de 2013, cuando el mercado no discriminó entre países emergentes y los trató como un factor de riesgo común. En los últimos trimestres se ha ido esclareciendo cuáles presentan un cuadro económico más sano y llevan a cabo reformas para mantener un crecimiento equilibrado a largo plazo (como por ejemplo la India o México) y cuáles se encuentran en una situación más vulnerable (como Brasil, Rusia y Turquía).

De hecho, desde un punto de vista global, los factores de riesgo asociados a los países desarrollados parecen más relevantes, especialmente en EE. UU. y la eurozona. Vayamos por partes. En EE. UU., finalmente parece que se dan las condiciones para que el crecimiento alcance cotas cercanas al 3%: el proceso de desapalancamiento se encuentra en una fase muy avanzada; el sector inmobiliario ha finalizado su ajuste y ya hace varios trimestres que tanto las ventas como los precios registran tasas de crecimiento positivas; el mercado laboral está respondiendo a la mejora de la actividad económica con un ritmo de creación de empleo más que aceptable y la tasa de paro ya se encuentra por debajo del 6%; y la inversión, la gran asignatura pendiente de la economía norteamericana, hace varios trimestres que avanza a buen ritmo. Unas perspectivas macroeconómicas, por tanto, que deberían justificar que la Fed empiece a normalizar las condiciones monetarias el año que viene.

De todas formas, aunque este escenario parece razonable, no consigue despejar todas las dudas. Uno de los factores de riesgo más apreciables sobre la economía norteamericana está íntimamente relacionado con la estimación de su PIB potencial. Tras la recesión, se ha generado un intenso debate acerca de cuál es el PIB potencial de los países desarrollados, especialmente de aquellos, como EE. UU., cuyo crecimiento fue impulsado por factores que se creían estructurales durante los años previos a la crisis, pero que posteriormente se evidenció que solo eran temporales. Alrededor de esta cuestión planea un escenario que puede ser especialmente dañino para la economía global: la aparición de síntomas de sobrecalentamiento en EE. UU., por ejemplo presiones al alza en los salarios, antes de lo esperado. Este escenario, que podría materializarse si el PIB observado y el PIB potencial están más cerca de lo que se cree, pondría de manifiesto una capacidad de crecimiento menor de la esperada y forzaría a la Fed a subir los tipos de interés más rápido de lo que a día de hoy se anticipa (y seguramente también acelerar el proceso de drenaje de la liquidez inyectada los últimos años). Se trataría de un escenario muy delicado, que obligaría a la Fed a buscar un difícil equilibrio entre la gradualidad en la aplicación de las políticas contractivas para asegurar un proceso ordenado y la presión en sentido opuesto de las dinámicas propias de la economía antes comentadas. A nivel global, más allá de las consecuencias en los mercados financieros (que se analizan con detalle en el artículo «2015: la política monetaria sigue marcando el compás de los mercados financieros» del presente Dossier), este escenario podría ser muy perjudicial para algunos países emergentes, ya que perderían la abundante financiación proveniente de EE. UU.

Naturalmente, este escenario también sería nocivo para la eurozona, que tiene a EE. UU. como principal socio comercial. La eurozona va un paso, o unos cuantos pasos, por detrás de la economía norteamericana y, como se ha visto en los últimos meses, el proceso de recuperación todavía es muy frágil. Aunque no creemos que la debilidad observada recientemente sea la antesala de una tercera recesión, sí constatamos que su capacidad de crecimiento es muy baja y, por tanto, vulnerable a cualquier eventualidad que pueda surgir en el camino. En este sentido, para el año que viene, si la recuperación acaba siendo más lenta de lo inicialmente previsto (ya sea por factores externos como el antes mencionado, o por factores internos), lo más probable es que se intensifiquen los mecanismos de apoyo con los que ya cuenta. Esto es, una política monetaria todavía más laxa, con ampliaciones de los programas de compra de activos que el BCE ha puesto en marcha los últimos meses y, si fuera preciso, el lanzamiento de nuevos programas que podrían incluir la compra directa de deuda pública y/o corporativa. Asimismo, no sería descartable que tal decisión viniera de la mano de algún relajamiento adicional de los compromisos de reducción de déficit fiscal. A diferencia del escenario de riesgo de EE. UU., el impacto macroeconómico global de una recaída de la eurozona probablemente sería menor. Previsiblemente, el inferior crecimiento de la eurozona se dejaría sentir en los ámbitos regionales más cercanos, en particular en los países de Europa del Este, pero no debería afectar excesivamente a otras zonas económicas.

En conclusión, cuando se examina a nivel global, el año 2015 apunta a buenos registros, tanto de crecimiento como de inflación. Pero este aprobado general esconde algunas notas discordantes, entre las cuales está, por desgracia, la eurozona. Además, siguen sin despejarse por completo los riesgos que han venido amenazando a los principales países desarrollados durante años. Todavía no se puede bajar la guardia.

