

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 386 | ENERO 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El desacoplamiento entre los precios del gas y del petróleo

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Shanghái-Hong Kong stock connect: conectando con la bolsa china

UNIÓN EUROPEA

El BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones

DOSSIER: RAZÓN Y EMOCIÓN EN LA TOMA DE DECISIONES

La formación de los precios en los mercados financieros: entre la razón y la emoción

Gestión de carteras: de la teoría a la práctica

El devenir de la confianza de los hogares tras una crisis

El alma de las empresas



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL**Enero 2015****CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de diciembre 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 *Renta variable: un mercado con potencial*10 *El desacoplamiento entre los precios del gas y del petróleo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *México: primeros resultados positivos de las reformas
estructurales*16 *Shanghái-Hong Kong stock connect: conectando
con la bolsa china***18 UNIÓN EUROPEA**21 *El plan Juncker: garantías públicas para dinamizar la inversión
privada en Europa*22 *El BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Desfragmentación financiera en la eurozona: aún queda camino
por recorrer*28 *Salarios, productividad y competitividad*29 *Sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones***32 DOSSIER: RAZÓN Y EMOCIÓN EN LA TOMA
DE DECISIONES**32 *La formación de los precios en los mercados financieros:
entre la razón y la emoción*
Joan Daniel Pina34 *Gestión de carteras: de la teoría a la práctica*
Carlos Martínez Sarnago36 *El devenir de la confianza de los hogares tras una crisis*
Ariadna Vidal Martínez38 *El alma de las empresas*
Judith Montoriol-Garriga

El oro negro: protagonista en 2015

La evolución del precio del petróleo a lo largo de 2015 va a ser uno de los principales factores de incertidumbre sobre la economía mundial. Las cuestiones que se plantean son esencialmente dos: en primer lugar, ¿cuál va a ser el rango de precios en el que el mercado va a encontrar a corto plazo su nuevo equilibrio? Y, en segundo lugar, ¿en qué medida este va a ser un equilibrio duradero? O, dicho de otro modo, ¿cabe pensar que nos encontramos frente a un descenso pasajero de los precios y que pronto regresarán a su senda de largo plazo, tal vez a los niveles en los que estuvieron entre los años 2011 y 2014?

En pocos meses, el precio del crudo ha caído prácticamente a la mitad. Aunque es cierto que la debilidad de la economía europea y la desaceleración en China pueden haber influido, el análisis del mercado nos indica que la caída de los precios es más una cuestión de oferta que de demanda. El crudo procedente de países que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha ido en aumento y ese incremento no ha estado acompañado de una reducción de la producción de los países de la OPEP. Esta es la circunstancia novedosa. En otras ocasiones, la OPEP solía acomodar su oferta al aumento de producción de otros actores y si no lo conseguía era por la dificultad de mantener la disciplina entre sus miembros. Ahora, sin embargo, ha sido el propio país líder de la OPEP, Arabia Saudí, quien ha declarado la intención de mantener sus niveles de producción incluso después del derrumbe de los precios. Este cambio de posición ha cogido por sorpresa a los inversores, que rápidamente han adaptado sus estrategias al nuevo entorno, lo que ha acelerado el ajuste del precio del crudo. ¿Qué persigue Arabia Saudí? ¿Por cuánto tiempo tratará de mantener esta estrategia?

Un modo de intentar responder a esta pregunta es examinar el efecto de los precios bajos en los diferentes productores de petróleo. Los países más perjudicados son aquellos cuyas finanzas públicas y balanzas de pagos dejan de ser sostenibles cuando el precio se sitúa por debajo de los 60 dólares por barril. Los precios bajos también inciden en la viabilidad financiera de mucha de la nueva oferta de petróleo que ha surgido últimamente, al abrigo de unos precios que superaban los 100 dólares por barril. Esta oferta incluye el petróleo de esquisto de los EE. UU. pero también la extracción de crudo de aguas muy profundas.

Con su estrategia de precios bajos, Arabia Saudí podría tratar de desanimar la inversión marginal (de costes altos) en el sector para mantener el papel de dominio de la OPEP. Además, y sin entrar en consideraciones geopolíticas, esta política también reafirmaría el papel de liderazgo del reino Saudí en el seno del cartel. Es, sin duda, el productor con mayor capacidad de aguante de unos precios en el rango actual, dado que cuenta con unos costes de producción muy bajos, las mayores reservas de crudo del planeta y un amplio colchón de reservas internacionales.

Si esta lectura de la estrategia saudí es aproximadamente correcta, lo normal sería que el periodo de precios bajos, en la franja de 60 a 70 dólares, se prolongase durante algunos trimestres y, una vez cumplidos sus objetivos y en el marco de un crecimiento significativo de la economía mundial, volviera a precios más elevados y sostenibles a medio plazo, en el entorno de los 80 o 90 dólares por barril.

En definitiva, la caída de los precios del crudo no debería ser permanente, pero tampoco un fenómeno puntual que no vaya a tener efectos macroeconómicos y en el propio sector. Lo más probable es que dure lo suficiente para impactar positivamente en las economías de los países consumidores, y que tenga efectos significativos en la dinámica competitiva sectorial. A medio plazo, lo lógico es que el precio vuelva a subir reflejando su escasez relativa, y que incluso volvamos a ver los 100 dólares por barril. No se deben discontinuar, por tanto, las políticas de ahorro y eficiencia energética pero, mientras tanto, un periodo de precios más accesibles es muy bienvenido en economías importadoras netas de petróleo como la de la eurozona, cuyo bajo crecimiento está generando tensiones políticas serias en muchos de sus países miembros.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de diciembre de 2014

CRONOLOGÍA

DICIEMBRE 2014

- 16 El Banco Central ruso sube el tipo de interés de referencia en 6,5 p. p. hasta el 17% para frenar la depreciación del rublo.
- 24 Shinzo Abe es reelegido primer ministro de Japón.
- 29 Se convocan elecciones anticipadas en Grecia.

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 titulizaciones 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 titulizaciones de créditos y cédulas hipotecarias.

JULIO 2014

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

JUNIO 2014

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

AGENDA

ENERO 2015

- 8 Índice de sentimiento económico eurozona (diciembre).
Tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 9 Índice de producción industrial (noviembre).
- 15 Cuentas financieras (3T).
- 16 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 22 Encuesta de población activa (4T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 27 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance IPC (enero).
Avance PIB (4T).
Avance PIB de Estados Unidos (4T).
- 31 Balanza de pagos (noviembre).
Índice de sentimiento económico eurozona (enero).

FEBRERO 2015

- 6 Índice de producción industrial (diciembre).
- 12 Consejo Europeo.
- 13 Avance PIB de la eurozona (4T).
- 16 Avance PIB de Japón (4T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 26 Contabilidad Nacional Trimestral (4T).
Índice de sentimiento económico eurozona (febrero).
- 27 Avance IPC (febrero).
Balanza de pagos (diciembre).

2015 arranca bajo el signo de la recuperación

2015 se inicia ganando la recuperación mundial posiciones, pero también con una mayor preponderancia de los riesgos bajistas. Los últimos datos disponibles apuntan a que el año 2014 se habrá cerrado con una tendencia bastante generalizada de aceleración del crecimiento. Se trata de un buen punto de partida para que en 2015 asistamos a una expansión aún más clara, que situaría el crecimiento mundial del año que acabamos de empezar en el 3,9% (3,2% en 2014). Pero, junto a esta evolución de fondo positiva, hay que significar que también han aflorado algunos riesgos bajistas. En primer lugar, se constata que el enquistamiento de los riesgos geopolíticos acaba generando incertidumbre y, a la postre, volatilidad financiera. Así, por ejemplo, la complicada partida de póquer entre los productores de petróleo ha acabado arrastrando el precio del crudo a cotas que, de mantenerse, podrían empezar a ser desestabilizantes para algunas economías. Asimismo, y en ese mismo ámbito geoestratégico, se confirma que el enquistamiento de frentes de conflicto finalmente erosiona no solo a las partes implicadas sino a un entorno más amplio. Rusia sería un ejemplo paradigmático de materialización de ambos riesgos, que han situado al país en la antesala de una recesión que se prevé intensa.

EE. UU. y China afrontan los retos de gestionar un ciclo más maduro. Ambos países comparten dos aspectos importantes a nivel global: son fundamentales en términos de aportación al crecimiento mundial y están empezando a lidiar con aspectos propios de fases más maduras del ciclo. En EE. UU., los datos más recientes aportan evidencia de que la economía está entrando en una fase de expansión más clara. Dada la ausencia de tensiones inflacionistas apreciables, la Reserva Federal puede afrontar el proceso de normalización monetaria sin excesiva premura y tratando de preparar a los agentes económicos para un escenario financiero distinto mediante un esfuerzo de comunicación. Dicho esfuerzo es totalmente necesario, ya que cada dato macroeconómico positivo en EE. UU. ha resonado en forma de debilidad cambiaria en economías como las de México o Colombia, un recordatorio de cuán vigilante está el mercado ante esta nueva fase monetaria. En el caso chino, se trata de gestionar activamente la entrada de la economía en una etapa de crecimiento relativamente menor. Los indicadores sugieren que la senda de desaceleración es gradual y tranquiliza pensar que el margen de maniobra de la política fiscal y monetaria también es sustancial. Con todo, es crítico que el proceso sea suave, dado que, de lo contrario, la inquietud que ya se vivió en el verano de 2014 sobre un hipotético *hard landing* chino podría repetirse.

Prosigue la recuperación de la eurozona, pero lentamente y con diferencias entre países. Diagnosticar adecuadamente el pulso profundo de la coyuntura de la eurozona es un ejercicio plagado de matices. Por un lado, se constata que la actividad va a más. El tramo final del año ha ratificado que la eurozona se aleja del estancamiento del verano. Además, los factores que están impulsando la reactivación tienen visos de continuidad: el consumo privado, el más inercial de los componentes de la demanda interna, se está recuperando, y los efectos de la depreciación del euro y del descenso del precio del crudo tendrán un impacto importante en 2015. Sin embargo, el resto del panorama es menos tranquilizador. Los riesgos políticos que se mencionaban anteriormente tienen una expresión propia en Europa, en forma de incertidumbre política en Grecia. Pero no es solo el frente político: la economía tampoco está exenta de riesgos, afectada por un ritmo de recuperación demasiado lento y desigualmente distribuido por países. Finalmente, la amenaza de que la situación actual de inflación baja se transmute en una fase de deflación no se disipa. En este contexto, y ante el resultado modesto de las subastas de liquidez a largo plazo, es muy probable que durante el primer trimestre del año el BCE inicie un programa a gran escala de compra de deuda pública. La nueva expansión monetaria se verá acompañada del llamado Plan Juncker, que trata de mejorar la inversión privada en la UE mediante garantías públicas. En definitiva, medidas extraordinarias para alejar a Europa de riesgos también extraordinarios.

España, contraste positivo en crecimiento. En este contexto incierto, nuestra economía se está beneficiando de una dinámica de crecimiento favorable. Los últimos datos ratifican que, fundamentalmente fruto de la mejoría de la confianza en las perspectivas de crecimiento, la demanda interna se aceleró en el tramo final de 2014. A corto plazo, este factor proporciona cierta autonomía a nuestro ciclo frente al más contenido de la eurozona. En cambio, en materia de inflación, España sigue manteniéndose en la zona de caída de precios (-0,4% interanual en noviembre). Aunque este dato tan llamativo sea en gran medida el resultado del descenso del precio del petróleo, incluso descontados los componentes volátiles de energía y alimentos frescos, la inflación sigue sin crecer desde mayo pasado. No obstante, nuestras previsiones apuntan a que la inflación subyacente abandonará esta zona de crecimiento nulo a partir de principios de 2015 (la inflación general lo hará más adelante). En definitiva, España parece en disposición de capear relativamente bien esta etapa de mayor incertidumbre global con que cerramos 2014. Pero sería aún mejor que algunos de los puntos de riesgo mundiales se suturasen rápidamente.

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

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	2,1	1,6	2,3	2,7	2,9	2,7	2,2	1,8
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	5,0	4,5	3,2	3,1	3,9	5,1	4,7	5,0
Bienes de equipo	5,6	11,9	8,6	5,8	12,7	9,5	9,8	9,9	8,2	8,5
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	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,6	5,9	5,1	1,5	4,6	6,1	7,3	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	2,2	1,3	1,6	1,8	1,9	2,0	1,9
Otras variables										
Empleo	-3,2	0,9	1,7	1,8	0,8	1,4	2,0	2,1	1,7	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,5	22,9	21,6	24,5	23,7	23,9	24,1	22,7	22,2
Índice de precios de consumo	1,4	-0,1	0,3	1,6	0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,6
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,5	0,1	1,0	-0,1	-0,4	-0,4	0,0	-0,5	0,3
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	0,8	-0,2	0,1	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-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	0,5	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	0,23	0,72	1,65	0,23	0,23	0,24	0,32	0,56	0,88
Líbor 12 meses	0,68	0,56	1,21	2,11	0,54	0,56	0,57	0,75	1,02	1,38
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	1,26	2,27	0,40	0,50	0,52	0,73	1,05	1,46
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	3,09	3,73	2,61	2,49	2,27	2,59	2,96	3,29
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,22	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,05	0,06	0,30	0,16	0,08	0,05	0,05	0,05
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,32	0,36	0,57	0,44	0,33	0,32	0,32	0,32
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,05	0,09	0,10	-0,01	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,68	1,11	1,43	1,06	0,76	0,66	0,67	0,68
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,33	1,33	1,18	1,15	1,37	1,33	1,28	1,22	1,19	1,16
¥/euro	129,65	140,42	146,92	144,90	140,11	137,68	142,92	146,80	146,36	146,15
£/euro	0,85	0,81	0,78	0,78	0,82	0,80	0,79	0,78	0,78	0,78
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	69,13	84,68	109,65	103,38	77,05	61,93	66,43	71,68
Brent (euros/barril)	81,67	74,83	58,58	73,64	79,96	78,02	61,68	50,77	55,83	61,80

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Perspectivas positivas y mayor volatilidad, escenario para 2015

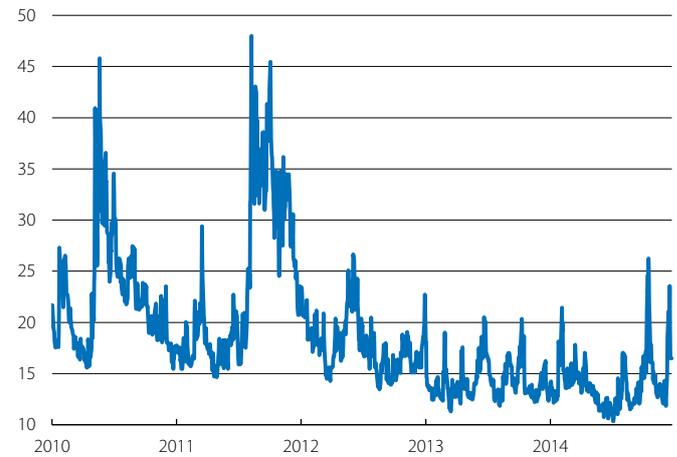
La tónica volátil despide el año tras la placidez reinante durante la primera mitad de 2014. En diciembre, los mercados internacionales han sufrido las consecuencias de nuevos contratiempos. La caída del precio del crudo, la crisis del rublo y la inestabilidad política en Grecia han roto la calma que imperó en noviembre. La frágil demanda de fondos de la banca europea en la segunda TLTRO del BCE y el desanclaje de las expectativas de inflación tampoco han contribuido favorablemente, situación que añade presión sobre la entidad para que inicie la compra de deuda soberana en la región. Estos factores han provocado nuevas correcciones en la cotización de los activos de riesgo, con especial incidencia en los países emergentes y en el sector energético. Sin embargo, el refuerzo de la red de seguridad de la laxitud monetaria global, la mejora del crecimiento mundial y la preferencia por la rentabilidad de los inversores se postulan como las bases que sostendrán una pauta favorable para los activos de riesgo en 2015.

La Fed cambia su retórica pero no sus intenciones. En la última reunión del año, el banco central revisó al alza sus perspectivas económicas para los dos próximos ejercicios, aunque espera que la inflación se mantenga por debajo del 2%, debido a la presión de los precios energéticos. También introdujo cambios en su política de comunicación al puntualizar que, en el contexto actual de mejora de la actividad económica norteamericana y de dinamismo del mercado laboral, la entidad será «paciente» a la hora de comenzar a normalizar su política monetaria. Pese a haber abandonado la premisa de que «los tipos de interés permanecerían bajos durante un tiempo considerable», el mensaje de fondo sigue siendo muy acomodaticio. En la rueda de prensa posterior, la presidenta Yellen puntualizó que la estrategia monetaria vendrá marcada por la evolución de los datos económicos y de la inflación, pero indicó que la probabilidad de que las subidas de tipos se produjeran en las dos primeras reuniones del año era reducida.

El BCE optará por lanzar un programa de compra de deuda pública (QE) en el 1T 2015. En su última reunión del año, el Consejo de Gobierno (CG) de la entidad mantuvo sin cambios los tipos oficiales y los parámetros de la política no convencional, con el matiz de que el aumento de su balance en un billón de euros se cataloga como «intención», cuando hasta ahora era una «expectativa». En paralelo, reconoció que la actividad económica y la inflación están siendo más débiles de lo esperado. Por ello, argumentó que todavía era pronto para valorar la efectividad de las medidas ya implementadas (TLTRO, compras de cédulas hipotecarias y ABS), señaló que entre las medidas posibles se incluye la compra de deuda pública a gran escala y remarcó que no requeriría la unanimidad del Consejo para aprobarlas. En este sentido, contemplamos que la institución anuncie en los primeros compases de 2015 el lanzamiento de un programa de compra de deuda pública por valor de alrededor de 500.000 millones de euros y un año de duración.

Índice VIX de aversión global en los mercados financieros

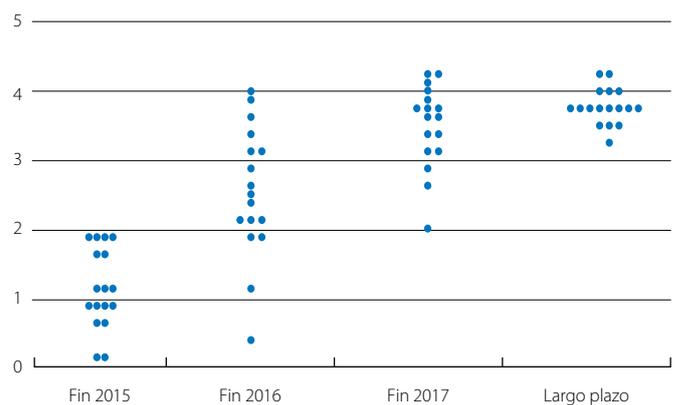
(Índice)



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

Fed: nivel apropiado para el tipo de interés oficial *

(%)



Nota: * Según los miembros del Comité del 17 de diciembre.

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

Eurozona: expectativas de inflación *

(%)



Nota: * Calculadas a partir de los swaps ligados a la inflación.

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

Modesta demanda en la TLTRO. Las entidades bancarias europeas solicitaron cerca de 130.000 millones de euros en la segunda subasta de liquidez a largo plazo del BCE, ligeramente por debajo de los 150.000 millones esperados por el consenso de analistas. En las dos TLTRO realizadas, el BCE ha colocado 212.400 millones de euros, cifra que representa un 53% del importe total disponible.

La crisis de confianza sobre Rusia se transforma en una crisis cambiara, debido al débil trasfondo económico del país, la espiral bajista del precio del crudo y las sanciones internacionales. La divisa rusa llegó a depreciarse un 30% en una sola sesión, circunstancia que hizo recordar el colapso financiero que vivió el país en 1998. Finalmente, las actuaciones en clave de urgencia del banco central ruso lograron poner coto a las presiones sobre el rublo y reconducir los niveles extremos de volatilidad. En concreto, la autoridad monetaria incrementó el tipo rector hasta el 17% desde el 10,5%, intervino en el mercado de divisas vendiendo reservas en moneda extranjera y anunció nuevas medidas de provisión de liquidez a la banca. En el resto del bloque emergente, destaca el activismo de las autoridades monetarias chinas en el frente macroprudencial tras la rebaja de los tipos oficiales del mes pasado. La restricción en el uso de bonos corporativos de baja calificación como colateral en las operaciones de financiación de las entidades financieras está orientada a preservar la estabilidad financiera del gigante asiático.

Los conatos de volatilidad favorecen el avance de los *treasuries* americanos. La estabilidad ha dominado en el mercado de la deuda norteamericana. Destaca la cercanía de la *yield* de la deuda a corto plazo con el nivel de los *fed funds* (tipo oficial). La ausencia hasta la fecha de presiones inflacionistas y la consiguiente continuidad de la política monetaria acomodaticia de la Fed han propiciado esta circunstancia. De cara a los próximos meses, la estrategia de normalización del banco central podría generar mayor volatilidad y provocar repuntes en las rentabilidades del tramo corto de la curva soberana estadounidense.

Los repuntes de volatilidad apoyan el avance de la deuda pública alemana, con las expectativas de un QE de deuda soberana por parte del BCE como sustento adicional. El incremento de los flujos hacia activos seguros (*flight to quality*) al hilo de los focos de inestabilidad a nivel global (caída del crudo y la crisis de Rusia) y a nivel europeo (las desavenencias políticas en Grecia) ha favorecido el repliegue de las *yields* de los bonos alemanes. La deuda entre 1 y 4 años ofrece rentabilidades negativas, y en el caso del *bund* a 10 años la rentabilidad ha descendido hasta nuevos mínimos (0,6%). A esta tendencia también han contribuido la moderación de las expectativas de crecimiento económico y la reducción de las necesidades de financiación del Tesoro germano para 2015, las menores en 13 años.

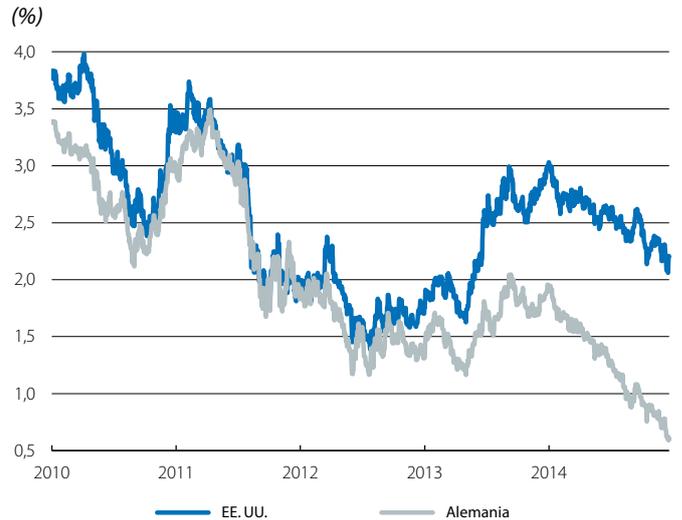
La periferia europea, preparada para el desembarco del QE soberano. La incertidumbre sobre un posible adelanto electoral en Grecia y el posicionamiento de Syriza al frente de las encuestas han propiciado fuertes alzas en las rentabilidades de la deuda pública helena. La probabilidad de que un partido contrario a las reformas exigidas por la troika y a los programas de rescate tome el control del Gobierno griego constituye un

Rusia: evolución del CDS * soberano y el rublo



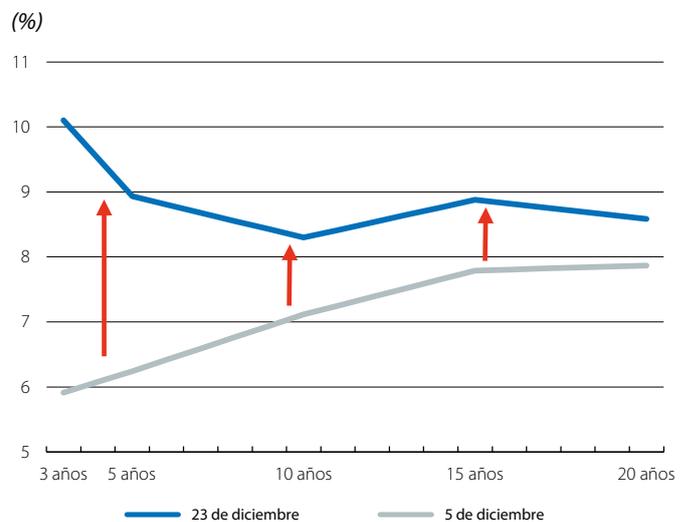
Nota: * Credit default swap sobre la deuda soberana a 5 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

Grecia: curva de la deuda soberana



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

escollo considerable para que la deuda soberana griega retome la senda favorable mostrada en los últimos meses. Con menos intensidad, la incertidumbre también ha afectado a la pendiente de la curva portuguesa. En el resto de la deuda periférica, el incierto panorama político griego no ha comportado vaivenes destacados. Asimismo, la expectativa de que el BCE amplíe el rango de sus compras a los bonos soberanos se ha impuesto sobre la problemática mencionada. La adquisición de deuda pública beneficiaría principalmente a España, Italia y Portugal con importantes estrechamientos de sus *spreads* soberanos.

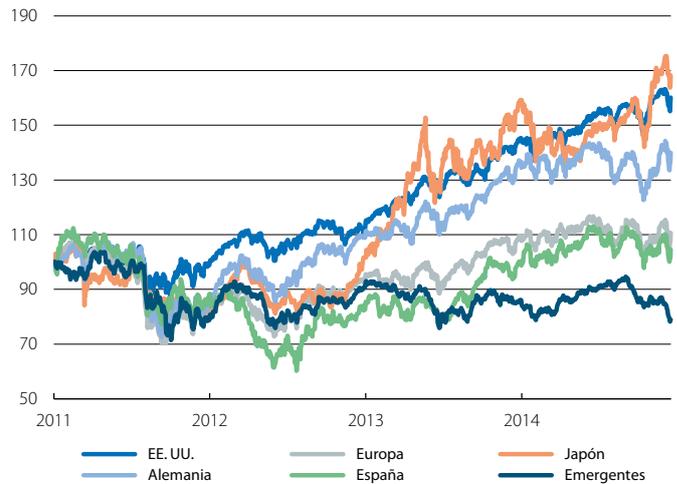
En España, el Tesoro completa su programa de financiación de 2014, con la captación de cerca de 235.000 millones de euros en bonos y letras. Destaca en positivo la intensa reducción de los costes, el incremento en los vencimientos de las nuevas emisiones y el adelanto de la captación de financiación para el ejercicio 2015.

La energía obstaculiza la recuperación de las bolsas. Diciembre se ha caracterizado por el aumento de la volatilidad en los mercados de acciones. Los principales índices bursátiles han registrado porcentajes de subida reducidos, aunque con rangos de cotización muy amplios. La inestabilidad cambiaría en algunos mercados emergentes, con Rusia como protagonista, las consecuencias económicas del abaratamiento del crudo sobre los países productores y la inestabilidad política en Grecia han marcado el pulso de las últimas semanas. Sin embargo, la postura «paciente» de la Fed con respecto a la normalización de su estrategia monetaria y las declaraciones favorables de miembros del BCE con relación a la compra de deuda soberana, han dado apoyo a las bolsas de los países desarrollados en el tramo final del mes. Por sectores, el castigo ha sido particularmente acusado en el energético, fruto del riesgo que supone para las cuentas de resultados del sector el desplome de los precios del petróleo. A pesar de un entorno más volátil debido a la normalización de los tipos de interés en EE. UU. y a los diversos focos de riesgo geopolítico, las perspectivas para los mercados de renta variable en 2015 son positivas (véase el Focus «Renta variable: un mercado con potencial»), especialmente en Europa y España.

Las divisas de algunos países emergentes «débiles» se han visto perjudicadas por el abaratamiento del Brent. De media, sus monedas se han depreciado en diciembre un 5% frente al dólar en un contexto de fuertes turbulencias en los mercados cambiarios emergentes. Por su parte, el tipo de cambio del euro ha seguido debilitándose, llegando a cambiarse a 1,22 dólares, el valor más bajo en dos años. El efecto sobre la moneda europea de las divergencias existentes entre las políticas monetarias de EE. UU. y la eurozona tenderá a acrecentarse a medida que se vislumbre la puesta en marcha del QE soberano del BCE. En el terreno de las materias primas, la cotización del petróleo Brent ha mantenido su caída hasta situarse alrededor de los 60 dólares por barril, cota en la que ha permanecido estable en los últimos compases del año. A corto plazo, el exceso de oferta, la revisión a la baja de las previsiones de demanda de crudo para 2015 y la falta de acuerdo entre los países de la OPEP para acometer reducciones en los niveles de producción mantendrán el precio en cotas bajas.

Evolución de las principales bolsas internacionales

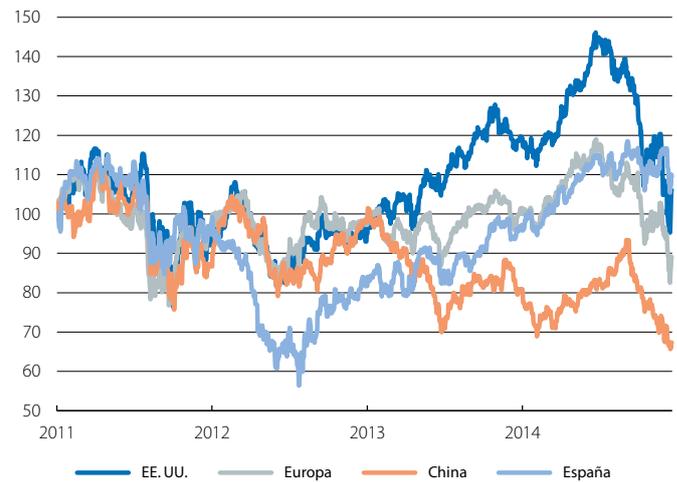
Índice (enero 2011 = 100)



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

Sector energético: evolución bursátil por países

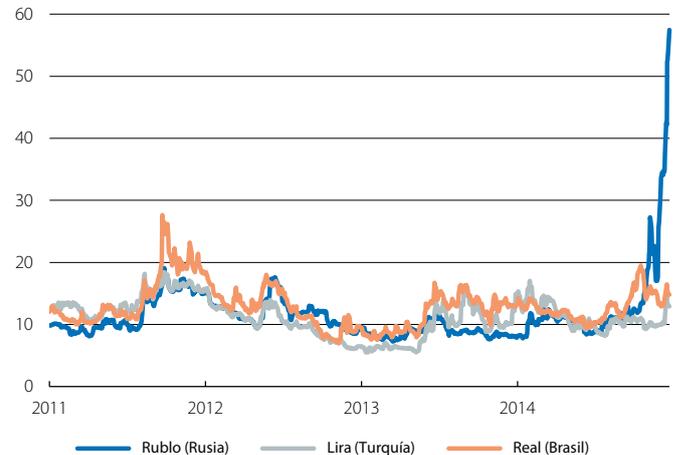
Índice (enero 2011 = 100)



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

Divisas emergentes: volatilidad implícita de los tipos de cambio frente al dólar

(%)



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

FOCUS · Renta variable: un mercado con potencial

El año 2014 ha sido bueno para la renta variable a nivel global: el índice MSCI World Local Currency con dividendos ha deparado una rentabilidad cercana al 10%. Es cierto que se han observado disparidades muy notables entre países y sectores, pero ello no empaña el buen comportamiento agregado, que previsiblemente tendrá continuidad en 2015.

Una primera cuestión que se debe considerar es el entorno macroeconómico. De cara al año que empieza, el consenso de analistas y la mayoría de organismos internacionales coinciden en pronosticar que la economía internacional acelerará el paso, a la vez que la tasa de inflación global se mantendrá en niveles bajos. Es decir, un retorno que algunos, por analogía con la fábula infantil, califican como «economía *Goldilocks*»: ni demasiado fría como para tener miedo a la recesión, ni demasiado caliente como para preocuparse por la inflación. Un clima macroeconómico templado ha sido, habitualmente, favorable para las bolsas, pero ahora adquiere una importancia singular porque resulta clave para la continuidad de un elemento decisivo del marco financiero de los últimos años: la abundancia de liquidez. A pesar de las divergencias entre las estrategias de los principales bancos centrales, en conjunto se mantendrá un tono monetario ultralaxo en 2015 (las medidas expansivas del BCE y del Banco de Japón tomarán el relevo a las de la Fed), lo que asegurará unas condiciones de liquidez muy holgadas a nivel global. Aparte de facilitar la financiación de las empresas y reducir los costes financieros, este factor impulsa las bolsas a través del *search for yield*: los inversores insatisfechos con el bajo nivel de los tipos de interés de los activos monetarios y de la deuda pública aumentan el peso de la renta variable en sus carteras. A lo largo de 2014 ya se ha observado un incremento del trasvase de flujos de capitales desde los bonos soberanos hacia los mercados de acciones, y cabe esperar que en 2015 se mantenga esta tendencia.

Un segundo aspecto destacable del entorno global está siendo el abaratamiento de las materias primas y, en concreto, de la energía. Este factor tiene un doble efecto positivo. De una parte, reduce los costes de producción empresariales, lo que permite la ampliación de los márgenes. De otra, sirve de estímulo para el gasto de las familias. Aunque también actúe como amenaza deflacionista, este impacto debería quedar neutralizado gracias a las políticas monetarias acomodaticias, la mejora de los salarios reales y la reactivación del crédito. La periferia europea sería el área más beneficiada de este efecto, al presentar las tasas de importaciones energéticas sobre el PIB más elevadas. Además, la eurozona contará con una tercera baza adicional: la depreciación del euro, que ayudará a mejorar los ingresos de las empresas europeas por la vía de las exportaciones.

Estos tres elementos centrales del entorno global (liquidez, precio de las *commodities* y tipos de cambio) están decantándose de manera muy propicia para las bolsas europeas. De hecho, el consenso de analistas bursátiles anticipa que el aumento del beneficio por acción de las empresas europeas será muy apreciable. Para EE. UU. se pronostica que el crecimiento de los beneficios seguirá siendo positivo, aunque modesto dados factores como el aumento de los costes salariales. Además, la estrategia de normalización monetaria de la Fed podría provocar un aumento de los tipos de interés en dólares, lo que incrementaría la tasa de descuento y, por tanto, reduciría los múltiplos de valoración (PER, etc.) de la bolsa norteamericana. Por su parte, para las compañías emergentes los próximos trimestres se presentan más difíciles como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de sus economías, la continua depreciación de sus divisas y la caída de los ingresos a través de las exportaciones de materias primas. Desde el punto de vista sectorial, y de acuerdo con los argumentos anteriores, todo parece indicar que las empresas vinculadas a la evolución del precio del barril de crudo deberían ser las más perjudicadas, seguidas de aquellas cuya actividad está ligada a las materias primas. Por el contrario, el aumento de la renta disponible a través del abaratamiento de la energía y la mejora de las condiciones de financiación deberían apoyar las cotizaciones de los sectores cíclicos y de consumo, como los de la distribución, el *retail*, los transportes, las aerolíneas y los automóviles.

También hay continuidad respecto a 2014 en cuanto a los riesgos que planean sobre este panorama *Goldilocks*. En concreto, las tensiones geopolíticas, la estrategia de normalización monetaria de la Fed, las fuerzas deflacionistas en la eurozona y el alcance de la ralentización de la economía china siguen copando la lista de amenazas que se deben vigilar.

Evolución de la bolsa mundial

(Índice MSCI global) *



Nota: * Calculado en moneda local (sin tener en cuenta la evolución del tipo de cambio).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · El desacoplamiento entre los precios del gas y del petróleo

En un momento en el que todas las miradas están puestas en el petróleo por la caída vertiginosa de su precio desde mediados de verano, el precio del gas (especialmente en EE. UU.) se ha mantenido estable. Históricamente, los precios de ambos hidrocarburos se movían de manera muy similar. Sin embargo, en los últimos años, esta relación se ha roto (de nuevo, principalmente, en EE. UU.). Así, mientras que el precio del crudo ha caído un 50% en los últimos seis meses, el precio del gas estadounidense ha bajado en torno al 15%. ¿Qué factores explican este divorcio de precios?

El *boom* de la energía no convencional (*shale*) protagonizado por EE. UU. tanto en el gas como en el petróleo y su impacto desigual en ambos mercados es el principal responsable de la desalineación de precios. Hoy por hoy, el gas natural estadounidense es todavía tres veces más barato que el petróleo si lo comparamos en términos de energía equivalente (véase el gráfico).¹ Esto se debe a que el mercado del gas, lejos de ser global como el del petróleo, se encuentra fragmentado en tres grandes regiones (EE. UU., Europa y Asia), aisladas entre sí debido al alto coste del transporte, en particular del marítimo. Así, en el caso estadounidense, la revolución del gas *shale* ha supuesto un incremento sustancial de la oferta de la región y, por tanto, una rebaja importante de su precio, que no se ha trasladado al resto del mundo.

A modo ilustrativo, entre el año 2007 y 2013 la producción americana de gas aumentó un 26%, llegando el *shale* a representar el 40% de la producción total (frente a menos de un 5% a principios de los 2000). La caída del precio del gas que se produjo durante este periodo en EE. UU. alcanzó el 45%. En cambio, la comercialización de petróleo a nivel mundial provocó que los precios de este recurso siguieran una dinámica muy diferente, a pesar de que la producción norteamericana también aumentara. Si bien la producción de crudo de EE. UU. incrementó un 45% en el mismo periodo, el país produce en torno al 10 % del total mundial. No obstante, un matiz relevante se hace imprescindible en este punto. A pesar de la relativa globalidad del mercado petrolero, la revolución *shale* norteamericana sí tuvo algunas consecuencias en el precio del petróleo extraído en el país (el West Texas Intermediate): lo rebajó significativamente con respecto a la cotización del crudo comercializado en Europa (el Brent), una diferencia que llegó a alcanzar cotas del 20% a finales de 2011 y de 2012. El motivo fue el cuello de botella en el nudo de oleoductos situado en Cushing (Oklahoma), que aumentó los inventarios y desencadenó tensiones bajistas en los precios. Una situación que se ha ido corrigiendo a medida que han mejorado las infraestructuras de transporte en Cushing, pero que ha durado muchos años.

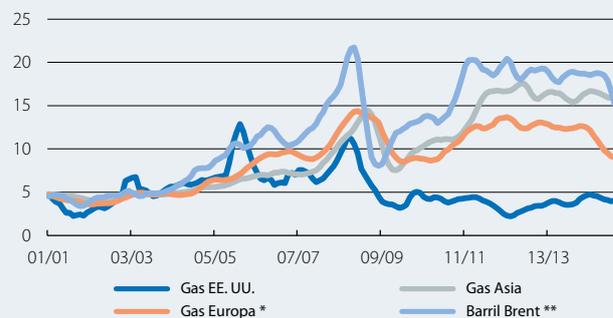
Asimismo, y a pesar de la fragmentación mencionada en el mercado del gas mundial, en Europa también se ha producido un cierto desacoplamiento entre el precio de uno y otro hidrocarburo (gas y petróleo). Con todo, dicho desacoplamiento ha sido menor y el precio del gas en Europa

todavía duplica el de EE. UU. En Asia, la diferencia llega a ser cuatro veces mayor (véase el gráfico). En el caso europeo, con la finalidad de hacer atractiva la inversión y la explotación de gas, se decidió establecer en sus inicios (en los años cincuenta y sesenta) contratos de larga duración indexados al precio del petróleo (un claro sustituto energético). Una práctica que ha llegado hasta nuestros días, pues en 2011 en torno al 70% de los contratos todavía eran de larga duración e indexados. Sin embargo, desde entonces el mercado al contado, según el cual el precio se fija más acorde a factores de oferta y de demanda locales, ha ido ganando terreno. Esta tendencia se ha visto favorecida por tres factores: la reducción de los costes de transporte (ante los avances conseguidos en el campo del gas natural licuado), cambios en la regulación de la Unión Europea hacia una mayor liberalización del mercado energético y las elevadas fluctuaciones del precio del petróleo.