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

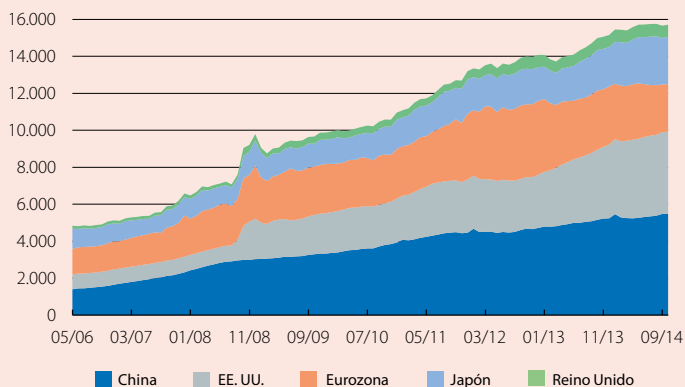
2015: la política monetaria sigue marcando el compás de los mercados financieros

La política monetaria ha tenido un papel muy importante en la evolución de los mercados financieros a lo largo de las últimas décadas. Tras el estallido de la crisis de 2007, esta influencia se hizo todavía más palpable si cabe: la estrategia monetaria extraordinariamente acomodaticia llevada a cabo al unísono por los principales bancos centrales permitió restablecer la liquidez a nivel global, lo que, a la postre, ha supuesto una palanca poderosa para la recuperación de los mercados. No es de extrañar, por tanto, que de cara a 2015 gran parte de la atención se centre en la actuación de las autoridades monetarias. Y se esperan novedades.

En efecto, como se explica en el artículo «Recuperación global en marcha, con el permiso de EE. UU. y de la eurozona» de este mismo Dossier, por primera vez en los últimos años las políticas monetarias de los principales bancos centrales presentarán, en 2015, divergencias importantes. Así, ante los signos de mejora de la actividad económica en sus respectivos países, se espera que tanto la Reserva Federal de EE. UU. como el Banco de Inglaterra inicien las primeras subidas de los tipos de interés rectores a lo largo de 2015, tras haber puesto fin en 2014 a las compras de activos. Este viraje de estrategia contrasta con el aumento de estímulos monetarios que han anunciado tanto el Banco Central Europeo como el Banco de Japón, ante las débiles perspectivas de sus economías. Por su parte, el banco central de China dará continuidad a su política de «ajuste fino», hoy por hoy sesgada hacia la laxitud pero lejos de la contundencia de sus homólogos occidentales. Este nuevo escenario monetario plantea interrogantes respecto a las condiciones de liquidez que imperarán en los mercados financieros globales: ¿serán más restrictivas?, ¿más laxas?, ¿mutarán en función del país y la clase de activo financiero? Las respuestas dependerán, principalmente, de dos factores: el volumen de las inyecciones de fondos que los distintos bancos centrales proporcionen al sistema (que cabe interpretar como la «liquidez oficial») y el grado de aversión al riesgo de los inversores (que resulta crucial para la fluidez de las transacciones privadas).

Balance agregado de los principales bancos centrales

(Miles de millones de dólares)



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

Por lo que respecta al primer factor, las ambiciosas cifras de los nuevos programas de expansión cuantitativa que han anunciado el BCE y el Banco de Japón permiten proyectar un aumento notable en 2015 del tamaño del balance agregado de los cinco grandes bancos centrales antes citados. Es decir, se reanuda la tendencia al alza de dicha variable, que se había detenido en 2014 tras los fortísimos aumentos experimentados entre 2007 y 2013. En principio, esto supone que la laxitud en el sistema monetario global tendrá continuidad, aun cuando la Fed inicie las subidas de tipos. Pero más allá de la cuantía de esta expansión agregada, el cambio en la composición de los activos a través de los cuales se llevará a cabo hace pensar que las consecuencias serán diferenciadas entre los distintos mercados financieros. Un claro ejemplo es la evolución del mercado de cédulas hipotecarias europeo: el anuncio del BCE de incluirlas entre los activos elegibles para aumentar su balance ya ha elevado su cotización (y reducido la tasa de rentabilidad), a la vez que ha dinamizado el ritmo de emisiones de títulos. En sentido más amplio, es de esperar que la divergencia entre las políticas monetarias se refleje en todo el espectro de activos de renta fija. Así, en EE. UU., las expectativas de subidas del tipo oficial en un horizonte relativamente cercano, junto con el fin de la compra de deuda soberana estadounidense por parte de la Fed, presionarán al alza las tasas de rentabilidad (*yields*) de los títulos de deuda pública. Por ejemplo, según las previsiones de "la Caixa" Research, se espera que las *yields* de los bonos a dos años americanos aumenten alrededor de 130 puntos básicos el próximo año. Esta cifra supera claramente los 25 puntos de incremento previstos para el bono público alemán con el mismo vencimiento, en un contexto de mantenimiento de los tipos oficiales del BCE en niveles mínimos históricos y con expectativas de inflación europea todavía muy contenidas. Teniendo en cuenta que la deuda soberana de estos dos países actúa como *benchmark* libre de riesgo para el resto de activos de renta fija denominados en las respectivas monedas, es de esperar que ese diferencial se traslade a los bonos corporativos, los bonos de titulización, etc. (sin perjuicio de las correspondientes primas de riesgo que se mencionan más abajo). Los efectos no se detienen ahí. Esa variación del diferencial de rentabilidades entre los activos a uno y otro lado del Atlántico influye de forma muy directa sobre la cotización relativa de sus divisas. La explicación es sencilla. El mayor retorno ofrecido por los activos estadounidenses atraerá nuevos flujos de capitales hacia los títulos denominados en dólares, presionando al alza el valor de la moneda con respecto al euro. En línea con este argumento, el dólar ya ha registrado un

claro fortalecimiento en los últimos meses, pasando a cotizar de 1,37 dólares por euro a cerca de 1,25. Las perspectivas a medio plazo prolongan esta tendencia de apreciación del dólar, aunque será mucho más contenida, situándose cerca de los 1,20 dólares por euro a medio plazo.