A largo plazo, es de esperar que el aumento de la dispersión de precios en ambas dimensiones (entre gas y petróleo, y entre regiones) se vaya reduciendo. A nivel internacional, EE. UU. podría apostar por la exportación de gas, una opción que en la actualidad está muy restringida por ley. La significativa diferencia de precios, en especial respecto a Asia, junto con los avances mencionados en el gas natural licuado (que rebajan el coste del transporte marítimo), podrían hacer rentable la comercialización del gas americano fuera de sus fronteras. Esta apertura posibilitaría que en los próximos años se avanzara hacia una mayor convergencia de precios entre los tres mercados. En cuanto a la dispersión respecto al petróleo, una diferencia prolongada y de la magnitud observada, especialmente en el mercado norteamericano, podría incentivar un proceso de sustitución del recurso energético más caro (el petróleo en este caso) por el más barato (el gas), lo que debería poner límite también a esta brecha a largo plazo.²

Precio del petróleo y del gas natural

Promedio de 4 meses
(dólares por millones de unidades térmicas británicas)



Notas: * El precio de gas de referencia en Europa es el promedio de las importaciones de Alemania, en el que se tienen en cuenta los contratos indexados al precio del petróleo.

** El reciente descenso del precio del petróleo no se observa de manera tan pronunciada en el gráfico por tratarse de datos promedios de los últimos cuatro meses.

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

2. Por ejemplo, con el diferencial de precios de 2013, la EIA estimaba que, hasta el año 2040, el uso del gas natural en el sector del transporte podría crecer a tasas anuales del 12%.

1. El valor de la misma cantidad de la energía en ambos recursos.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-dic	28-nov	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	0,08	0	-20,9	-20,9
Euríbor 12 meses	0,33	0,33	0	-22,6	-22,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,06	-0,07	1	-24,3	-24,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,10	-0,03	-7	-31,3	-31,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,54	0,70	-16	-138,9	-138,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,61	1,90	-29	-254,1	-254,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	107	120	-12	-115,2	-115,2
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,26	0,23	3	1,4	1,4
Líbor 12 meses	0,63	0,56	7	4,7	4,7
Deuda pública a 1 año	0,21	0,12	9	9,8	9,8
Deuda pública a 2 años	0,66	0,47	19	28,0	28,0
Deuda pública a 10 años	2,17	2,16	1	-85,8	-85,8

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-dic	28-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	63	58	5	-7,4	-7,4
Itraxx Financiero Sénior	67	59	8	-19,7	-19,7
Itraxx Financiero Subordinado	149	137	12	20,1	20,1

Tipos de cambio

	31-dic	28-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,210	1,245	-2,8	-12,0	-12,0
€/euro	144,850	147,720	-1,9	0,1	0,1
£/euro	0,777	0,796	-2,4	-6,5	-6,5
¥/\$	119,780	118,630	1,0	13,7	13,7

Materias primas

	31-dic	28-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	437,8	454,6	-3,7	-4,1	-4,1
Brent (\$/barril)	55,8	69,0	-19,2	-49,7	-49,7
Oro (\$/onza)	1.184,9	1.167,4	1,5	-1,7	-1,7

Renta variable

	31-dic	28-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	2.058,9	2.067,6	-0,4	11,4	11,4
Eurostoxx 50	3.146,4	3.250,9	-3,2	1,2	1,2
Ibex 35	10.279,5	10.770,7	-4,6	3,7	3,7
Nikkei 225	17.450,8	17.459,9	-0,1	7,1	7,1
MSCI emergentes	956,3	1.004,7	-4,8	-4,6	-4,6
Nasdaq	4.736,1	4.791,6	-1,2	13,4	13,4

COYUNTURA · 2015 empieza con importantes contrastes

La economía internacional ganará tracción en 2015. En particular, estimamos un avance del 3,9% en 2015 por encima del 3,2% en 2014, y en un contexto mundial de inflación todavía contenida, en la zona del 3,5%. El escenario para 2015 se abre marcado por fuertes contrastes. Entre las economías avanzadas, la buena dinámica de EE. UU., que sigue creciendo con solidez de la mano del consumo interno, la inversión y un menor ajuste fiscal, contrasta con la debilidad de la economía japonesa, que lucha por alejarse de su deflación secular. Entre los grandes países emergentes, la desaceleración gradual y controlada de la economía china contrasta con el episodio de la crisis rusa, que introduce un elevado grado de volatilidad.

ESTADOS UNIDOS

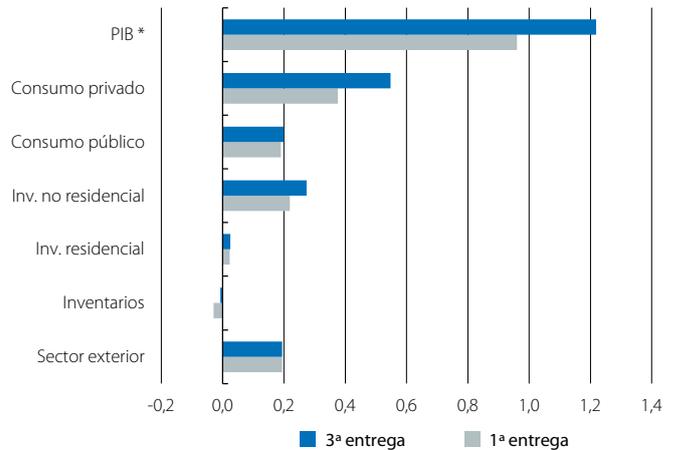
La economía estadounidense se caracteriza por «una expansión continuada», según la valoración de la Fed en su estudio de campo (*Beige Book*) de diciembre, que sustituye al calificativo más tibio de crecimiento «de modesto a moderado». La tercera entrega del avance del PIB en el 3T, de nuevo revisada al alza, confirma este escenario expansivo. El dato sitúa el crecimiento interanual en el 2,7% (en el 2,3% y 2,4% en la primera y segunda entregas, respectivamente), apoyado por la fortaleza del consumo y de la inversión no residencial. Esta leve mejora no hace variar nuestras previsiones de crecimiento para 2014 y 2015, que se mantienen en el 2,3% y el 3,1%, respectivamente.

Los indicadores de actividad del 4T siguen mostrando una expansión robusta. El índice de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas se situó en los 58,7 puntos en noviembre y su homólogo en servicios subió hasta los 59,3, ambos en zona de robusta expansión. En la misma línea, el índice de sentimiento empresarial para pequeñas empresas subió hasta los 98,1 puntos en noviembre (96,1 en octubre), apoyado en la mejora de las expectativas futuras. Sin duda, el comportamiento de dichos índices respalda el buen tono que esperamos de la inversión empresarial en 2015. También destacan las ventas minoristas, que avanzaron un 5,1% interanual en noviembre, por encima de las previsiones del consenso y del registro de octubre (4,5%), y el índice de producción industrial, que aumentó un robusto 15,2% interanual, el avance interanual más alto desde enero de 2011.

El mercado laboral sigue mejorando en un entorno de crecimiento de la actividad. En noviembre se crearon 321.000 puestos de trabajo, rebasando considerablemente el registro de los 200.000 característico de un mercado fuerte. La tasa de paro se quedó plana en el 5,8%, el nivel más bajo de los últimos seis años y cercano al 5% de finales de 2007. El contrapunto negativo a este tono vigoroso es la poca vitalidad que muestra la tasa de empleo (la relación entre empleo y población de más de 16 años), que se sitúa en el 59,2%, 4 p. p. por debajo del nivel

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.: ventas minoristas

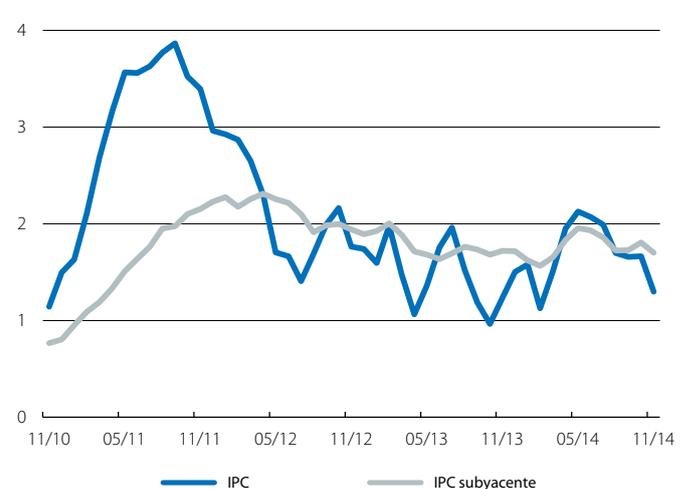
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

de 2007, de los cuales una parte significativa se debe al efecto desánimo que se generó durante los años de crisis.

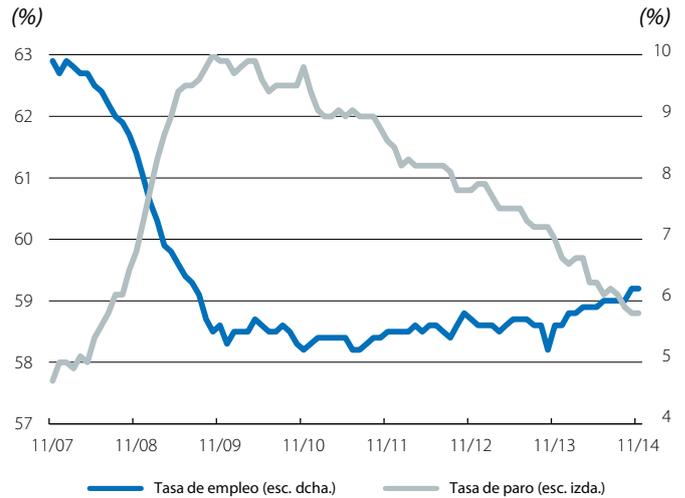
El desplome del precio de los carburantes se nota en la inflación de EE. UU. Concretamente, en noviembre se situó cuatro décimas por debajo del registro del mes anterior (1,3%), por el nuevo descenso de los precios energéticos que no compensó la subida en el resto de componentes. El IPC subyacente (sin alimentos ni energía) incrementó un 0,1% intermensual, lo que dejó su avance interanual en el 1,7%. A pesar de que mantene-mos las previsiones de crecimiento, el cambio efectuado en las previsiones del petróleo nos obliga a revisar a la baja nuestra previsión de inflación para 2015 (del 1,5% al 1,0%). Asimismo, la moderación apoya el mensaje acomodaticio de la Reserva Federal en la última reunión del año del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC). Según el comunicado emitido, la Fed se mostrará «paciente» a la hora de abordar las subidas del tipo de interés oficial.

JAPÓN

El premier Shinzo Abe obtiene un referendo popular a sus políticas expansivas al ganar las elecciones anticipadas de diciembre en un entorno marcado por la recesión y el estancamiento de la inflación: el avance del PIB se revisó a la baja tanto en el 1T como en el 3T; el IPC de referencia del BOJ se situó en el 0,7% interanual en noviembre (excluyendo el efecto de la subida del IVA del pasado mes de abril), lejos del objetivo del 2% marcado por la autoridad monetaria; y Moody's rebajó la calificación crediticia de su deuda pública, que ya representa el 250% del PIB. La revisión bajista del PIB nos obliga a reducir levemente nuestra previsión de crecimiento para 2014 (del 0,4% al 0,3%). De cara a 2015, el retraso hasta abril de 2017 de la segunda subida del IVA, el incremento del gasto público anunciado (del 0,7% del PIB) destinado a las familias de bajos ingresos y a las pequeñas empresas, y la reciente intensificación de la expansión cuantitativa del BOJ nos llevan a mantener nuestra previsión en el 1,2%.

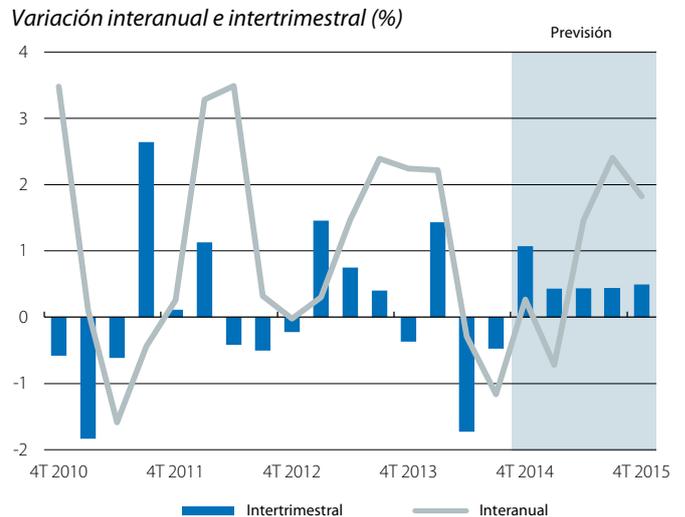
La depreciación del yen lastra la demanda interna. Desde que el pasado 31 de octubre el BOJ incrementara el ritmo de compra de activos, el yen se ha depreciado un 10% con respecto al dólar, y el índice bursátil Nikkei, dominado por las grandes empresas exportadoras, llegó a ganar un 14%. Sin embargo, los beneficios de un yen barato sobre las exportaciones son limitados en los niveles actuales en los que ya cotiza el yen, muy bajos desde una perspectiva histórica. En cambio, el incremento de los precios de los productos importados está empezando a afectar negativamente a hogares y a empresas. Así, el índice Tankan de sentimiento empresarial para grandes empresas manufactureras bajó levemente en el 4T (12 puntos) y se encuentra significativamente por debajo de los 17 puntos con los que empezó el año. En este contexto, el abaratamiento del petróleo supondrá una ayuda para la economía nipona, que, a raíz de la moratoria nuclear impuesta tras el accidente de Fukushima, ha visto aumentar las importaciones de petróleo considerablemente (del 2,3% del PIB en 2010 al 3,6% en julio de 2014).

EE. UU.: tasa de paro y tasa de empleo



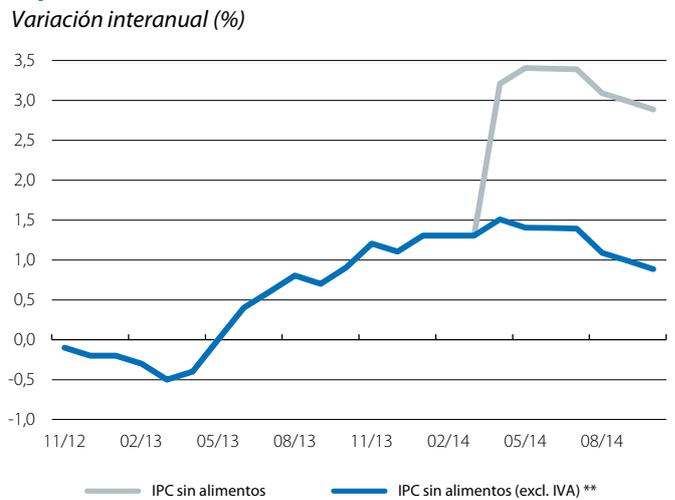
Nota: Tasa de paro (% de la población activa). Tasa de empleo (empleados/población mayor de 16 años). **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB



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

Japón: IPC *



Notas: * IPC sin alimentos (pero con energía), referencia del BOJ. ** No incluye el impacto de la subida del IVA en abril de 2014 del 5% al 8%. **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

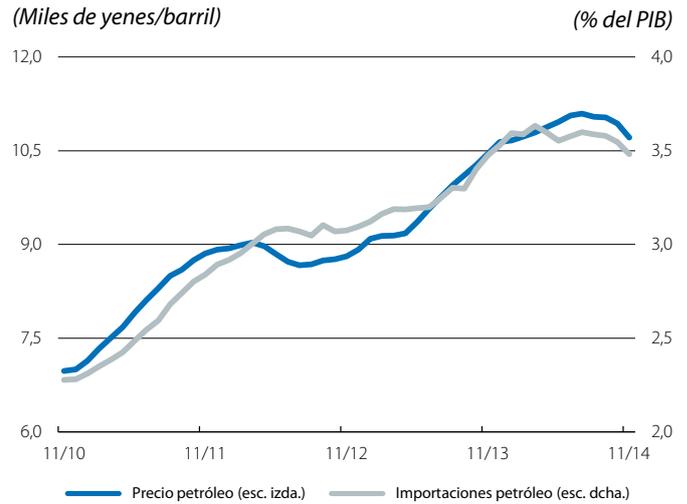
EMERGENTES

China prosigue una desaceleración controlada y gradual. El índice PMI de manufacturas elaborado por la Oficina Nacional de Estadística descendió hasta los 50,3 puntos en noviembre, el nivel más bajo en ocho meses. Aunque el registro todavía se encuentra por encima del límite de los 50 puntos (indicativo de expansión), apunta a que el crecimiento se ha ralentizado significativamente en los últimos meses. La lectura del resto de indicadores sugiere que esta ralentización se está produciendo de forma gradual. Así, el índice PMI de servicios subió ligeramente hasta los 53,9 puntos, desde los 53,8 de octubre. En la misma línea, las ventas minoristas sorprendieron positivamente, al crecer un 11,7% interanual, frente al 11,5% de octubre. Por otro lado, un indicador básico como el índice de producción industrial avanzó un 7,2% en noviembre, por debajo del 7,7% de octubre. Con todo, una parte significativa de tal desaceleración se debió al parón obligado de numerosas fábricas en el norte del país durante la cumbre de la APEC (Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico) en noviembre. En este entorno de desaceleración controlada, prosigue la tendencia bajista de la inflación (1,4% en noviembre), lo que permitirá al Ejecutivo el uso de nuevas medidas expansivas si es necesario. Recordemos que el Banco Central del país ya nos sorprendió a mediados de noviembre con un importante recorte del tipo de interés de referencia.

Rusia caerá en recesión en 2015 debido a la combinación del descenso del precio del crudo, las sanciones internacionales y la incertidumbre geopolítica por Ucrania. En este contexto, la crisis de confianza se ha transmutado en una crisis cambiaria en toda regla. Durante su fase aguda, en diciembre, el Gobierno reconoció que en 2015 Rusia entraría en recesión y los acontecimientos se precipitaron: la presión financiera se intensificó, el rublo cayó frente al euro, el tipo de interés de la deuda a 10 años pasó del 10,6% al 16,2% y el banco central intentó frenar la depreciación del rublo mediante subidas del tipo de referencia: del 9,5% al 17%.

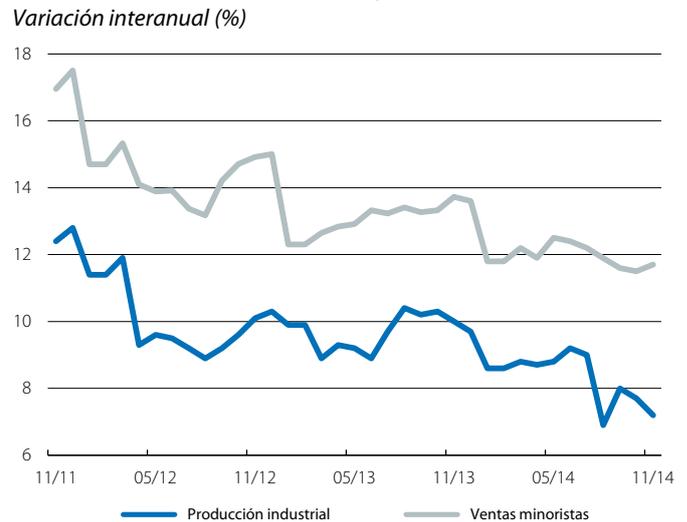
Aunque Rusia tiene cierto margen de maniobra, los riesgos son a la baja. En particular, el nivel de reservas es elevado y equivale al 64,5% de la deuda externa y al 351% de la deuda externa a corto plazo. Ello, junto con una baja deuda pública (13,9% del PIB en 2013), da margen para evitar un posible *default*. Asimismo, la depreciación del rublo vendría a suavizar las presiones fiscales y aumentar el superávit corriente, pero a riesgo de un incremento de costes que puede lastrar el crecimiento. En este entorno incierto, rebajamos nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2015 del 0,8% al -2,5%. Aun con esta revisión, los riesgos están claramente sesgados a la baja, con una recesión que podría ser más intensa de producirse una mayor caída del precio del petróleo y persistir la pérdida de liquidez.

Japón: importaciones de petróleo y precios



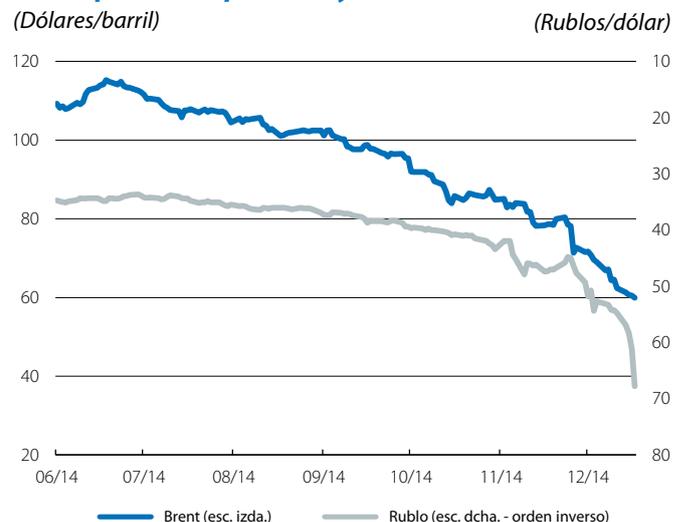
Nota: En ambas variables, media de los últimos 12 meses.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

China: producción industrial y ventas minoristas



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

Rusia: precio del petróleo y cotización del rublo



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

FOCUS · México: primeros resultados positivos de las reformas estructurales

Entre noviembre de 2012 y diciembre de 2013, México aprobó seis reformas estructurales: laboral, educativa, de telecomunicaciones, financiera, fiscal y energética. Individualmente, cualquiera de ellas era sustancial. Tomadas en su conjunto, se trata del mayor esfuerzo reformador del país en décadas. El motivo de fondo de esta ambiciosa agenda reformista es la necesidad de mejorar el crecimiento potencial de la economía mexicana, que el FMI sitúa entre el 2,8% y el 3,0%, a la cola de los países latinoamericanos. De acuerdo con las estimaciones disponibles, de aplicarse satisfactoriamente, el paquete de reformas permitirá incrementar el crecimiento potencial hasta el 3,5%-4,0%.¹

Pues bien, ¿van camino las reformas de plasmar los importantes resultados que prometen? En su momento preocupaba que las reformas entrasen en una vía lenta debido a la ralentización del proceso de aprobación de las leyes o por la ausencia de aplicación. Por el momento, ninguno de los riesgos se está materializando. A punto de finalizar 2014, las leyes ya habían sido aprobadas. Por lo que se refiere al siguiente paso, el de la implementación, también parece que progresa adecuadamente. Por citar algunos ejemplos significativos, en materia educativa se ha llevado a cabo el primer ejercicio de evaluación del profesorado previo a su contratación (que rompe con la tradición de que los graduados en magisterio obtenían plaza docente automáticamente); en el ámbito de las telecomunicaciones, está en marcha el proceso de licitación de dos cadenas nacionales en abierto; finalmente, en el sector financiero, ya se ha aplicado un nuevo mecanismo de resolución a la liquidación del Banco Bicentenario. Aunque se trate de una pequeña entidad bancaria (representa el 0,015% de los activos totales del sistema bancario mexicano) lo relevante es la aplicación del nuevo mecanismo de resolución.

Pero es la reforma energética la que mayores expectativas ha despertado por su importante impacto potencial, la que está avanzando de forma más satisfactoria. Cabe recordar que el objetivo principal de la reforma energética es aumentar la producción de petróleo mediante la explotación de las reservas petrolíferas de difícil acceso, lo que requiere la incorporación de tecnología e inversiones provenientes del sector privado (el marco constitucional anterior limitaba la participación privada). En ese sentido, PEMEX ya ha anunciado diez proyectos que realizará en colaboración con el sector privado durante el periodo 2015-2020. Asimismo, la petrolera estatal adaptará contrataciones actuales al nuevo marco de forma que se genere inversión nueva. Finalmente, el sector privado ha anunciado su disposición a aprovechar las nuevas vías de participación que la reforma ofrece. Gracias a este esfuerzo inversor inducido por la reforma, en 2020 la inversión en el sector petrolero podría

1. Sobre el contenido y el impacto económico de las reformas véanse, «El ímpetu reformista sacude México», *Informe Mensual*, enero de 2014, "la Caixa" Research y «Mexico: 2014 Article IV Consultation-Staff Report», FMI, noviembre de 2014. De estos análisis se concluye que las reformas fiscal y energética son las que tienen un impacto mayor sobre el crecimiento del PIB potencial.

ser un 65% mayor, en términos reales, que la registrada en 2014: frente a los 27.400 millones de dólares de 2014, la inversión ascendería a 45.200 millones de dólares (reales) en 2020. Sin la reforma el aumento hubiese sido de solo el 27% (de los mencionados 27.400 millones de dólares de 2014 a los 35.000 millones de dólares).²

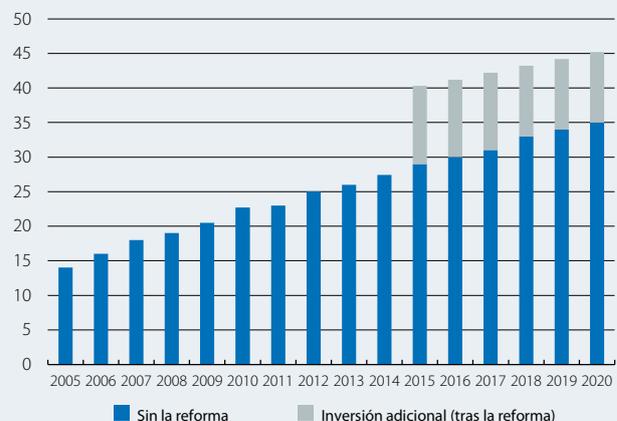
Asimismo, cabe mencionar que la implementación de las reformas se dará en un contexto de repunte puntual del crecimiento (en el periodo 2015-2016 el crecimiento superará el 3,5%), gracias a la expansión de EE. UU. y a unos desequilibrios macroeconómicos contenidos. Con todo, este buen momento coyuntural no debe hacer olvidar que, como mencionábamos antes, la mejora de las perspectivas de largo plazo depende del éxito de la agenda reformista. Especialmente si se tiene en cuenta que el frente económico no agota los retos pendientes. Como el presidente mexicano, Peña Nieto, anunció recientemente, el siguiente esfuerzo deberá mejorar aspectos de la gobernanza y de la seguridad del país, especialmente a nivel local.

México: principales indicadores macroeconómicos

	2007-2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento PIB real (%)	1,8	4,0	1,4	2,3	3,6	3,8
Inflación IPC (%) (f)	4,3	4,1	3,7	4,1	3,2	3,3
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-1,3	-2,1	-1,9	-2,0	-2,2
Saldo fiscal (% del PIB)	-3,0	-3,7	-3,8	-4,2	-4,0	-3,5
Deuda pública (% del PIB)	41,9	43,2	46,4	48,0	49,0	49,2

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.

México: inversión en el sector petrolero (Miles de millones de dólares de 2014)



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

2. Véase «The Emerging Markets Quarterly», Septiembre de 2014, Barclays Research.

FOCUS · Shanghái-Hong Kong stock connect: conectando con la bolsa china

En noviembre se dio el pistoletazo de salida al Shanghái-Hong Kong (SH-HK) *stock connect*, un programa que permite a los inversores extranjeros el acceso al mercado bursátil de Shanghái (*A shares*) a través de la bolsa de Hong Kong. Un acceso hasta ahora enormemente limitado para los inversores internacionales.¹ Asimismo, de manera recíproca, el programa también permitirá a los inversores de la China continental negociar fácilmente en el mercado bursátil de Hong Kong a través de la bolsa de Shanghái. Esta reforma se enmarca dentro del proceso de liberalización y modernización del mercado financiero y de capital del gigante asiático, el cual, a su vez, se circunscribe en la más amplia misión de dotar a la economía de estructuras de «más mercado». Un esquema que ha generado enormes expectativas, ya que podría convertirse en uno de los pasos más importantes que ha dado China en el proceso de apertura de su cuenta financiera.

El esquema de acceso mutuo conecta dos de las bolsas más relevantes a nivel mundial (la de Hong Kong y la de Shanghái): su unión daría lugar al tercer mayor mercado en términos de capitalización bursátil, por detrás solo del NYSE y del NASDAQ. Como en todo proceso de apertura llevado a cabo por el gigante asiático, de momento existen importantes controles tanto en los productos comercializados como en su cantidad, pero se trata de la apertura más importante del mercado de renta variable chino.² Hasta el momento, la única posibilidad de inversión en el mercado de bonos y en bolsa de la China continental por parte de inversores extranjeros eran los programas *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII) y *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (R-QFII), iniciados en enero de 2003 y en diciembre de 2011, respectivamente, y que no solo tienen cuotas muy estrictas sobre las cantidades invertidas (representan menos del 3% del mercado bursátil chino), sino que además requieren la aprobación del inversor por parte de las autoridades chinas. En cambio, bajo el paraguas del SH-HK *stock connect*, todo tipo de inversores extranjeros (instituciones y minoristas) son aptos para invertir en Shanghái y, a pesar de las cuotas establecidas, el total de sus operaciones diarias podría llegar a representar el 20% del volumen de negocio de la bolsa de Shanghái (la séptima mayor en capitalización bursátil). Un porcentaje que puede ir a más a medida que el programa se vaya consolidando y se amplíen las cuotas. En todos sus procesos de apertura, China ha actuado estableciendo primero pruebas piloto reducidas y controladas que, poco a poco, ha ido extendiendo.

1. Numerosas compañías chinas cotizan en la bolsa de Hong Kong a través de las *H shares* y en la de Shanghái a través de las *A shares*. Por las limitaciones que existían hasta el momento en la participación de la bolsa de Shanghái por parte de inversores extranjeros, las *A shares* estaban prácticamente restringidas a los inversores domésticos (de la China continental).

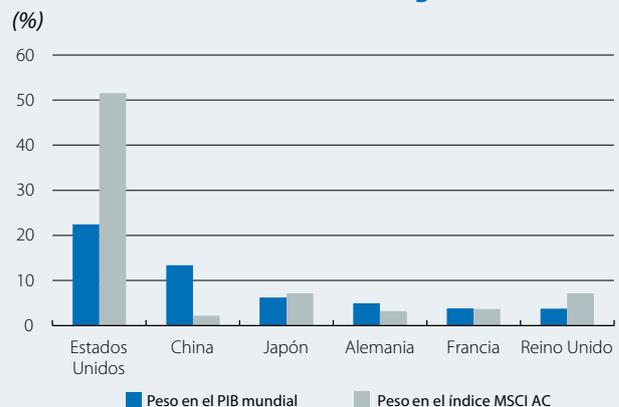
2. Existe una limitación diaria de RMB 13.000 millones (2.100 millones de dólares) a las operaciones de compra de Hong Kong a la China continental, y de RMB 10.500 millones (1.700 millones de dólares) en sentido contrario. Asimismo, el total de títulos elegibles de *trading* en la China continental asciende a 568 (un 90% de la capitalización bursátil de la bolsa de Shanghái), y a 266 en Hong Kong (un 82% de la de la bolsa de Hong Kong).

Sin lugar a dudas, esta mayor accesibilidad al mercado chino de renta variable aumentará el peso de China en las carteras de los inversores internacionales en el mercado de renta variable mundial. En la actualidad se encuentra claramente infrarrepresentada: constituye un 2,2% del índice bursátil global MSCI AC World, muy por debajo del algo más del 13% que representa el PIB de China a nivel mundial (véase el gráfico).³ Ello aportará a los inversores internacionales una mayor capacidad de diversificación de su cartera, así como la posibilidad de que aumenten su rentabilidad, gracias al potencial de crecimiento que presenta el país asiático.

Desde el punto de vista de los ciudadanos chinos, el arranque del SH-HK *stock connect* representa una vía alternativa muy importante para canalizar sus ahorros. El poco grado de desarrollo y profundidad del mercado financiero y de capitales chino ha menoscabado las posibilidades de inversión dentro del propio país. Así, un elevadísimo porcentaje del ahorro de los hogares se encuentra invertido en activos inmobiliarios (el 72%), mientras que el efectivo representa un también destacado 20% del total de activos familiares. A nivel empresarial, el nuevo esquema aumenta el número de compañías chinas que podrán beneficiarse de la entrada de fondos globales, antes muy restringida por los programas QFII y R-QFII.

Finalmente, en términos estratégicos, la mayor apertura de la cuenta financiera china a través del SH-HK *stock connect* debería incrementar de manera sustancial el uso del renminbi (o yuan) a nivel internacional. Un objetivo, el de la internacionalización de la divisa, que el Ejecutivo del país ha promovido de manera intensa a lo largo de los últimos años. En definitiva, poco a poco, y ante la mayor liberalización económica de China, el omnipresente billete verde debería ir dejando paso a un nuevo competidor, el billete rojo.

Relevancia económica y relevancia en el mercado de renta variable global



Nota: Véase la nota 3 del texto.

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

3. El índice MSCI AC es un índice que intenta reproducir la rentabilidad del mercado global (avanzados + emergentes) disponible para un inversor global. Además de la capitalización bursátil se tienen en cuenta medidas de liquidez para decidir el peso que cada mercado tiene en el índice.

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	12/14
Actividad									
PIB real	2,3	2,2	3,1	1,9	2,6	2,7	-	...	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,5	3,5	2,3	4,1	4,4	4,6	5,2	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	74,0	80,5	83,4	90,9	94,1	91,0	92,6
Producción industrial	3,8	2,9	3,3	3,3	4,2	4,6	4,5	5,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	56,7	52,7	55,2	57,6	59,0	58,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,8	929,7	1.025	925	985	1.030	1.045	1.028	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	165	170	171	170	171	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,0	6,7	6,2	6,1	5,8	5,8	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,5	58,8	58,9	59,0	59,2	59,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,3	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,8	...	...
Precios									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,7	1,3	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,6	1,9	1,8	1,8	1,7	...

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	11/14
Actividad								
PIB real	1,7	1,6	2,2	2,2	-0,3	-1,2	-	...
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	41,7	38,8	39,1	40,9	38,9	37,7
Producción industrial	0,2	-0,6	5,8	8,3	2,6	-1,1	-0,8	-1,7
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-5,0	6,0	16,0	17,0	12,0	13,0	-	12,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	3,9	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-1,4	-2,4	-2,4	-2,8	-2,9	-2,9	-2,8	-2,7
Precios								
Precios de consumo	0,0	0,4	1,4	1,5	3,6	3,3	2,9	2,4
Precios de consumo subyacente	-0,6	-0,2	0,5	0,6	2,3	2,3	2,1	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	11/14
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	11,7
Producción industrial	10,0	9,9	10,0	8,7	8,9	8,0	7,7	7,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	51,3	50,3	50,7	51,3	50,8	50,3
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	230	258	258	233	253	321	335	356
Exportaciones	8,0	7,8	7,4	-3,4	5,0	13,0	11,6	4,7
Importaciones	4,3	7,3	7,1	1,7	1,4	1,1	4,6	-6,7
Precios								
Precios de consumo	2,7	2,6	2,9	2,3	2,2	2,0	1,6	1,4
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,60
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,1	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 · Fin de año con mejor tono

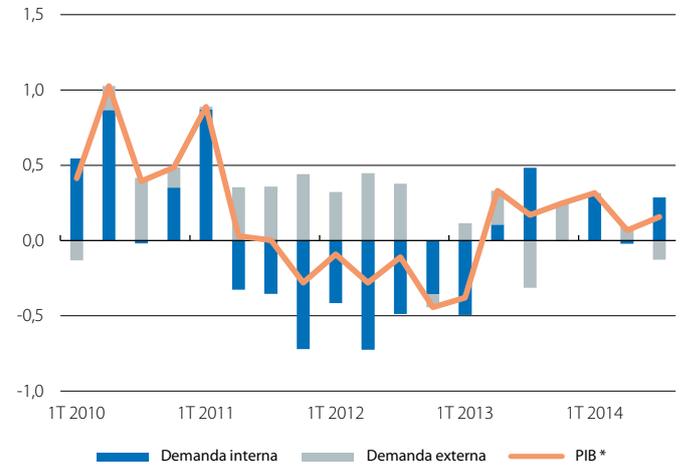
Crecimiento moderado en la eurozona. El PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral en el 3T, el mismo registro que en el trimestre anterior. Destaca el incremento del consumo privado (+0,5%) y de las exportaciones (+0,8%). No obstante, la inversión apuntó una tasa de crecimiento negativa y el sector exterior tuvo una contribución total negativa, debido al gran aumento de las importaciones (+1,2%). Preveamos el mismo crecimiento (0,2%) en el último trimestre, lo que dejará el avance del PIB para el conjunto del año 2014 en el 0,8%. Esta senda de crecimiento positiva se consolidará durante el próximo año, apoyada tanto por la demanda interna, en particular por el consumo privado gracias al aumento de la renta disponible y al bajo precio de las materias primas, como por la externa.

Revisión de las previsiones de crecimiento para 2015. El Banco Central Europeo prevé que la eurozona crezca un 0,8% en 2014 y un 1,0% en 2015, varias décimas menos que en sus previsiones de septiembre. Para explicar esta revisión a la baja, el BCE subraya la fragilidad de la recuperación, con una actividad más débil de lo que se esperaba, el riesgo de deflación, la tardanza en implementar reformas estructurales en algunos países y la persistencia de riesgos geopolíticos. Sin embargo, sus previsiones no incluyen los efectos de posibles cambios de políticas en 2015, incluida la monetaria. Como se argumenta en el Focus «El BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE», todo apunta a que el BCE iniciará un programa de expansión cuantitativa en el 1T 2015. Este programa conllevará una reducción de los tipos de interés, lo que ayudará a consolidar la reactivación del crédito, pero sobretudo una devaluación del euro, que impulsará el sector exportador. Las previsiones de "la Caixa" Research consideran los efectos que tendrán las distintas políticas que se emprendan en 2015, que incluyen un programa de expansión cuantitativa durante 2015 con una duración aproximada de un año. El crecimiento previsto de la eurozona se sitúa en el 1,3% para 2015 y aumenta a un 1,8% para 2016, una vez los efectos de la expansión cuantitativa surtan efecto.

La actividad en la eurozona presenta una ligera recuperación en el 4T. Los indicadores de actividad terminan el año mostrando cierta mejora, aunque siguen en niveles modestos. En Francia, el índice PMI subió ligeramente pero se mantiene en zona recesiva. En Alemania, los índices IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (mide las expectativas de inversores y analistas) aumentaron significativamente. Esta tendencia positiva se observa también en los datos de producción industrial, que aumentó un 0,1% intermensual en octubre (0,7% interanual), con incrementos en todos los sectores (excepto en el de la energía y el de los bienes de equipo).

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.