Hoy por hoy, el mapa de riesgos macroeconómicos indica que es más probable que las pautas descritas para tipos de interés y tipo de cambio se acentúen en lugar de atenuarse. Por un lado, en EE. UU. acecha la amenaza de un aumento de las presiones inflacionistas, lo que podría obligar a un repliegue más acelerado de los estímulos monetarios de la Fed. Por otro, la eurozona corre el riesgo de seguir perdiendo pulso y sufriendo presiones deflacionistas, ante lo cual el BCE podría redoblar los esfuerzos acomodaticios durante un periodo más prolongado de lo esperado. En ambas circunstancias, el diferencial de rentabilidad entre los activos denominados en las distintas monedas se ampliaría, lo que aumentaría las presiones sobre la cotización al alza del dólar y pondría a prueba la disposición de la Fed de permitir un mayor deterioro de la competitividad exterior de la economía estadounidense.

Las perspectivas para los activos de riesgo dependen, básicamente, de la interacción entre las condiciones de liquidez, la aversión al riesgo y las variables fundamentales propias de cada tipo de activo (los beneficios en el caso de las acciones, la solidez de los balances empresariales en el de los bonos corporativos, la situación de las finanzas públicas en los bonos soberanos emergentes, etc.). Tal interacción, siempre compleja, lo es para 2015 particularmente. En un mundo financiero cada vez más interconectado y con menos restricciones a la movilidad de capitales, las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales tienen consecuencias más allá de sus fronteras, y pueden ser muy intensas. La disposición de los inversores a afrontar riesgos desempeña un papel muy importante en este proceso de transmisión. De cara a 2015, diversos interrogantes que se ciernen sobre el escenario futuro podrían deteriorar la confianza de los inversores y provocar la búsqueda de refugio en los activos considerados más seguros, lo que a su vez desembocaría en episodios de tensiones en los mercados financieros con mayor riesgo asociado. Un claro ejemplo de ello fueron los vaivenes financieros de la primavera de 2013. En aquel momento, el temor a un cese de los estímulos cuantitativos de la Fed más temprano de lo previsto provocó importantes huidas de capitales de los países emergentes, lo que generó intensas correcciones en las cotizaciones de los activos así como la depreciación de sus divisas. A pesar de que no se descartan nuevos episodios de repunte de la volatilidad de cara a 2015 (cuyos desencadenantes podrían proceder de la estrategia de normalización monetaria, del ciclo económico, o de los conflictos geopolíticos), esperamos que las repercusiones sobre los mercados emergentes sean mucho menores que las registradas en aquel episodio. Los motivos de esta mayor estabilidad son fundamentalmente dos. El primero es que las turbulencias de 2013 pusieron sobre aviso a los inversores que, al ponderar ahora mejor el riesgo adoptado, deberían reaccionar con menos virulencia ante episodios de salidas de capital. El segundo radica en los esfuerzos de corrección de los desequilibrios, tanto internos como externos, de un extenso número de países en desarrollo (con casos sobresalientes como la India), lo que ha acotado los focos de riesgo a unos pocos (como Rusia, Brasil o Turquía).

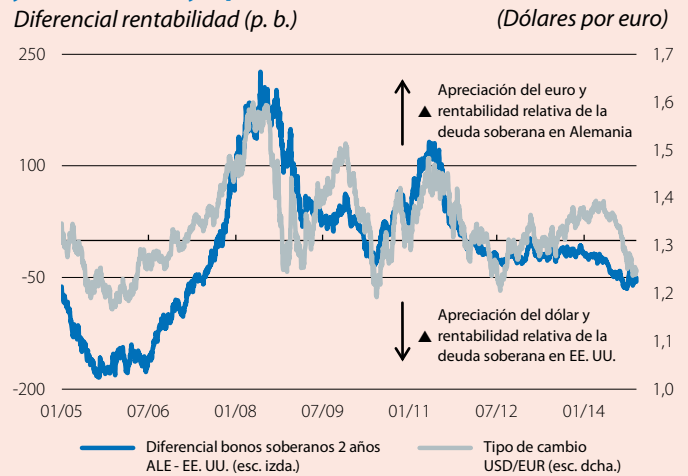
Como se ha observado en el reciente episodio de tensiones financieras de octubre, los mercados bursátiles también se ven intensamente afectados por los vaivenes de la aversión al riesgo de los inversores. En este caso, no se descartan nuevos episodios de volatilidad en los parqués a medida que se desvelen los interrogantes que envuelven la estrategia monetaria de 2015. De todas formas, el contexto de recuperación económica debería de apoyar, en líneas generales, nuevos avances en las cotizaciones de renta variable. En un horizonte a medio plazo, las perspectivas de revalorización parecen más favorables en los parqués europeos donde no se descartan sorpresas positivas en la generación de beneficios en los próximos trimestres.