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

Eurozona: previsiones de crecimiento del PIB

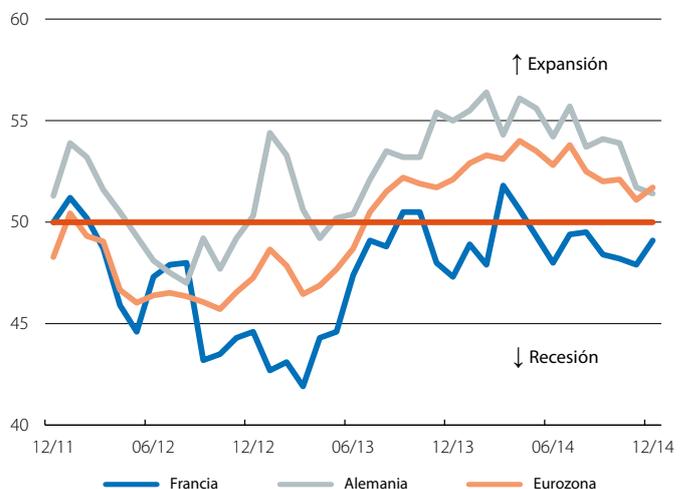
Variación interanual (%)

	Previsión diciembre 2014			Variación respecto a la última previsión		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
BCE	0,8	1,0	1,5	▼ 0,1	▼ 0,6	▼ 0,4
"la Caixa" Research	0,8	1,3	1,8	=	=	▲ 0,2
Consensus	0,8	1,1	-	=	=	-

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

Índice PMI compuesto

(Índice)



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

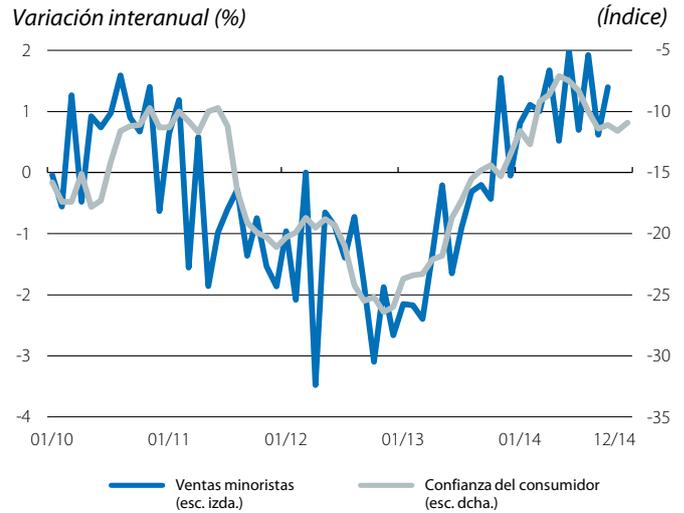
Los indicadores de demanda repuntan levemente. Las ventas minoristas en octubre experimentaron un aumento del 0,4% intermensual. Este dato consolida la tendencia positiva en lo que va año y supone un incremento del 1,4% respecto a octubre del año pasado. Esta mejora también se refleja en el indicador de confianza del consumidor, que aumentó en diciembre y marcó el máximo del trimestre. Los datos positivos deberían consolidarse en los próximos meses a medida que la mejora del entorno macroeconómico se afianza.

El mercado laboral mantiene su tímida recuperación. El empleo creció un 0,2% intertrimestral en el 3T (0,3% en el 2T). Los mayores aumentos de empleo se registran en los países de la periferia, España (0,3%), Italia (0,4%) y Portugal (1,4%), aunque estos países parten de unos niveles más bajos. Alemania, con una situación de partida mejor, presenta un crecimiento más moderado, del 0,2% concretamente. Por lo que respecta a la tasa de paro, esta se mantuvo estable en el 11,5% en octubre, cuatro décimas por debajo del registro de hace un año. Sin embargo, las diferencias entre centro y periferia continúan siendo muy pronunciadas, siendo los dos países con menos paro Alemania (4,9%) y Austria (5,1%) y los dos con peores tasas, Grecia (25,9%) y España (24,0%). En cuanto a los costes salariales, estos aumentaron un 1,4% interanual en la eurozona en el 3T 2014. El aumento salarial en Alemania, del 2,0% interanual, fue superior a la media, acorde con la buena situación de su mercado laboral. En cambio, el ajuste salarial siguió siendo intenso en Italia y en España, con tasas de variación del 0,3% y 0,7% interanual, respectivamente, lo que les permite continuar obteniendo ganancias de competitividad.

La inflación sigue siendo muy débil. En noviembre, la inflación bajó una décima hasta el 0,3%, debido a la caída de los precios de la energía, que presionan el IPC a la baja tanto de forma directa como indirecta, con rebajas en los precios de los bienes manufacturados y de los servicios de transporte. Por países, Alemania sufrió una de las mayores bajadas, lo que sitúa la inflación de noviembre al 0,5% (dato no observado desde febrero de 2010). Francia e Italia registraron datos del 0,4% y del 0,2%, respectivamente. A corto plazo, se espera que el descenso del precio del petróleo siga presionando la inflación a la baja, llegando incluso a datos negativos en los próximos meses. Sin embargo, se prevé que la inflación avance hasta el 0,7% en 2015 y alcance el 1,5% en 2016. La inflación subyacente se mantendrá en niveles positivos similares a los actuales en los próximos meses y empezará a repuntar a partir de la segunda mitad de 2015.

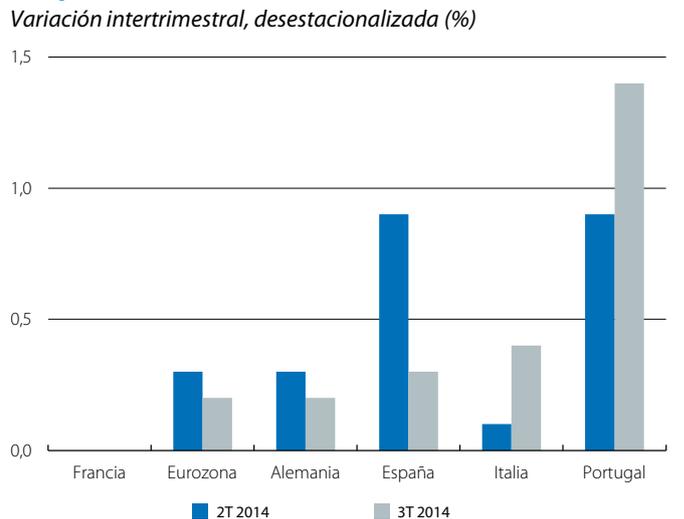
El sector exterior prosigue su recuperación. Continuando con la tendencia de los últimos meses, la balanza por cuenta corriente de la eurozona experimentó un superávit de 251.000 millones de euros en octubre (acumulado de 12 meses), equivalente a un 2,5% del PIB. El saldo positivo de la balanza comercial se debió sobre todo a la mejora de las exportaciones y a la reducción del precio de las importaciones, especialmente las energéticas. El saldo de servicios también contribuyó, aunque en menor medida, a este avance. Esta tendencia al

Eurozona: indicadores de consumo



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

Ocupación



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

Eurozona: inflación



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

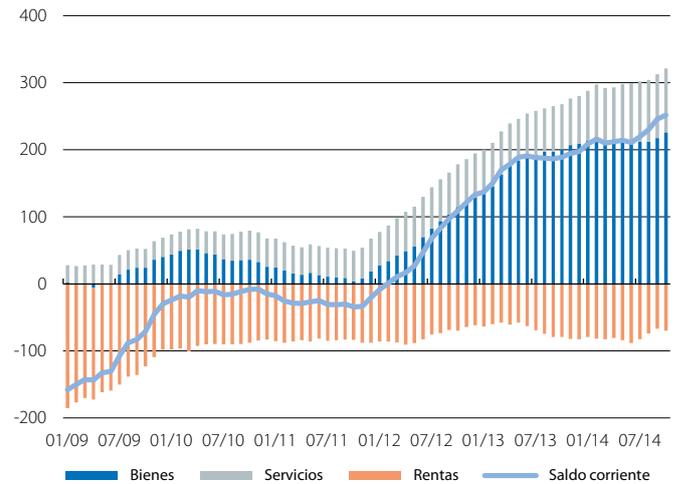
alza debería mantenerse e incluso acelerarse durante los próximos meses gracias a las políticas acomodaticias del BCE, que comportarán una mayor depreciación del euro, y a la mejora constante del saldo energético con la caída continuada del precio del petróleo. El sector exterior se afianza, así, como uno de los principales motores de crecimiento de la eurozona para los próximos trimestres.

Rusia preocupa, pero no enciende la alerta roja en la eurozona. La incertidumbre geopolítica (Ucrania), las sanciones occidentales y la bajada del precio del petróleo han afectado muy negativamente a la economía rusa, provocando grandes depreciaciones de la moneda y caídas generalizadas en la bolsa. La sangría del rublo, que llegó a caer más de un 18% respecto al euro durante el 15 y el 16 de diciembre, precipitó la actuación del banco central ruso, que subió los tipos de interés del 9,5% al 17% en un último intento para mantener el valor de la divisa. La crisis derivada por la conjunción de los tres factores arriba mencionados conllevará una caída del PIB para 2015 mayor de la esperada. Sin embargo, el riesgo de contagio a la eurozona es contenido. Rusia supone el 2,7% del PIB mundial y, a nivel comercial, los países de la Europa del este son los que se verán más afectados. La exposición directa de los principales países occidentales de la eurozona es menor: las exportaciones a Rusia de estas economías no superan el 3% de sus exportaciones totales. A nivel bancario, la exposición de la banca europea a la banca rusa es limitada. Aun así, los efectos indirectos de la crisis rusa pueden ser importantes, por lo que su evolución se deberá seguir de cerca.

Incertidumbre política en Grecia. El fracaso de la elección presidencial ha empujado a Grecia hacia unos comicios generales el 25 de enero del 2015. El Parlamento griego no pudo formar una mayoría suficiente para escoger un nuevo presidente de la república en diciembre, y se vio forzado a disolver la Cámara y a convocar elecciones generales anticipadas. Las últimas encuestas dan la victoria a Syriza, que, de producirse, dificultaría mucho las negociaciones con la troika para finalizar el rescate con éxito en febrero. Ello podría desencadenar un nuevo foco de inestabilidad para la eurozona. Sin embargo, debido a la gran reducción de la deuda griega en los balances de los inversores privados, el riesgo de contagio es más contenido que el del episodio de tensiones de los años 2011 y 2012.

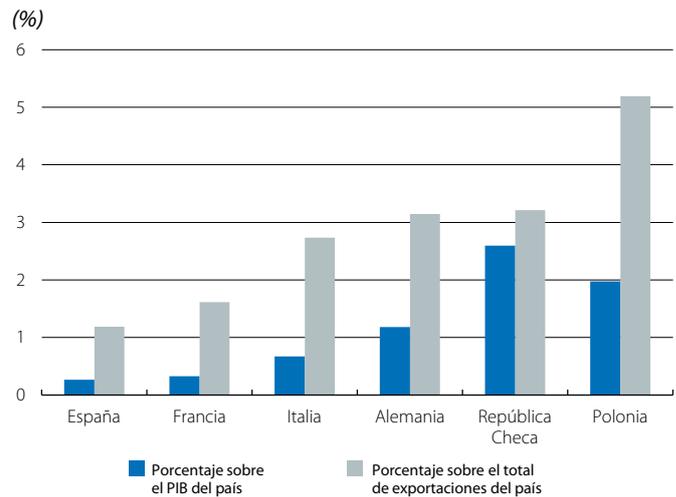
Eurozona: saldo corriente

Miles de millones de euros (acumulado de 12 meses)



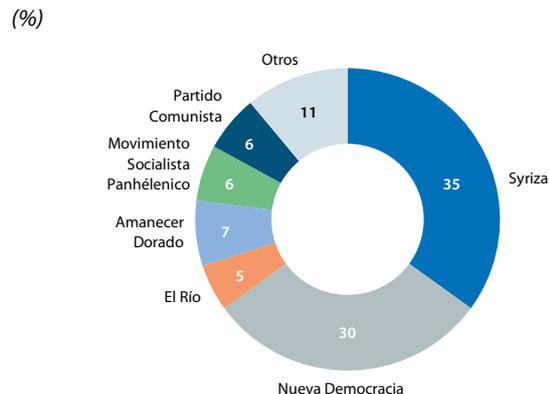
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Exportaciones de bienes de la eurozona a Rusia



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

Grecia: intención de voto *



Nota: * 13/12/2014. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Alco.

FOCUS · El plan Juncker: garantías públicas para dinamizar la inversión privada en Europa

La necesidad de incrementar la inversión en Europa ha sido señalada por varios organismos internacionales y fue analizada para el caso de las infraestructuras en el Focus del IM11 «Inversión en infraestructuras: un menú succulento, pero de consecuencias imprevisibles». Sin embargo, el margen del sector público europeo para sufragar un impulso fiscal generalizado y significativo en todos los países es limitado dado el delicado estado de las cuentas públicas. El sector privado tampoco tiene mucho margen por sí solo para financiar proyectos de inversión, ya que se encuentra aún inmerso en un proceso de desapalancamiento en un contexto de demanda débil. El objetivo del plan Juncker es aunar los esfuerzos de ambos sectores, fomentando la inversión privada en un entorno de liquidez abundante que no se está traduciendo en financiación de nuevos proyectos. ¿Lo conseguirá?

El plan prevé la creación de una nueva entidad, el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE), con un capital inicial de 21.000 millones de euros provenientes de la Comisión Europea (16.000 millones) y del Banco Europeo de Inversiones (5.000 millones). La Comisión permitirá además a los países contribuir al capital del FEIE sin que ello suponga un aumento de su déficit público. A partir de este capital inicial, se prevé emitir alrededor de 60.000 millones de euros de deuda que se utilizará como garantía para atraer 245.000 millones de euros de financiación privada, con lo que se alcanzaría un total de 315.000 millones en inversiones en tres años, equivalente al 0,8% del PIB europeo anual (véase el primer gráfico).

El Banco Europeo de Inversiones se encargará de la puesta en marcha del FEIE, que estará operativo en 2015. El tipo de inversiones que prevé financiar son proyectos a largo plazo en infraestructuras estratégicas (conexiones energéticas transfronterizas, banda ancha, etc.), de transporte, de educación o de I+D. Parte de estas inversiones se podrían llevar a cabo vía *project finance*, es decir, un mecanismo de financiación privada especialmente creado para llevar a cabo un proyecto de inversión concreto. El mercado de *project finance* por el momento está poco desarrollado en Europa en comparación con otras regiones (véase el segundo gráfico), en parte debido a las distintas legislaciones existentes en cada país, y el plan puede contribuir a impulsarlo.

El FEIE también llevará a cabo inyecciones de capital y emisión de garantías para favorecer programas de titulización de préstamos a pymes y empresas de capitalización media. De manera adicional, los recursos del FEIE se podrían invertir en los Fondos Europeos de Inversión a Largo Plazo, el marco europeo de inversión colectiva en infraestructuras y en empresas que necesitan capital a largo plazo.

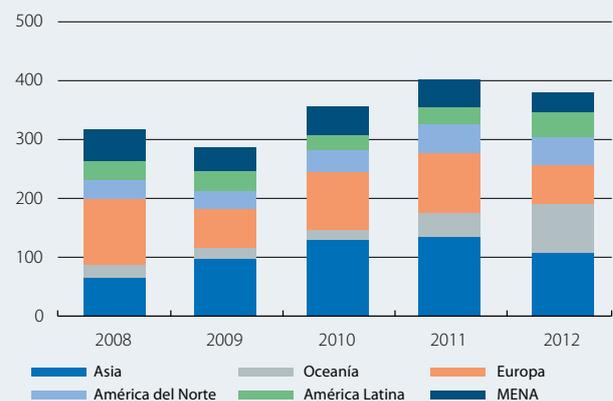
El apoyo del BEI a la asistencia técnica para la estructuración de proyectos, su implementación y su monitoreo aseguran cierta eficiencia y transparencia, aunque todavía falta por detallar cómo se seleccionarán los proyectos y qué nivel de garantías aportará el FEIE, aspectos clave para el éxito del programa. En este sentido, la atracción de inversores privados se puede ver dificultada por la escasa capacidad de absorción de pérdidas del capital público, limitada *a priori* por el ambicioso nivel de apalancamiento que pretende el FEIE. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que la emisión de garantías por parte del FEIE, aunque limitadas,

puede mejorar el perfil de riesgo de los proyectos y consecuentemente el tipo de interés requerido para financiarlo.

Así, si bien el impacto macroeconómico del plan Juncker es incierto, puede ser potencialmente significativo. Por un lado, el FEIE puede acabar financiando proyectos que se habrían realizado de todas maneras. Si esta es la tónica dominante, el impacto del programa será escaso. Otros planes de inversiones anteriores, como el plan de 120.000 millones de euros de Barroso en 2012 (*compact for growth*), no tuvieron mucho efecto. Pero si, por otro lado, se diseñan bien las garantías que puede aportar el FEIE, se podría acelerar de manera significativa la implementación de proyectos actualmente parados. Asimismo, el plan permitirá una homogeneización de la legislación a nivel europeo y una reducción de los obstáculos existentes en las diferentes regulaciones sectoriales, dinamizando las inversiones en Europa en general, y en el *project finance* en particular.

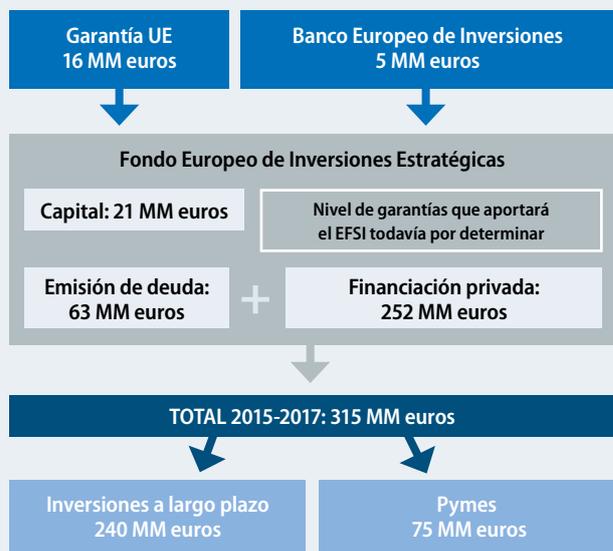
Volumen de project finance por región

(Miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BEI (2013).

Estructura del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE)



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

FOCUS · El BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE

Mario Draghi sorprendió en septiembre de 2014 con el anuncio de expandir el balance del BCE en un trillón de euros con la compra de titulizaciones de créditos y cédulas hipotecarias, y con la concesión de créditos a largo plazo a un tipo de interés muy bajo condicionados a la concesión de créditos al sector no financiero (TLTRO, por sus siglas en inglés), un compromiso que se reafirmó en la reunión de diciembre, cuando se calificó la ampliación del balance de «intención» en lugar de «expectativa». El impacto de tales anuncios fue inmediato, con una importante reducción de las rentabilidades tanto de la deuda pública y corporativa como de los tipos de interés del crédito interbancario.

Con los tres programas en marcha desde hace unos meses, ya se puede hacer un primer análisis de su efectividad. Desafortunadamente, este no es muy halagüeño: todo apunta a que al BCE le será muy difícil aumentar el balance hasta el nivel indicado con las medidas hasta ahora anunciadas. En las dos primeras TLTRO celebradas, la apelación total se ha quedado en los 212.000 millones de euros, claramente por debajo del máximo disponible, 400.000 millones de euros, y también por debajo de lo que el conjunto de analistas esperaba. Asimismo, aunque el ritmo de compras de cédulas hipotecarias es superior al que se llevó a cabo en programas anteriores de características similares (véase el gráfico correspondiente), el alcance que puede llegar a tener este último programa parece limitado. Además, todavía están pendientes de reembolso 210.000 millones de euros correspondientes a las LTRO de diciembre de 2011 y de febrero de 2012, lo que drenará liquidez.

Aparte de las crecientes dudas sobre la efectividad de las medidas que se están llevando a cabo, las incógnitas sobre el cuadro macroeconómico de la eurozona mantienen la presión sobre el BCE. Concretamente, más allá de la velocidad a la que se está recuperando la eurozona, que ya se esperaba que fuera muy lenta, es especialmente destacable el cambio que se está produciendo en las expectativas de inflación. Un cambio que difícilmente se revertirá en los próximos meses, con la probable entrada de la tasa de inflación en terreno negativo. Aunque en gran medida este descenso se deba a la caída del precio del petróleo, y no a un nuevo deterioro de la demanda interna, el temor a una situación de deflación volverá a planear sobre la eurozona.

Ante este escenario, y ante las repetidas declaraciones de varios miembros del Consejo de Gobierno del BCE, como Coeure y Praet, con las que abrían la puerta de forma más o menos explícita al anuncio de un programa de compra de deuda pública, parece difícil que en las próximas reuniones el BCE no dé un paso adelante en este sentido. Si finalmente lleva a cabo un programa de *quantitative easing* (QE), lo más probable es que opte por un programa de compra de deuda pública de unos 500.000 millones de euros, que podría durar alrededor de un año. Esta nueva medida, junto con las ya operativas actualmente, serían suficientes para aumentar el tamaño del balance del BCE

según lo anunciado. Adicionalmente, el BCE también ha abierto la puerta a la compra de deuda corporativa.

Naturalmente, un programa de estas características llevaría los tipos de interés a unos niveles ligeramente más bajos que los actuales, lo que ayudaría a afianzar el proceso de recuperación del crédito. El impacto seguramente sería más relevante en el tipo de cambio, con un euro que podría situarse claramente por debajo de los 1,20 dólares por euro. De todas formas, a estas alturas de la partida, el *shock* más importante que pueden sufrir las perspectivas de crecimiento no es el anuncio del inicio de un QE, que el mercado ya descuenta en gran medida, sino la posibilidad de que finalmente el BCE no lo anuncie.

Dada la inoperatividad del resto de instituciones comunitarias para relanzar el crecimiento, el BCE se ha convertido en prácticamente la única referencia creíble. Si defrauda las expectativas generadas, el golpe en la confianza de los hogares y los inversores puede hacer tambalear nuevamente el todavía frágil proceso de recuperación. Parece, pues, que el BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE.

Alemania: expectativas de inflación

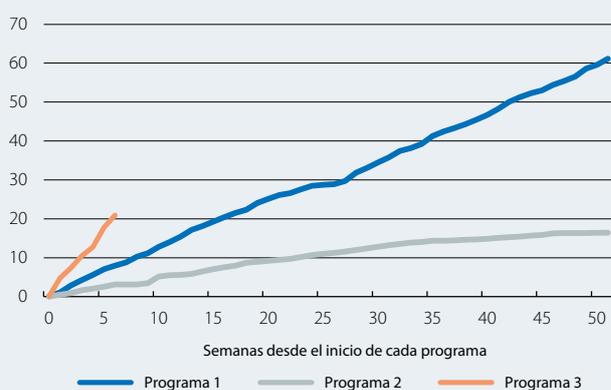
Implícita en bonos indexados a la inflación a 10 años (%)



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

Eurozona: compras de covered bonds bajo los programas del BCE

Volumen acumulado (miles de millones de euros)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,6	-0,9	0,3	1,0	1,4	1,0	1,4	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,4	-0,7	1,5	1,3	0,9	0,4	0,7	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,7	-14,4	-11,2	-7,7	-9,9	-11,1	-11,6	-10,9
Sentimiento económico	90,8	93,8	99,1	101,6	102,2	100,9	100,7	100,8	...
PMI manufacturas	46,2	49,6	51,9	53,4	52,5	50,9	50,6	50,4	...
PMI servicios	47,6	49,3	51,3	52,1	53,0	53,2	52,3	51,3	...
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,5	-0,8	-0,4	0,0	0,4	0,6	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	11,3	12,0	11,9	11,8	11,6	11,5	11,5	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,2	10,1	10,2	10,5	10,5	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,5	12,6	12,6	12,8	13,2	...	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,8	25,2	24,7	24,2	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	10/14	11/14
Saldo corriente: zona del euro¹	1,6	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,6	...
Alemania	7,1	6,7	6,7	6,8	6,8	7,2	7,5	...
Francia	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-1,4	-1,3	...
Italia	-0,5	1,0	1,0	1,3	1,3	1,6	1,7	...
España	-0,3	1,4	1,4	1,1	0,4	0,2	-0,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	97,8	101,6	103,1	103,8	103,8	101,6	99,5	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	10/14	11/14
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,3	-2,9	-3,1	-2,5	-2,0	-1,6	-1,3
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,6	0,7
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	4,1	7,9	6,6	5,9	5,2	5,9	6,3	7,1
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	-1,5	-2,5	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-16,8	-12,7	-11,6	-6,0	-1,0	0,3
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	1,6	1,6	1,4	1,3	1,1	...

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 · Buen fin de año para la economía española

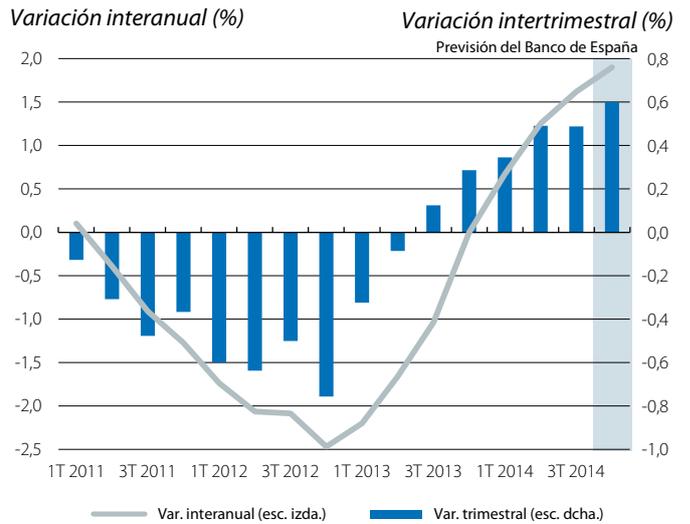
La economía española sigue creciendo a buen ritmo. Según el Banco de España, el PIB creció un 0,6% intertrimestral en el 4T. De confirmarse el dato, se cerraría el año 2014 con un avance del PIB del 1,4%. De cara al año que empezamos, las previsiones más recientes del consenso de analistas, del mes de diciembre, apuntan a un crecimiento del 1,9% para 2015. Esta cifra supone una mejora sustancial respecto a la previsión de enero de hace un año, que situaba el crecimiento para 2015 en el 1,2%. La mejora de las perspectivas a lo largo de 2014 obedece al aumento de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española, que, además, se ha visto reforzada por dos factores adicionales: la disminución del precio del petróleo, que está siendo más profunda y duradera de lo inicialmente previsto, y la mayor depreciación del euro como resultado de las actuaciones que ha llevado a cabo el BCE a lo largo del año.

Las buenas perspectivas de la economía española contrastan con el empeoramiento de la eurozona. En la segunda mitad del año, el consenso de analistas ha revisado a la baja las perspectivas de crecimiento de la eurozona para 2015, pasando del 1,6% en julio al 1,1% en diciembre. Esperamos que el BCE, ante una recuperación débil y desigual en la eurozona y el descenso de las expectativas de inflación, implemente medidas de expansión cuantitativa adicionales en el 1T 2015 (véase el Focus «El BCE se encuentra en un callejón con una única salida: el QE»). La mayor laxitud monetaria nos lleva a rebajar y aplanar las curvas de tipos de interés, lo que favorecerá las condiciones de financiación del sector público. Concretamente, hemos revisado a la baja la rentabilidad del bono español a 10 años en unos 20 p. b. en promedio para 2015 hasta el 1,6%. Con todo, dado que el aumento de la oferta monetaria tardará en tener efecto sobre la economía real, mantenemos la previsión de crecimiento del PIB en el 1,9% anual para 2015. En cambio, lo revisamos al alza para 2016 hasta el 2,2% (anterior: 2,0%), ya que esperamos que las exportaciones crezcan ligeramente más de lo anteriormente previsto a causa de la depreciación del euro. Sin embargo, mantenemos la previsión del saldo corriente, puesto que el aumento de las importaciones (por la recuperación del precio del petróleo prevista para 2016) actuará en sentido contrario.

Los indicadores de oferta muestran un buen tono. El índice PMI de manufacturas subió con fuerza en noviembre y alcanzó el nivel más alto desde marzo de 2007. Asimismo, la producción industrial aumentó un 1,2% interanual en octubre. El PMI de servicios, en cambio, corrigió parte de los avances de los últimos meses y se situó en los 52,7 puntos, pero continúa en una cómoda zona expansiva. La misma lectura de recuperación sostenida otorgan las cifras de facturación de las empresas y de los pedidos industriales, que se situaron en tasas de crecimiento positivas en octubre (del 2,0% y del 3,7% interanual, respectivamente). Uno de los principales sectores de la economía española, el del automóvil, siguió mostrando su fortaleza (las matriculaciones aumentaron un 17% interanual en noviembre y la facturación un 9,1% en octubre).

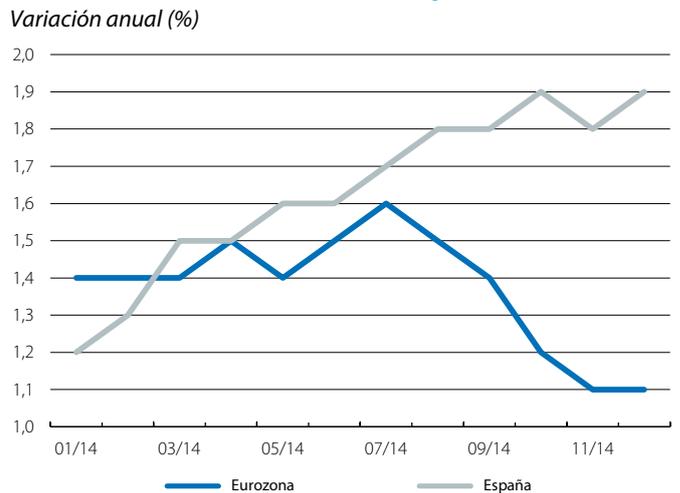
Balance positivo de la ocupación. La cifra de afiliados a la Seguridad Social creció en noviembre por encima de lo previsto (95.040 en términos desestacionalizados). Este notable incre-

Crecimiento del PIB



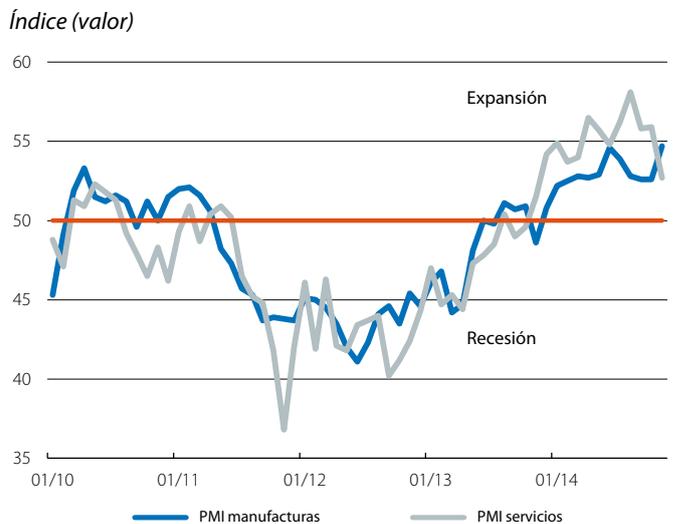
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Banco de España.

Evolución de las previsiones de crecimiento del PIB del Consenso de Analistas para 2015



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

Indicadores de actividad



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

mento se debió al impulso del sector servicios, que lleva meses creando empleo, y también a que la mejora de la industria y de la construcción se está afianzando. A juzgar por las expectativas de creación de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la recuperación del mercado laboral mantendrá el ritmo durante los próximos meses. En promedio, las expectativas fueron mejores que en el 3T y cabe señalar que el avance fue muy significativo en el sector de la construcción, una muestra más de que el mercado inmobiliario se está estabilizando. En este sentido, destaca el aumento de los visados de obra nueva, del 2% interanual en septiembre, la primera tasa positiva desde julio de 2007. Ello debería mejorar la evolución del número de viviendas iniciadas en el último trimestre del año. Asimismo, también hay signos de recuperación de la demanda del sector inmobiliario. Así, en octubre, la compraventa de viviendas creció un 16,0% interanual (13,7% en septiembre).

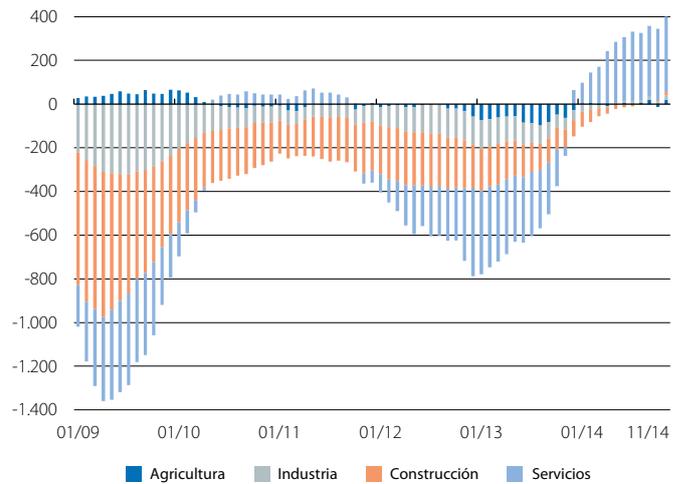
La moderación salarial se mantiene. En el 3T 2014, los costes salariales crecieron un 0,1% intertrimestral según el índice de costes laborales armonizado (0,4% en el 2T y -0,1% en el 1T). Por tanto, los datos de la encuesta corroboran que continúa el ajuste salarial, tal y como mostraron las cifras de la contabilidad nacional del mes pasado. El aumento moderado de los salarios pactados en convenio en noviembre, del 0,6% interanual, apuntan a que la contención salarial se mantendrá en los próximos trimestres. Además, dado que en 2015 la inflación será significativamente más baja de lo previsto anteriormente, no habrá presiones para aumentar los salarios por esta vía. Por este motivo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la remuneración por asalariado para el 2015, lo que permitirá seguir ajustando los costes laborales unitarios pero sin que se pierda poder adquisitivo. El consumo, además, se verá reforzado por la mejora de la renta disponible de las familias gracias al crecimiento del empleo y a la rebaja del IRPF introducida en la reforma tributaria.

El petróleo no da tregua al IPC. En noviembre, la inflación cayó hasta el -0,4% como resultado, sobre todo, de la contracción del precio de los productos energéticos, tanto del petróleo como de la electricidad, y de los alimentos frescos. En contraposición, la inflación subyacente sigue estancada desde mayo entre el 0,0% y el -0,1%. De cara a los próximos meses, se espera que la inflación general siga en tasas negativas, ya que la caída del precio del petróleo está siendo más intensa y duradera de lo inicialmente previsto. De hecho, el avance del IPC del mes de diciembre sitúa la inflación en el -1,1%, una tasa negativa que no se registraba desde 2009, también por la contracción del precio del petróleo. Sin embargo, mientras que ahora el descenso de los precios del petróleo se debe mayoritariamente a factores de oferta, en 2009 fueron de demanda, resultado de la recesión mundial. En cualquier caso, la trayectoria bajista de los precios del petróleo (-48,6% interanual a final de año) obliga a hacer una importante revisión a la baja de la inflación en 2015, del 0,9% al 0,3%.

Signos de mejora en el sector exterior después de un primer trimestre débil. En octubre, las exportaciones de mercancías crecieron significativamente, un 4,1% interanual. Si tomamos el promedio de los últimos tres meses, el aumento se sitúa por encima del ocurrido en la primera mitad de año, aunque se ha moderado ligeramente. Por tanto, las exportaciones siguen avanzando, aunque de momento no puedan compensar la fortaleza de las importaciones, que se han visto

Evolución del empleo

Variación interanual (miles)



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

Coste salarial por hora

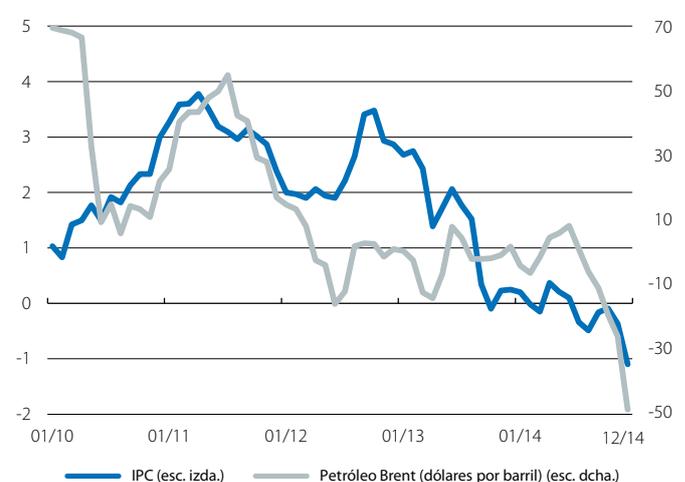


Nota: Datos corregidos de variación estacional.

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

IPC y precio del petróleo

Variación interanual (%)



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

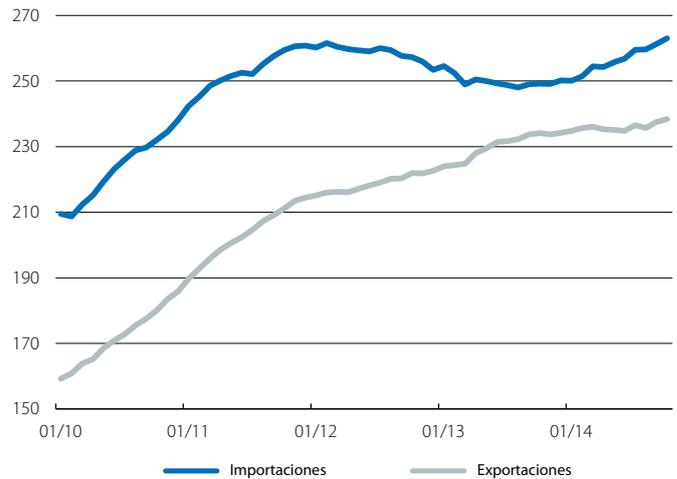
apoyadas por la recuperación del consumo y la firmeza de la inversión en bienes de equipo. En cuanto a la exportación de servicios, el aumento del número de visitantes extranjeros en noviembre, del 2,9% interanual, debería contribuir a compensar parte del déficit en el saldo de bienes y rentas. El buen pulso de los mercados emisores, excepto el ruso, que cayó un 32,6% pero todavía representa un porcentaje pequeño del total (1,3%), permite que se mantengan unas perspectivas favorables para el sector.

La AIReF alerta del riesgo de incumplimiento del objetivo de déficit de las comunidades autónomas en 2014. La desviación estimada, de más de tres décimas respecto al objetivo del 1%, se debe, en gran medida, al elevado peso de los gastos financieros por intereses así como a una ejecución de gastos superior a la presupuestada y a desviaciones en los ingresos. Dado que ahora ya se prevé una desviación importante para el 2014, la AIReF insta a que se tomen medidas preventivas en siete comunidades para asegurar el cumplimiento del objetivo del déficit en 2015, del 0,7% del PIB. En concreto, según dicho organismo, la desviación será muy probable y elevada (déficit superior al 2,0% del PIB) en Extremadura, Cataluña, Valencia y Murcia; y muy probable pero menor (déficit superior al 1,3% del PIB) en Castilla-La Mancha, Andalucía y Baleares. El informe de la AIReF se enmarca dentro del debate sobre el sistema de financiamiento autonómico y la necesidad de reformarlo. En este contexto, el Consejo de Ministros del 26 de diciembre aprobó un real decreto para ayudar a la financiación de las comunidades autónomas y las corporaciones locales a corto plazo. Concretamente, se establecen nuevos fondos de financiación a un tipo de interés del 0% para 2015. Este tipo de interés se mantendría durante dos años más para aquellas comunidades que cumplan con el objetivo de déficit o para las incumplidoras que presenten un plan de ajuste para lograrlo. Por otro lado, la deuda del sector público aumentó de nuevo y alcanzó el 96,8% del PIB en el 3T 2014 (96,4% en el 2T). La recuperación económica y el ajuste fiscal previstos permitirán que la deuda del sector público se estabilice en 2016 en torno al 101% del PIB. A partir de 2017 se espera que empiece a disminuir de forma muy gradual.