En conclusión, las importantes decisiones monetarias que se tomarán en 2015 determinarán, en buena parte, la evolución de los mercados financieros globales. En este contexto, es preciso que los bancos centrales adopten una estrategia de normalización ordenada, acompañada de una comunicación precisa que disipe las posibles dudas que surjan por el camino. Solo de este modo se podrá garantizar la estabilidad financiera global.

Joan Daniel Pina

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Rentabilidad de la deuda soberana en EE. UU. y la eurozona y tipo de cambio euro-dólar



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

Debilidad, *shale* y la estrategia de Arabia Saudí detrás de la sacudida del petróleo

El petróleo vuelve a erigirse como un factor clave en las perspectivas económicas a corto y medio plazo. Después de un periodo de relativa estabilidad (el barril Brent ha oscilado en torno a los 110 dólares en los últimos tres años), la brusca caída de más del 30% entre junio y noviembre ha cogido por sorpresa a la mayoría de analistas. ¿Hemos entrado en una etapa de petróleo «barato»? O, por el contrario, ¿viviremos una subida de precio tan fulminante como su descenso? Aunque la respuesta a una pregunta de este calibre va más allá de la intención de este artículo, la mera descripción de algunos de los elementos que han apoyado a este súbito movimiento puede darnos algunas pistas acerca de hacia dónde se dirigirán los precios en 2015.

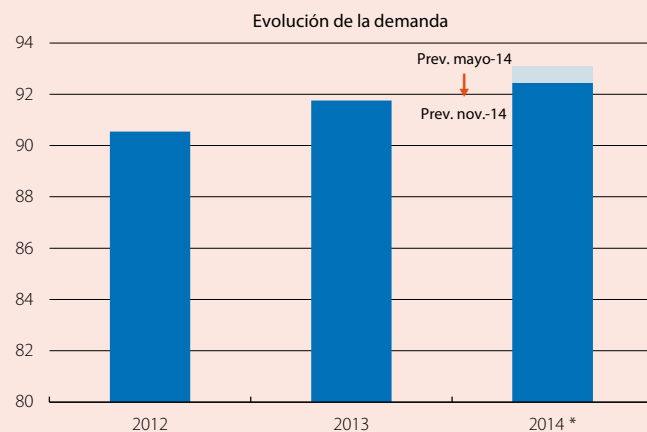
Sin lugar a dudas, esta corrección bajista supone un respiro para los países importadores de crudo. En particular para muchas de las economías de la eurozona, cuyos avances todavía se muestran tímidos. Al otro lado del espectro, los exportadores de petróleo sufren las consecuencias de un precio inesperadamente más barato. Una reducción de sus ingresos petroleros puede hacer peligrar la sostenibilidad de sus cuentas públicas, estrechamente ligadas a dichos ingresos, así como aumentar la presión sobre sus posiciones externas (deteriorando sus balanzas corrientes). En particular, el precio de equilibrio de sus saldos fiscales (precio en el que el saldo fiscal es cero) se sitúa significativamente por encima de los 85 dólares por barril en la mayoría de casos. Aunque, evidentemente, no todos tienen los mismos recursos para resistir un periodo de precios bajos. Así, a pesar de que el precio de equilibrio fiscal de Arabia Saudí se encuentre por encima de los 90 dólares, su elevado nivel de reservas internacionales y su capacidad de financiarse a bajo coste la colocan en una situación privilegiada frente a otros exportadores, como sería el caso de Irán, Venezuela o Nigeria, por poner el ejemplo de tres países que también forman parte del cartel petrolero de la OPEP.

La confluencia de factores de distinta índole, tanto de oferta como de demanda, ha favorecido el desplome del precio. Por el lado de la demanda, destaca el error de previsión en las perspectivas de su crecimiento para 2014. La Agencia Internacional de la Energía (IEA) esperaba un mayor crecimiento de la demanda de petróleo de la que finalmente se ha producido, un hecho que queda reflejado en las continuas revisiones a la baja en sus estimaciones, la última en octubre (véase el gráfico). El debilitamiento de las perspectivas globales, en especial, en la eurozona, y una mayor ralentización en las tasas de avance en Asia, principalmente en China, son dos factores que indudablemente han favorecido estas continuas rebajas de las previsiones.

A todo ello hay que añadir el efecto del cierre de un elevado número de posiciones especulativas largas desde principios de verano en un contexto general de *risk-off* sobre las materias primas energéticas en general, y el crudo, en particular. Y también el efecto de una apreciación del dólar, que a corto plazo permite a los países exportadores mantener ingresos aun cuando se reduce el precio del barril.