Evolución favorable del sector bancario. Si bien el saldo vivo de crédito continúa en niveles históricamente bajos y la morosidad sigue siendo elevada, las cifras más recientes muestran una clara mejoría en uno y otro ámbito, aunque esta todavía no sea generalizada en todos los segmentos. Así, en octubre, el crédito al consumo y para la adquisición de viviendas aumentó significativamente, lo que, de seguir así, respaldará la recuperación del consumo y del sector inmobiliario. En cuanto a la financiación empresarial, el nuevo crédito a pymes continuó creciendo, un 14,3% anual (acumulado de enero a octubre). Por el contrario, la nueva concesión a grandes empresas registró una caída y sigue muy alejada de los niveles de 2013. No obstante, parte de la caída se debe a la sustitución de financiación bancaria por otras fuentes como los mercados de capitales. Por otro lado, la tasa de morosidad descendió de nuevo en octubre, hasta el 12,9%. Aun así, el desglose correspondiente al 3T muestra la distinta evolución por segmentos con caídas de la morosidad, por ejemplo, en el crédito a los hogares para la compra de vivienda, y aumentos, en cambio, en el crédito a los hogares para el consumo.

Balanza de bienes

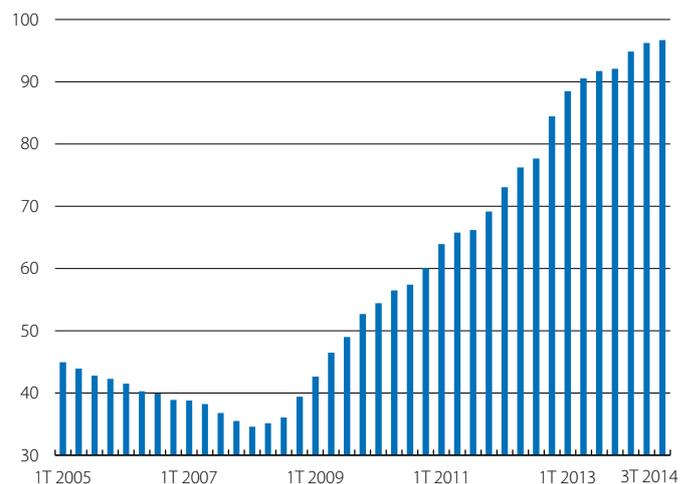
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Deuda pública bruta

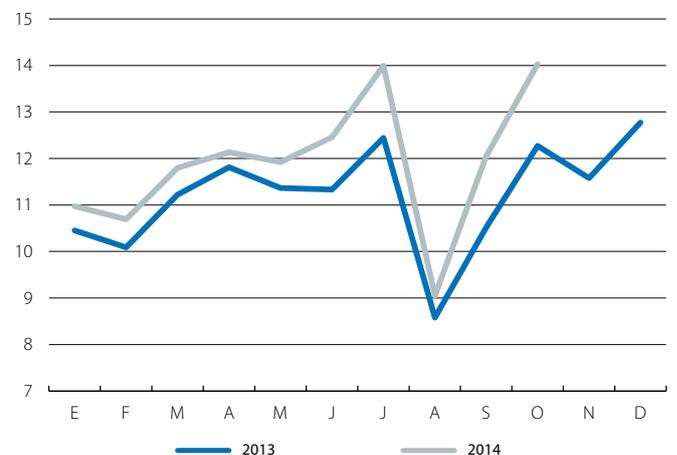
(% del PIB)



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

Nueva concesión de crédito a pymes *

(Miles de millones de euros)



Nota: * Créditos inferiores a un millón de euros.

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

FOCUS · Desfragmentación financiera en la eurozona: aún queda camino por recorrer

Las condiciones de financiación de los diferentes países de la eurozona poco a poco van convergiendo. Muestra de ello es la reducción del diferencial de tipo de interés de los nuevos préstamos de menos de un millón de euros, los más utilizados por las pymes, entre los países del centro y la periferia. Según los datos más recientes, del mes de octubre, dicho tipo de interés era, en promedio, del 4,6% en la periferia (4,2% en España) y del 2,7% en el centro, lo que supone un diferencial de 2,0 p. p. (véase el primer gráfico). En el punto álgido de la crisis de la deuda soberana de la eurozona, este diferencial llegó a ser de algo más de 2,7 p. p. El anuncio del programa OMT¹ en verano de 2012 por parte del BCE, junto con el compromiso de hacer todo lo que fuera necesario para garantizar la continuidad del euro, marcó un punto de inflexión e impidió que la fragmentación fuera a más. Desde entonces, el proceso de reintegración ha avanzado notablemente. Las mejoras se observan en muchos segmentos: las *yields* de la deuda soberana de los países periféricos se encuentran en mínimos históricos, los tipos de interés de los bonos corporativos y bancarios han convergido sustancialmente y la fragmentación de los flujos financieros transfronterizos ha disminuido. No obstante, las diferencias entre países aún siguen siendo importantes, sobre todo si se comparan con las condiciones de acceso al crédito antes de la crisis de deuda soberana, cuando el diferencial de tipos de interés era prácticamente nulo y el crédito fluía con mayor facilidad entre países.²

El proceso de convergencia, por lo tanto, debe seguir. De nuevo, el BCE está destinado a jugar un papel importante. En este sentido, las medidas anunciadas en los últimos meses deberían ayudar a relajar aún más las condiciones monetarias en la eurozona. Sin embargo, la baja apelación a las dos primeras TLTRO (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico) y las compras de titulaciones de créditos (ABS) y de cédulas hipotecarias podrían ser insuficientes para conseguir dicho objetivo.

La mejora de las perspectivas de crecimiento en la periferia también ha contribuido a reducir la fragmentación financiera. Durante el último año, los analistas revisaron al alza las previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 de los países periféricos, incluyendo España (véase el segundo gráfico). La recuperación económica de estos países ha conllevado una mejora de la calidad crediticia de los demandantes de crédito y, en consecuencia, una relajación de las condiciones de acceso al mismo.

Más allá del impulso que proporcionan la política monetaria y el crecimiento a corto y medio plazo, es imprescindible

1. Programa de compras ilimitadas de deuda soberana en el mercado secundario, transacciones monetarias directas (OMT, por sus siglas en inglés).
2. Con todo, es de esperar que en equilibrio persista cierto diferencial.

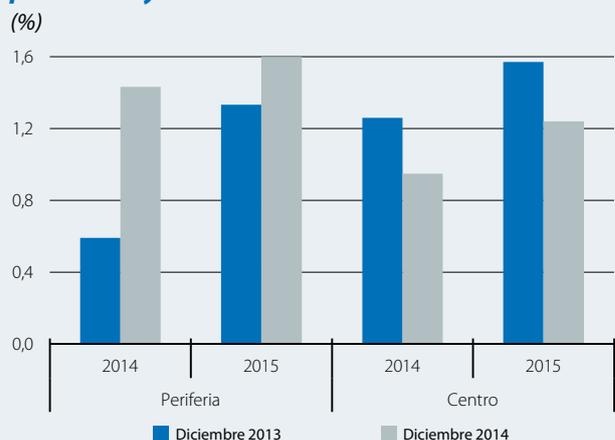
ble progresar en el plano institucional para lograr una integración financiera duradera. En este sentido, son muy positivos los avances hacia la unión bancaria, tanto en materia de supervisión como de resolución. Esta nueva arquitectura ha contribuido a reforzar la credibilidad del sector bancario y a romper el vínculo entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, causante inicial de la fragmentación financiera. Pero esto no es suficiente. En una unión monetaria es indispensable establecer mecanismos que permitan una mayor coordinación de las políticas económicas y una compartición de riesgos efectiva, unos mecanismos que, para que se legitimen, deben ir acompañados de un mayor grado de integración política. En definitiva, para que el crédito vuelva a fluir en igualdad de condiciones a todas las economías de la eurozona, es necesario seguir avanzando hacia una unión económica y monetaria genuina, tal y como se establecía en la hoja de ruta acordada en los peores momentos de la crisis de deuda soberana.

Tipo de interés de los préstamos bancarios inferiores a un millón de euros



Nota: El centro incluye Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos y Luxemburgo, y la periferia, Chipre, España, Grecia, Irlanda y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE y de Eurostat.

Evolución de las previsiones de crecimiento para 2014 y 2015



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

FOCUS · Salarios, productividad y competitividad

Una de las buenas noticias en materia económica de los últimos años es la mejora de la competitividad que ha experimentado la economía española. Los costes laborales unitarios (CLU) respecto a los socios comerciales de la eurozona (la referencia más utilizada para analizar la evolución de la competitividad en los precios) se sitúan ya en niveles de los años 2000. Sin embargo, ahora que la actividad empieza a recuperarse, la incógnita que surge es si la mejora de la competitividad respondió a factores temporales ligados al ciclo económico o si, por el contrario, es resultado de un cambio de fondo de la economía española. Un breve análisis de los factores que determinan la evolución de los CLU ofrece pistas interesantes.

Entre el año 1999 y el 2007, la remuneración nominal por asalariado para el conjunto de la economía creció significativamente (3,5% anual en promedio), muy por encima de la productividad (0,3% anual). Como resultado, los CLU aumentaron de forma notable (véase el segundo gráfico), muy por encima de los incrementos registrados por los socios comerciales, lo que mermó la competitividad.¹ Por sectores, los incrementos salariales y el avance de la productividad no mostraron ninguna relación entre sí. Esto es, durante esta etapa, en promedio, los salarios crecieron de forma similar en todos los sectores independientemente de las ganancias de productividad acaecidas en cada uno de ellos (véase el tercer gráfico).

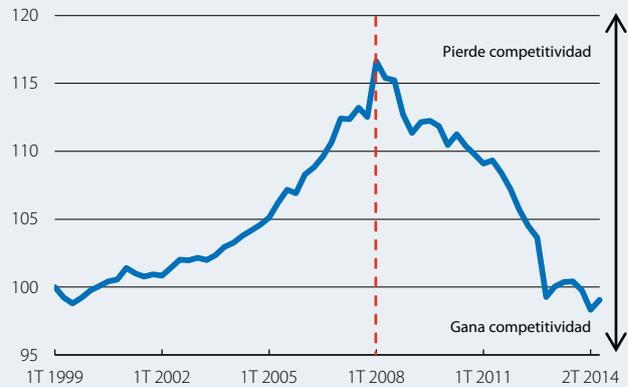
El patrón cambió significativamente durante la recesión. Inicialmente, la mayor caída de la ocupación respecto a la del PIB hizo que aumentara notablemente la productividad, lo que empujó los CLU a la baja. A partir de 2010, a este proceso se sumó una evolución de los salarios mucho más contenida. Como se aprecia en el segundo gráfico, este segundo factor también tuvo un papel relevante en la reducción de los CLU. Además de la contención salarial, que se observa de forma relativamente generalizada en todos los sectores, parece que el proceso de fijación de salarios también ha cambiado: desde el inicio de la recesión es más acorde a la evolución de la productividad en cada sector. Así lo muestra el tercer gráfico, en el que se puede apreciar que es en los sectores en los que el crecimiento de la productividad ha sido mayor donde más han subido los salarios. En cambio, en los sectores con un menor aumento de la productividad, el avance salarial también ha sido más limitado.

La mayor correspondencia que se observa entre la evolución de los salarios y de la productividad sugiere que los cambios que se han producido en el sistema de fijación de salarios son de fondo y que, por tanto, se mantendrán durante los próximos años. Y es importante que así sea, ya que son imprescindibles para que la economía española pueda afrontar con garantías los dos grandes retos que todavía tiene pendientes: seguir ganando competitividad para asegurar superávits de la cuenta corriente que permitan reducir la deuda externa, y aumentar el ritmo de creación de empleo.

1. La productividad del factor trabajo es el cociente entre el valor añadido bruto en términos constantes (VAB) y el empleo equivalente a tiempo completo (EETC): VAB/EETC. Los costes laborales unitarios (CLU) son el cociente entre la remuneración nominal por asalariado (w) y la productividad (VAB/EETC). Utilizamos la remuneración nominal por asalariado en lugar de la real por la dificultad de obtener índices de precios por sectores.

Evolución de los costes laborales unitarios respecto a la zona del euro

Índice (1999 = 100)



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

Descomposición de los costes laborales unitarios

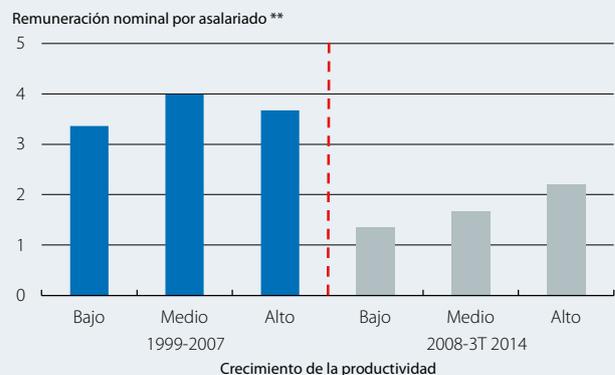
Variación interanual (%)



Nota: * Valores positivos indican pérdida de productividad, y viceversa.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Relación entre productividad y salarios *

Variación interanual (%)



Remuneración nominal por asalariado **
Crecimiento de la productividad
Notas: * Bajo se refiere a tasas de crecimiento de la productividad negativas; medio, a tasas entre el 0% y el 2%; y alto, superiores al 2%. ** Promedio entre sectores según productividad. Códigos del CNAE-2009 (B+C), F, (G+H+I), J, K, L, (M+N), (O+P+Q) y (R+S).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

FOCUS · Sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones

El desequilibrio de las cuentas de la Seguridad Social ha ido aumentando desde 2010. De hecho, se prevé que la brecha entre ingresos y gastos sea del 1,0% del PIB en 2014. El Gobierno dispuso de 14.000 millones de euros del Fondo de Reserva de la Seguridad Social en 2014 para hacer frente al pago de las pensiones y prevé en los Presupuestos de la Seguridad Social utilizar 8.500 más en 2015.

Esta situación viene dada tanto por el descenso de las cotizaciones sociales, de carácter más coyuntural, como por el aumento del gasto en pensiones, más estructural y debido tanto al mayor número de pensionistas como al aumento del importe de la pensión media. Una muestra del envejecimiento de la población española es que el número de pensionistas ha pasado de 7,7 millones en 2008 a 8,4 en el 3T 2014. Asimismo, el importe de la pensión mensual media aumentó de 725 euros en 2008 hasta 877 euros en 2014, superando los 1.000 euros en el caso de las pensiones de jubilación contributivas (véase el primer gráfico).

Las reformas del sistema de pensiones aprobadas recientemente deberían aumentar la sostenibilidad del sistema. Concretamente, la reforma de 2011 ayuda a contener el gasto en pensiones al aumentar progresivamente la edad de jubilación de 65 a 67 años y el número de años incluidos en la cuota de 15 a 25. Dado que su implementación está diferida en el tiempo, el impacto tardará en observarse.

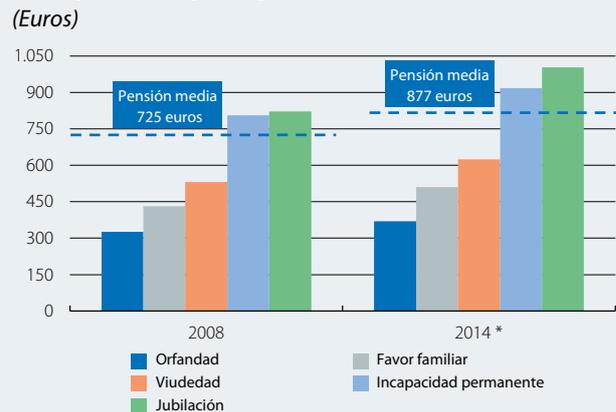
La reforma de 2013 también introduce elementos que deberían ayudar a reequilibrar las cuentas de la Seguridad Social. En primer lugar, añade un factor de equidad generacional que tiene en cuenta la esperanza de vida en el cálculo de las pensiones (se implementará a partir de 2019). Asimismo, añade un factor de revalorización anual de las pensiones que empieza a aplicarse por primera vez en 2015. Este índice modula la revalorización de las pensiones en función de los flujos presupuestarios de la Seguridad Social y el ciclo económico, buscando un equilibrio a medio plazo entre ingresos y gastos, aunque establece también un incremento mínimo (0,25%) y uno máximo (inflación +0,5%). Para 2015, el resultado de la determinación del Índice de Revalorización de las Pensiones que equilibraría ingresos y gastos estaría por debajo del 0,25% según cálculos de la AIReF. Así pues, el Gobierno ha aplicado la subida mínima establecida por ley (0,25%), resultado que, dadas las perspectivas económicas a medio y largo plazo, es probable que se repita los próximos años.

La evolución prevista a medio plazo (2015-2020) de ingresos y gastos de la Seguridad Social muestra cómo la brecha debería cerrarse gradualmente (véase el segundo gráfico). Los mecanismos adoptados permiten, pues, un cierto ajuste. Sin embargo, la AIReF ha dado un toque de

alerta sobre las previsiones de ingresos del Gobierno para dicho período, que encuentra demasiado optimistas (las de gasto parecen más realistas ya que son más fáciles de prever). Además, su cálculo, que modeliza la evolución de las cotizaciones sociales así como el número de pensiones y la tasa de sustitución entre pensiones salientes y entrantes, revela necesarios unos ingresos adicionales equivalentes al 1,0% del PIB anual durante 2015-2020.

En resumen, si bien las reformas ayudan a la sostenibilidad del sistema, la brecha entre ingresos y gastos no se elimina completamente. El Gobierno prevé conseguir más ingresos con la introducción de las retribuciones en especie, el nuevo sistema de liquidación directa (CRETA) y la lucha contra el fraude (medidas previstas en los Presupuestos de la Seguridad Social para 2015). El balón aún está en juego.

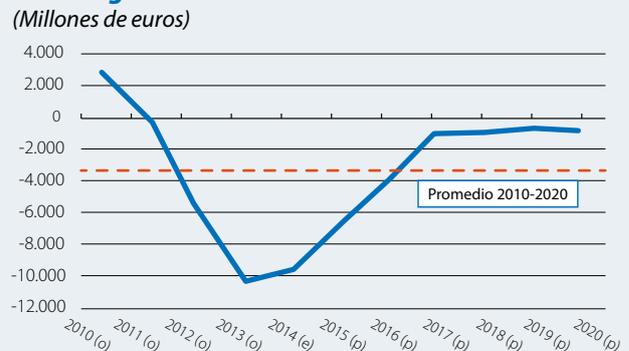
Evolución del importe mensual medio de la pensión, por tipo



Nota: * Diciembre de 2014.