Desequilibrio entre oferta y demanda

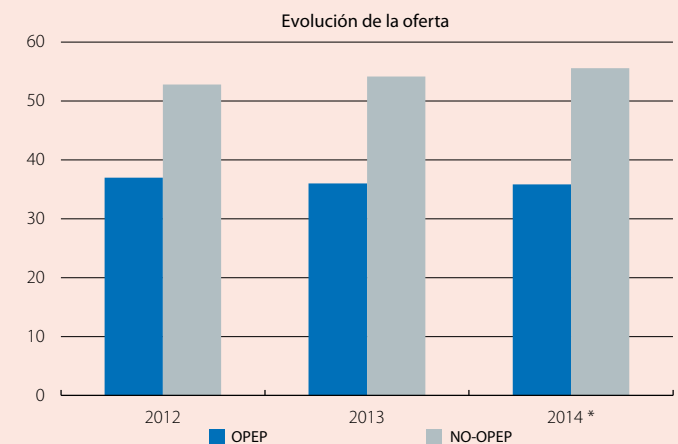
(Millones de barriles diarios)



Nota: * Para 2014 los datos son una previsión.

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

(Millones de barriles diarios)



En la esfera de la oferta, la vigorosa e inesperada vuelta de Libia a la escena petrolera internacional, después de las interrupciones en la producción por el conflicto armado que está padeciendo, junto con el aumento de la producción en Irán, Nigeria o Irak, han tenido un papel relevante. Sin embargo, dos actores han contribuido de manera destacada a esta contundente corrección: EE. UU. y Arabia Saudí. La revolución del petróleo (y del gas) de esquisto o *shale* ha situado nuevamente a EE. UU. en el centro del mapa mundial energético. A pesar de la relativa dispersión de las reservas internacionales de *shale*, la producción y la explotación actuales se concentran mayoritariamente en EE. UU. y Canadá. En particular, la producción de petróleo de esquisto estadounidense representa en torno al 35% de su producción total de crudo (frente al 5% en 2005) según la agencia norteamericana de energía (EIA). En la misma proporción se sitúa el *shale* gas, que copa también el 40% del total de gas producido en el país. Según la IEA, EE. UU. se convertiría en el primer productor mundial de petróleo antes de 2020, por delante de Arabia Saudí, e incluso desbancharía a Rusia en la producción de gas, pudiendo llegar a ser prácticamente autosuficiente energéticamente en torno al 2035.

A pesar de esta mayor oferta, Arabia Saudí no ha reducido ni un ápice su producción. Durante los últimos años, ha utilizado su posición privilegiada para mantener, en la medida de lo posible, una oferta mundial acorde con la demanda del momento, lo que ha ayudado a mantener el precio relativamente estable. Sin embargo, durante el verano y los primeros meses de otoño, cuando se materializaron los cambios antes comentados en la oferta y la demanda, el máximo productor de la OPEP (representa una tercera parte del total del cartel) no disminuyó su producción. Esta estrategia ha generado numerosas teorías económicas y geopolíticas. Unos precios bajos durante un periodo prolongado castigarían seriamente a Irán, rival de Arabia Saudí en una lucha religiosa y política entre chiíes (Irán) y suníes (Arabia Saudí) que lleva más de 30 años disputándose. Asimismo, por las características específicas de la industria del *shale*, se cree que un precio significativamente por debajo de los 100 dólares, como el actual, podría desalentar las inversiones de esquisto en EE. UU., lo cual ayudaría a Arabia Saudí a mantener su cuota de mercado. Sea cual sea el motivo, lo que está claro es que Arabia Saudí parece haber iniciado una guerra de precios bajos, lo que añade incertidumbre al curso que puede tomar en los próximos meses el precio del crudo.

Aunque poco probable, un freno en el *boom* de los hidrocarburos *shale* en EE. UU. tendría consecuencias económicas significativas tanto a nivel local (dentro de la propia economía estadounidense) como a nivel global. En EE. UU. las explotaciones de *shale* (tanto de petróleo como de gas) han dado un considerable empujón a la industria extractiva americana en un momento económico en el que muchos sectores industriales se encontraban en crisis. Según datos de la Oficina de Análisis Económico norteamericana, entre 2007 y 2013 la producción y el número de trabajadores del sector energético crecieron un 36% en ambos casos. Estos datos contrastan con la evolución de la producción y de la ocupación en el total de la economía estadounidense para el mismo periodo, que fue del 14% y el -2%, respectivamente. Aunque el modesto peso de dicho sector en el conjunto productivo estadounidense comporta que los efectos directos sean moderados, los posibles efectos indirectos que operan a través del entramado productivo y de consumo energético del país centran la atención de los analistas. En concreto, en un informe publicado recientemente, la Reserva Federal destaca que las industrias intensivas en energía se han beneficiado, y se beneficiarán, considerablemente de la bajada de precio del gas norteamericano y que, teniendo en cuenta que las empresas ajustan su proceso de producción de forma gradual, los efectos del *boom* todavía no son visibles en su totalidad. De ahí que, de momento, el incremento de la actividad manufacturera y el empleo estimado se sitúe en un todavía moderado 2-3%.^{1,2} Asimismo, la revolución *shale* también debería reflejarse en una mejora del saldo exterior a medio plazo. Pues, a día de hoy, cerca del 50% de su déficit corriente proviene, precisamente, de sus necesidades energéticas.

A nivel global, el *shale* ha proporcionado una considerable estabilidad de precios en las franjas altas. El balance entre oferta y demanda ha sido siempre frágil, en especial por la relativa rigidez en la oferta ante una creciente demanda. En este contexto, el petróleo de esquisto ha aportado una nueva fuente de oferta de crudo con precios a partir de los 80-100 dólares. En términos económicos diríamos que ha aplanado la curva de oferta en la zona alta de precios. Ello ha permitido que la demanda aumente sin generar las presiones al alza en los precios que habíamos sufrido en el pasado. Lejos parecen quedar los 140 dólares por barril que se llegaron a pagar a mediados de 2008.

Un petróleo barato durante un tiempo relativamente largo que indujera a menores inversiones en explotaciones no convencionales en EE. UU. podría desbaratar la mejora productiva de numerosos sectores industriales del país norteamericano así como aumentar las fluctuaciones en los precios a nivel internacional. Aunque para un importador neto (como EE. UU.), una cotización más baja en el precio del petróleo debería ser una ventaja, un parón en la revolución *shale* petrolera podría comportar una importante ralentización en la revolución del *shale* gas estadounidense, muy importante para el sector industrial del país. El avance en las técnicas del *fracking* o fracturación hidráulica, usadas para liberar tanto petróleo como gas de esquisto, se ha visto claramente beneficiado por las abundantes explotaciones no solo de gas sino también de petróleo. Asimismo, numerosos depósitos subterráneos *shale* comparten importantes volúmenes de petróleo y de gas, con lo que una caída del precio del petróleo podría desbaratar las inversiones de este tipo de explotaciones y, por tanto, parte de la producción futura de gas. Por último, también destacan las ventajas que supone una menor dependencia energética ante la alta volatilidad del precio del crudo por las siempre presentes e imprevisibles tensiones geopolíticas.

Con todo, dos elementos actúan a favor de la continuidad en la revolución *shale*. En primer lugar, el rápido incremento de la productividad de las técnicas de *fracking* pone en duda que un precio relativamente barato como el actual pueda dejar fuera de juego al *shale*. En segundo lugar, las dificultades que la estrategia de precios bajos que Arabia Saudí imprime sobre numerosos miembros de la propia OPEP hace previsible que tarde o temprano el cartel petrolero acuerde bajadas en la oferta y, por tanto, que el precio del barril recupere parte del terreno perdido estos últimos meses. En este sentido, no hay que esconder que la decisión tomada el pasado 27 de noviembre de mantener sin cambios el techo de producción conjunta de la OPEP ha sido una sorpresa.

En definitiva, tras un inusualmente largo periodo de estabilidad del precio del petróleo, la confluencia de varios factores ha hecho volver la incertidumbre sobre qué curso tomará a corto y medio plazo. Todo apunta a que, como mínimo a corto plazo, se mantendrá en cotas más bajas que las que hemos visto los últimos años. De todas formas, ya sabemos cómo se las gasta el petróleo: tan pronto estás analizando por qué ha bajado o subido que ya está volviendo a subir o a bajar. Lo único seguro es que habrá que seguirlo de cerca.

Clàudia Canals y Madalen Castells Jauregui
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Véase Melick, William R. (2014), «The Energy Boom and Manufacturing in the United States», FRB International Finance Discussion Paper.

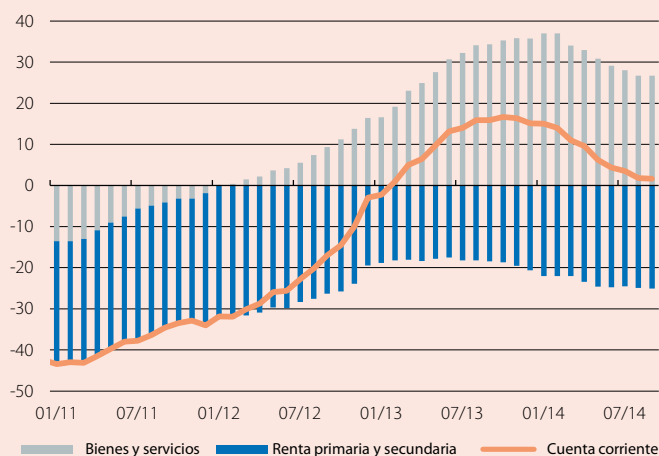
2. La poca integración en el mercado del gas estadounidense al mercado internacional implica que su precio se determine por la oferta y la demanda local y que, por tanto, el *boom* del *shale* gas haya sido clave en su caída.

Corrección del déficit exterior: luces y sombras

Uno de los mayores logros de la economía española durante la crisis ha sido la corrección de uno de sus principales desequilibrios macroeconómicos: el déficit exterior. Mientras que en 2008 el déficit por cuenta corriente representaba el 10% del PIB, en 2013 anotó un modesto superávit, del 1,4% del PIB, el primero en 25 años.¹ Sin embargo, durante el año 2014 se ha vuelto a producir un deterioro de la cuenta corriente. Así, el saldo por cuenta corriente acumula un déficit de 4.200 millones entre enero y septiembre, lo que contrasta con el superávit de 9.300 millones en el mismo periodo de 2013. Esta situación ha hecho saltar las alarmas: parece que la economía española no pueda (o no sepa) crecer sin acumular déficits externos. No obstante, un análisis más detallado nos permite matizar esta conclusión, una cuestión de máxima relevancia dada la elevada posición deudora neta de la economía española frente al exterior.

Saldo por cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

importancia de determinar el peso relativo de los factores cíclico y estructural en la corrección del déficit por cuenta corriente. Un ajuste cíclico, que refleja la debilidad de la demanda interna y una elevada brecha de producción, implica que el saldo corriente volverá a registrar déficit tan pronto como la producción se recupere y el PIB se acerque al PIB potencial. Si, al contrario, el ajuste es mayoritariamente de carácter estructural, fruto de mejoras de productividad y una reorientación de recursos productivos hacia el sector exportador, entonces se podría crecer sin que se deteriorase el saldo externo.

En la práctica, el cálculo del saldo corriente ajustado de ciclo depende de forma crucial de la estimación del PIB potencial y la brecha de producción. Pero hay un inconveniente: el PIB potencial es una construcción teórica y, como tal, no es observable. Las conclusiones, por lo tanto, pueden llegar a ser muy distintas en función de la evolución del PIB potencial que se utilice. Así, por ejemplo, la CE estima que la mayor parte de la corrección del déficit entre 2009 y 2013 sería estructural.³ Concretamente, le atribuye 9,8 de los 11,1 puntos de corrección, es decir, un 88% del ajuste. Según estas estimaciones, el déficit por cuenta corriente ajustado por el ciclo se situó en el -0,2% del PIB en 2013 (el superávit registrado fue del 1,4%). Este resultado es fruto de suponer un importante retroceso del PIB potencial, por lo que la brecha de producción estaría cerca de cerrarse. El FMI, en cambio, considera una caída menor del PIB potencial y, en consecuencia, es menos optimista en cuanto a la corrección estructural. En concreto, estiman que alrededor del 30% del ajuste es atribuible a factores cíclicos.⁴

Dada la dificultad de discernir con fiabilidad qué parte del ajuste ha sido estructural por la elevada incertidumbre que rodea estas estimaciones, la economía española debería focalizarse en afianzar un superávit corriente con un margen suficientemente amplio para asegurarse de que podrá reducir la posición deudora frente al exterior. Los últimos datos disponibles referentes al 2T 2014 muestran que la posición inversora internacional neta (PIIN) ascendía a -999.000 millones de euros, es decir, una posición deudora equivalente al 95% del PIB.⁵ Esta cifra se sitúa muy por encima del umbral del 35% establecido por la CE para evaluar los desequilibrios macroeconómicos de los países de la UE, lo que pone de relieve la importancia de reducirla hasta niveles más sostenibles.

El deterioro del saldo corriente en 2014 se explica fundamentalmente por dos factores. Por un lado, las importaciones de bienes y servicios nominales, que cayeron un 2,7% en 2013, han crecido un 5,1% durante los primeros nueve meses de 2014 respecto al mismo periodo del año anterior. Este incremento se debe a que los componentes de la demanda interna que más han crecido durante la recuperación que se inició en el 3T 2013 han sido el consumo privado de bienes duraderos, como electrodomésticos y automóviles, y la inversión en equipo, ambos con un fuerte contenido importador.² Por otro lado, las exportaciones de bienes y servicios nominales registraron un mal comportamiento, pasando de crecer un 3,5% en 2013 al 2,2% en lo que va de año hasta septiembre respecto al mismo periodo del año anterior.

Aunque es probable que estas tendencias cambien de sentido a medida que la demanda interna se reequilibre hacia bienes y servicios de menor contenido importador y la demanda europea mejore en los próximos trimestres, el deterioro del saldo comercial en 2014 ha puesto de relieve la vulnerabilidad del ajuste producido. Ello ha reabierto el debate sobre la

1. Los datos utilizados en este artículo corresponden a la nueva metodología de la balanza de pagos (MPB6), excepto el dato de 2008, que corresponde a la metodología antigua.

2. El contenido importador hace referencia a la proporción del valor de la producción que corresponde a consumos intermedios importados. Ello implica que al aumentar el consumo privado, o la inversión, las importaciones también incrementan.

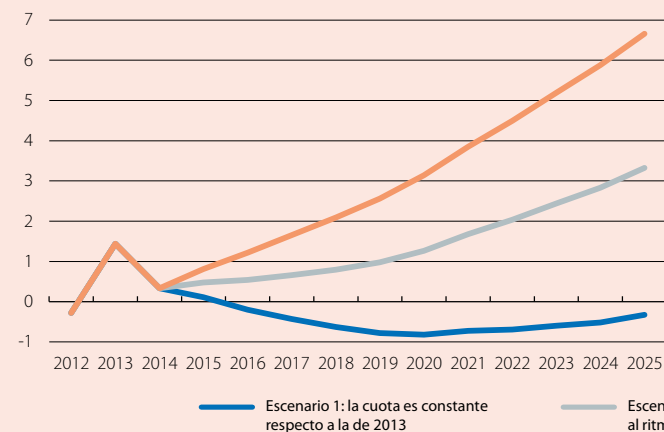
3. «The cyclical component of current-account balances», European Economic Forecast Winter 2014.

4. «Rebalancing in the euro area and cyclical adjustment», IMF WP 14/130, julio de 2014.

5. La PIIN es la diferencia entre las inversiones de un país en el exterior (activos) y las inversiones procedentes del exterior (pasivos). Si el saldo es negativo, equivale a la deuda externa neta.

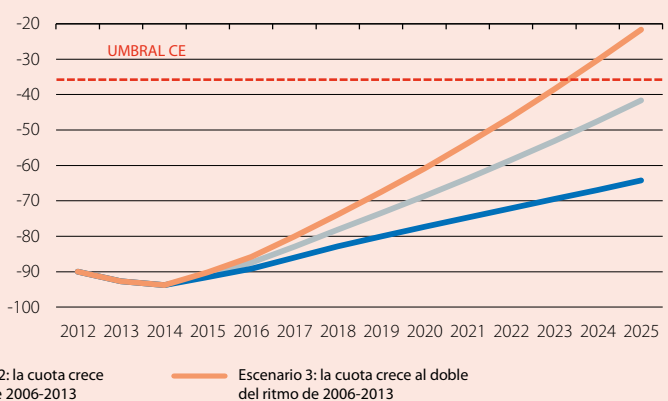
Evolución del saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



Evolución de la posición de inversión internacional neta

(% del PIB)



Nota: Cuota se refiere a la cuota de exportación española (exportaciones españolas a un país entre el total de importaciones que lleva a cabo el país en cuestión).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Para analizar con más precisión el impacto del saldo por cuenta corriente sobre la evolución de la PIIN, construimos distintos escenarios. En un primer escenario, asumimos que las cuotas de exportación (exportaciones españolas a un país entre el total de importaciones que lleva a cabo el país en cuestión) se mantienen constantes al nivel de 2013 y, por lo tanto, las exportaciones solo aumentan en la medida en que la demanda externa crezca (asumimos que las importaciones de cada país crecen a una tasa igual al crecimiento de su PIB). En un segundo escenario, partimos de la hipótesis de que las cuotas de exportación se incrementan anualmente al mismo ritmo que el incremento anualizado del periodo 2006-2013. Finalmente, en el escenario más optimista, se parte de que las cuotas de exportación se aceleran y cada año crecen el doble que en el escenario 2.

En todos los escenarios se utilizan las proyecciones de crecimiento de la demanda interna de "la Caixa" Research. Concretamente, las importaciones se estiman a partir del contenido importador de los componentes de la demanda interna y de las exportaciones. Para cada uno de los escenarios se proyecta la evolución de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios bajo los distintos supuestos antes comentados y se calcula el saldo comercial.⁶

En el primer escenario, el más conservador, el incremento anual promedio de las exportaciones nominales entre 2015 y 2025 sería del 2,6%, el mismo que el de las importaciones. Ello implica que el saldo corriente se mantendría ligeramente negativo hasta 2025. En este caso, la PIIN solamente se reduciría gracias al efecto denominador, es decir, gracias al crecimiento del PIB nominal. Por ello, el ajuste de la posición deudora internacional sería muy gradual y no alcanzaría un nivel inferior al 35% hasta 2035, ¡dentro de 20 años!

Este escenario pone de relieve que no es suficiente mantener la posición competitiva que se ha conseguido hasta ahora. Hay que seguir ganando competitividad. Esto es lo que se pretende capturar en el segundo escenario, donde suponemos que las cuotas exportadoras crecen al mismo ritmo que en el periodo 2006-2013. En este escenario, las exportaciones nominales aumentarían un 4,3% anual en promedio y las importaciones, un 3,2%. En consecuencia, el superávit por cuenta corriente incrementaría gradualmente hasta alcanzar el 3,3% del PIB en 2025 y ello se traduciría en una corrección de la PIIN sustancial que rebasaría el umbral del 35% en 2027.

Para ilustrar lo que sucedería en un escenario más optimista, en el que se implementaran reformas estructurales de calado que acelerasen las ganancias de competitividad, suponemos que el ritmo de crecimiento de las cuotas exportadoras se duplica respecto al escenario anterior. En este caso, las exportaciones nominales crecerían un 5,6% anual promedio y las importaciones, un 3,7%. El saldo por cuenta corriente aumentaría de forma sustancial y alcanzaría el 6,7% del PIB en 2025. La PIIN se situaría por debajo del 35% en 2024.

En definitiva, la corrección del saldo corriente de los últimos años ha sido el primer paso para estabilizar la posición exterior de la economía española. Ahora hay que seguir mejorándola para garantizar la sostenibilidad de la deuda externa a largo plazo. Para lograrlo, es imprescindible continuar ahondando en todas aquellas medidas que permitan seguir ganando competitividad. Solo así el crecimiento de la economía española será sostenible y equilibrado.

Judit Montoriol-Garriga

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

6. Para obtener el saldo por cuenta corriente se utilizan las previsiones del saldo de rentas primarias y secundarias de "la Caixa" Research (las mismas en los tres escenarios) y se suman al saldo comercial. La capacidad/necesidad de financiación de la economía se obtiene de sumar la cuenta corriente y la cuenta de capital; por simplicidad, esta última se considera igual al 0,6% del PIB en cada periodo (en línea con el promedio histórico). Finalmente, la PIIN de un periodo es igual a la PIIN del periodo anterior más la capacidad/necesidad de financiación, asumiendo que no hay efecto valoración de la PIIN. Los efectos de valoración corresponden a cambios en el valor del *stock* de activos externos mantenidos por residentes y en el valor del *stock* de pasivos externos mantenidos por no residentes.



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