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

Diferencia entre ingresos y gastos de la Seguridad Social



Nota: (o) Observado; (e) estimado; (p) proyectado. Incluye ingresos y gastos del sistema contributivo de la Seguridad Social.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la AIReF y del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

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	10/14	11/14
Industria								
Consumo de electricidad	-2,2	-2,2	0,1	-0,4	0,8	0,3	-1,0	-0,9
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	1,1	1,5	2,6	0,6	0,9	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-11,6	-9,1	-8,2	-5,7	-6,0	-4,0
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	50,1	52,5	53,4	53,1	52,6	54,7
Construcción								
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-6,5	-8,9	14,4	26,5	15,6	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,8	-9,3	6,5	7,8	16,0	...
Servicios								
Turistas extranjeros	2,0	5,6	10,8	8,1	7,8	7,6	7,8	2,9
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	51,8	54,2	55,7	56,7	55,9	52,7
Consumo								
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	0,4	-0,1	0,7	0,4	0,7	2,3
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	22,6	11,8	23,2	17,0	26,1	17,4
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-19,4	-11,8	-6,1	-7,9	-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	10/14	11/14
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-2,5	-1,3	0,0	0,6	0,6	0,9
Construcción	-17,0	-12,1	-7,9	-5,3	-2,3	-0,5	0,5	1,6
Servicios	-1,7	-2,0	-0,4	1,1	2,2	2,6	2,7	2,8
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-1,8	0,1	1,4	1,9	1,9	2,5
No asalariados	-1,4	-0,6	0,4	1,4	2,3	2,5	2,6	2,5
TOTAL	-3,4	-3,2	-1,4	0,4	1,5	2,0	2,0	2,5
Población ocupada²	-4,3	-2,8	-1,2	-0,5	1,1	1,6	...	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	29,7	-14,2	-2,1	6,8	24,0	21,5	24,7	25,1
Temporales	-4,0	6,4	15,0	19,4	14,2	11,1	6,2	10,5
TOTAL	-1,6	4,0	13,5	18,2	15,0	11,8	7,6	11,6
Paro registrado³								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-8,0	-9,4	-10,9	-5,5	-6,9	-7,8
Resto de edades	11,7	3,7	-1,2	-3,7	-5,9	-5,9	-5,8	-6,0
TOTAL	10,9	2,7	-1,8	-4,2	-6,4	-5,9	-5,9	-6,2

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	10/14	11/14	12/14
General	2,4	1,4	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-1,1
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	1,7	1,2	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-1,0	2,4	-0,2	-1,1	-3,2	...

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	09/14	10/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	0,8	3,2	-2,0	4,8	9,6	4,1
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	2,0	7,0	3,7	7,3	7,5	7,7
Saldo corriente¹	-3,0	15,1	15,1	11,2	3,5	0,1	0,1	-1,5
Bienes y servicios	16,5	35,7	35,7	33,6	28,9	26,7	26,7	25,6
Rentas primarias y secundarias	-19,4	-20,6	-20,6	-22,4	-25,5	-26,6	-26,6	-27,0
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación¹	2,3	22,0	22,0	18,3	9,9	6,0	6,0	4,2

Nota: 1. Datos procedentes del Banco de España con nueva metodología para la balanza de pagos (MBP6).

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	10/14	11/14
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	-2,9	-3,3
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-1,5	-0,3	-1,1	-1,1	-1,3	...
Corporaciones locales	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	-	...
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	96,4	96,8	-	...

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	Saldo 10/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-4,3	-8,2	-7,9	-6,4	-5,7	-5,1	-4,8	-5,2	1.715,1
Empresas no financieras	-4,7	-10,6	-9,7	-6,9	-6,1	-5,1	-4,9	-5,6	961,7
Hogares ³	-3,8	-5,0	-5,5	-5,6	-5,2	-5,0	-4,7	-4,7	753,4
Administraciones públicas ⁴	15,0	16,8	13,0	8,5	6,6	5,9	6,1	6,2	1.017,0
TOTAL	0,6	-1,1	-1,6	-1,5	-1,6	-1,3	-1,0	-1,8	2.718,5
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	-1,7	1.155,7
A la vista	0,2	4,2	8,1	7,4	7,4	13,6	13,5	12,8	311,3
De ahorro	-2,8	-0,1	1,4	3,8	5,9	6,9	7,1	6,4	211,2
A plazo	-6,7	1,7	0,2	-3,6	-6,1	-9,4	-10,0	-10,2	612,2
En moneda extranjera	-4,0	16,8	-0,1	-1,1	0,1	0,3	0,5	6,1	21,1
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-12,7	-11,1	-8,3	-6,8	-10,7	-6,7	117,0
TOTAL	-5,7	-0,2	0,5	-1,1	-1,6	-1,7	-2,3	-2,2	1.272,7
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	13,6	13,4	13,1	13,0	13,0	12,9	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	58,0	58,6	59,4	59,1	59,1	59,3	-

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.

RAZÓN Y EMOCIÓN EN LA TOMA DE DECISIONES

La formación de los precios en los mercados financieros: entre la razón y la emoción

A lo largo de la vida se nos plantean un sinnúmero de disyuntivas que abordamos, en muchos casos, prácticamente de forma automática. Otras elecciones, más complejas, requieren mayor atención. Entender el proceso de decisión existente detrás de cada una de nuestras elecciones entre, por ejemplo, consumir o ahorrar, invertir en renta fija o variable o, incluso, adquirir o alquilar una vivienda es una tarea compleja a la vez que clave para el desarrollo de la economía financiera. La irrupción durante las últimas décadas del siglo XX de las finanzas conductuales (*behavioral finance* en inglés) ha permitido incorporar conceptos propios de la psicología para describir cómo los agentes tomamos las decisiones. Esta corriente contrasta con el paradigma financiero clásico existente hasta el momento, basado en la racionalidad. Ambas disciplinas han permitido avanzar significativamente en la comprensión del proceso de formación del precio de los activos. Un conocimiento que, ante las voces que alertan sobre la posible formación de burbujas en algunos activos en la actualidad, puede ser de gran ayuda.

La concesión, en 2013, del Premio Nobel de Economía a tres autores con aproximaciones muy distintas a la valoración de los activos como son Eugene Fama, Robert Shiller y Lars Peter Hansen, pone de manifiesto su importancia dentro de la teoría financiera. El primero de ellos, Fama, puede considerarse una de las voces más reputadas entre los partidarios del paradigma tradicional. Este marco teórico define a los agentes económicos como agentes racionales, esto es, que procesan de forma correcta la información disponible en los mercados y, en base a esta, toman decisiones óptimas. Bajo este marco, Fama acuñó, en 1970, el concepto de mercado eficiente, definiéndolo como «aquel mercado en el que los precios siempre reflejan completamente la información disponible».¹ En otras palabras, en un mercado eficiente, el precio de los activos siempre equivale a su valor fundamental, entendido como el descuento a fecha de hoy de todos los pagos esperados en el futuro. El motivo es sencillo: cualquier desviación del precio de los activos respecto de este valor fundamental representa una oportunidad de arbitraje (esto es, de generar ganancias sin asumir riesgo alguno) para los inversores racionales y estos, al ejercerla, retornan inmediatamente el precio hasta su nivel de equilibrio.

El principal logro de la teoría financiera tradicional ha sido su capacidad de explicar, a partir de un marco conceptual relativamente sencillo, algunas de las fuerzas que subyacen en el mecanismo de formación de los precios de los activos. Un claro ejemplo de ello es el Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros (CAPM por sus siglas en inglés) desarrollado por Sharpe en 1964.² Dicho modelo permite entender, de forma muy intuitiva, la disyuntiva que afronta cualquier inversor entre rendimiento y riesgo de una cartera, de tal modo que solo puede aumentar el primero si está dispuesto a asumir un mayor riesgo asociado.

No obstante, la evidencia empírica ha demostrado que el paradigma racional presenta notables limitaciones a la hora de dilucidar el comportamiento observado del precio de los activos. Uno de los primeros autores en exponer estas dificultades fue, en 1981, el también laureado Robert Shiller, quien demostró la incapacidad de los modelos tradicionales para explicar la elevada volatilidad existente en los índices bursátiles.³ Este estudio es considerado, por muchos economistas, el inicio de las finanzas conductuales. Desde entonces, numerosas publicaciones han identificado episodios en los que el precio de los activos se ha desviado significativamente respecto de su valor fundamental, poniendo en entredicho la validez general del paradigma financiero tradicional. En este sentido, la primera década del siglo XXI proporciona innumerables ejemplos de estas desviaciones, con la aparición de una burbuja en el precio de las empresas tecnológicas primero y en el de las viviendas de algunos países desarrollados después.

Los avances observados durante las últimas décadas han erigido a las finanzas conductuales como una posible alternativa a la teoría financiera clásica a la hora de explicar el proceso de formación del precio de los activos. Su principal elemento diferenciador respecto al paradigma tradicional es la relajación de los estándares de racionalidad de los agentes. Para ello, identifica varias disfunciones cognitivas que afectan al proceso de toma de decisiones de los individuos. Una primera se deriva de la teoría prospectiva, basada en los estudios empíricos realizados por Kahneman y Tversky acerca del proceso de decisión de los individuos en situaciones de incertidumbre.⁴ De acuerdo con sus hallazgos, los individuos evalúan de forma muy distinta las pérdidas y las

1. Véase Fama, E. F. (1970) «Efficient Capital markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance*.

2. Sharpe, W. F. (1964) «Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of Finance*.

3. Véase Shiller, R. J. (1981) «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?», *American Economic Review*.

4. Kahneman, D. y Tversky, A. (1979) «Prospect Theory: An analysis of decision under risk», *Econometrica*.

ganancias potenciales. En particular, presentan una tendencia natural a evitar perder antes que a ganar beneficios (también conocida como aversión a las pérdidas). Otras disfunciones responden a la tendencia de los individuos a sobreestimar sus capacidades a la hora de hacer proyecciones futuras (exceso de confianza) o a seguir las estrategias de la multitud sin plantearse si estas son lógicas (*herding* o comportamiento de rebaño).⁵

Sin embargo, la existencia de disfunciones cognitivas no es suficiente para explicar las desviaciones en el precio de los activos. En efecto, como se ha mencionado anteriormente, a pesar de que la gran mayoría de los agentes presenten sesgos a la hora de tomar decisiones, la existencia de agentes racionales en los mercados podría devolver los precios a niveles fundamentales. En consecuencia, para que los sesgos en la toma de decisiones de los agentes se traduzcan en desviaciones del precio de los activos respecto a su valor fundamental es necesario que existan límites a la capacidad de arbitraje de los agentes racionales. La literatura económica identifica numerosos ejemplos. Uno de ellos es que los mercados no son completos, de forma que el inversor no encuentra qué activos pueden ayudarle a implementar la estrategia de arbitraje sin que incorporen riesgos adicionales. En otras ocasiones, el coste del arbitraje es elevado, bien por el coste operativo de realizar las operaciones en los mercados o por el coste que supone obtener el conocimiento necesario para llevar a cabo el arbitraje. Un último elemento que ayuda a explicar los límites existentes al arbitraje se resume en la frase de John Maynard Keynes: «El mercado puede permanecer irracional más tiempo del que usted pueda permanecer solvente». En otras palabras, en caso de que la desviación en el precio del activo se mantenga durante un periodo excesivamente prolongado, la estrategia de arbitraje puede acarrear considerables pérdidas para el arbitrajista que, finalmente, puede optar por no llevarla a cabo.

Desviación de la valoración relativa entre Royal Dutch y Shell



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de «The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies».

racionales? No. De hecho, numerosos *hedge funds* trataron de explotar las posibilidades de arbitraje entre ambas empresas. Sin embargo, el mantenimiento de las desviaciones en niveles elevados entre 1993 y 1999 supuso, para la mayoría de ellos, la asunción de pérdidas ingentes.

En definitiva, a pesar de tratarse de una disciplina todavía muy joven, las finanzas conductuales han contribuido a explicar las desviaciones en los precios de los activos respecto a sus valores fundamentales. No obstante, parece difícil que substituyan completamente el paradigma de la teoría financiera tradicional. Todo apunta a que, por tanto, ambas teorías están obligadas a entenderse, no en vano emoción y razón forman parte de la naturaleza de los seres humanos.

Joan Daniel Pina

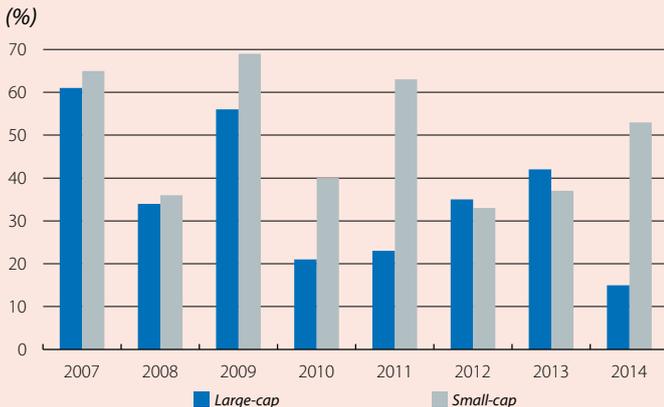
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

5. Para más información, véase el artículo «Gestión de carteras: de la teoría a la práctica» del Dossier de este mismo Informe.

Gestión de carteras: de la teoría a la práctica

La gestión de carteras es una cuestión eminentemente práctica. Pero de una u otra forma, tanto los inversores particulares como los profesionales (a quienes con cada vez más frecuencia se delega la gestión) parecen dar por buena la frase de que no hay nada más práctico que una buena teoría. En efecto, la valoración de los activos financieros (*asset pricing*) y la elección de cartera (*portfolio choice*) están entre las parcelas de la ciencia económica en las que las aportaciones teóricas alcanzan mayor repercusión fuera de las fronteras del ámbito académico. Como no podría ser de otra manera, a lo largo del tiempo se han ido postulando diversas teorías, en algunos aspectos contradictorias y en otros complementarias. Hoy coexisten sin un predominio claro de unas sobre las otras, dando sustento conceptual a diversas formas de abordar la gestión. La dicotomía entre las estrategias pasivas (*passive management*) y las estrategias activas (*active management*) constituye probablemente la gran línea divisoria.

EE. UU.: proporción de fondos de inversión que batan a su índice de referencia *



Nota: * La categoría Large-cap contiene empresas de gran capitalización y su índice de referencia es el S&P 500. La categoría Small-cap aglutina a empresas de pequeña capitalización y su índice de referencia es el Russell 2000.

Fuente: "La Caixa" Research, a partir de datos de Goldman Sachs Investment Research.

extremadamente improbable. Segundo: la predictibilidad es mayor a medida que aumenta el horizonte temporal debido a la existencia de una serie de patrones que tienden a repetirse en el tiempo, como la inercia¹ (*momentum*) y la reversión a la media. Y tercero: la obtención de rentabilidades superiores a las del mercado conlleva como contrapartida, en la inmensa mayoría de casos, la asunción de mayores dosis de riesgo.

Los economistas partidarios de la HME defienden que no es posible predecir la evolución futura de los precios de las acciones, puesto que estos reflejan de manera rápida cualquier información relevante, ya sea de alcance privado o público. Hay tres ingredientes básicos que conducen a un mercado eficiente: que los inversores sean racionales, que sus errores sean aleatorios y que no haya impedimentos al arbitraje. En consecuencia, si el intento de batir al mercado resulta un ejercicio estéril, estos economistas sostienen que las estrategias de gestión pasiva (que tratan de replicar la evolución de un *benchmark* o índice representativo del conjunto del mercado) resultan mucho más apropiadas para el inversor que las estrategias activas (que se alejan de la cartera de mercado aspirando a mejorar la relación rentabilidad/riesgo), puesto que estas últimas tienen asociados unos costes de transacción y gestión notablemente más elevados que las primeras. En este sentido, la estrategia pasiva por excelencia es la que se conoce como *buy and hold* (comprar y mantener), cuyos principios elementales consisten en mantener a lo largo del tiempo una cartera diversificada que replique, al menos a grandes rasgos, la composición de un índice bursátil amplio, sin dejarse llevar por el cortoplacismo ni por modas pasajeras. En este sentido, el auge en la última década de algunas innovaciones financieras, como los ETF (*exchange-traded funds*) o los fondos cotizados sobre índices de renta variable, renta fija, divisas y materias primas, ha permitido dotar a la gestión pasiva de mayor potencial y sofisticación.

La corriente de las finanzas conductuales (*behavioral finance*) desafía el supuesto de racionalidad que subyace a la HME. Con base en experimentos naturales y artificiales, diversos autores han ilustrado que el proceso de toma de decisiones de los individuos a la hora de invertir está sujeto a numerosos sesgos psicológicos o cognitivos que se alejan de la racionalidad. Ello tiene implicaciones importantes tanto para la propia cartera del inversor como para la evolución del conjunto del mercado. Dentro del universo del *active management* ha aparecido una panoplia de estrategias de inversión que se valen de las enseñanzas que brinda el *behavioral finance* para intentar mejorar los resultados de dicho mercado en términos de rentabilidad/riesgo. A estos efectos, entre las disfunciones cognitivas que identifica la literatura conductual cabe destacar el exceso de confianza, las opiniones sesgadas, la aversión a materializar pérdidas y la mentalidad de rebaño (*herd behavior*). De hecho, el comportamiento de rebaño es probablemente uno de los aspectos de las finanzas conductuales más conocidos y hace referencia a la adopción de los criterios de las masas en detrimento de las propias creencias, incluso si los primeros parecen carentes de toda lógica o sentido común. Algunas estrategias de gestión activa descansan en identificar hacia dónde se mueve el rebaño y apostar en dicha dirección. Llegados a este punto, el lector se formulará la siguiente pregunta: de acuerdo, pero si, como argumentan los partidarios de las tesis conductuales, los precios de las acciones no

1. Para una exposición rigurosa sobre esta cuestión, véase Shiller, R. J. (1981) «The use of volatility measures in assessing market efficiency», *Journal of Finance*.

siguen un paso aleatorio y su predicción es posible,² ¿no deberían los inversores racionales mediante el arbitraje (comprando acciones infravaloradas y vendiendo las sobrevaloradas) contribuir en última instancia a corregir las desviaciones observadas en el mercado de valores? A pesar de la lógica de este argumento, hay diversos factores que, en la práctica, limitan los efectos reequilibradores del arbitraje. La lista es larga y abarca desde la posibilidad de que la proporción de riqueza que controlan los agentes racionales sea muy baja en comparación con la del resto de inversores, hasta la dificultad y el riesgo que entraña realizar ventas a corto de acciones sobrevaloradas (véase el artículo «La formación de los precios en los mercados financieros: entre la razón y la emoción» de este Dossier). En línea con los hallazgos de Abreu y Brunnermeier³ (2002, 2003), la existencia de un problema de agencia entre el inversor (que actúa como principal) y el gestor de fondos de inversión (que actúa como agente) menoscaba el papel de aquellos intermediarios financieros con un mandato de inversión a largo plazo: en caso de que el episodio de entusiasmo o pesimismo sea de una intensidad y duración destacables, es probable que el inversor se sienta tentado a reembolsar su inversión si el gestor se resiste a seguir al rebaño.

En sentido más amplio, las estrategias de inversión cuantitativas (*quantitative investment*) constituyen uno de los principales estilos de gestión activa que tratan de utilizar las enseñanzas del *behavioral finance* mediante el uso de algoritmos diseñados para ejecutar operaciones de compra y venta de acuerdo a reglas y parámetros específicos. Las estrategias denominadas *momentum* son uno de los principales exponentes de la inversión cuantitativa. En síntesis, consisten en aprovechar la inercia alcista o bajista que muestran los mercados de valores a corto y medio plazo (uno de los elementos más complejos de explicar desde la óptica de los modelos racionales de la HME). Un sencillo ejemplo de este tipo de estrategia consiste en comprar los valores que en el pasado reciente han mostrado un mejor comportamiento frente a un índice de referencia y vender los que se han comportado peor. Otra estrategia activa bien conocida es la filosofía de inversión *value* (valor). En el *value investing* prima la identificación de valores con ratios de valoración reducidos, tales como el PER (*price-earnings ratio*) o el P/BV (*price-to-book value*), dado el poder predictivo de estas métricas de valoración sobre los retornos futuros. Esta circunstancia es concebida por algunos académicos y profesionales de la inversión como otro claro ejemplo de «anomalía» (en el sentido de desviación respecto al paradigma de racionalidad de la HME), cuyo origen está en la existencia de los sesgos cognitivos mencionados anteriormente, los cuales alejan temporalmente a los mercados de sus niveles de equilibrio. Para otros, sin embargo, constituye un fenómeno originado por fuerzas puramente racionales: sería la compensación que en términos de rentabilidad recibe el inversor al tomar posición en este tipo de valores, que adolecerían de algún tipo de riesgo no diversificable y adicional al riesgo de mercado propio de los modelos estándar tipo CAPM. Como se aprecia, un aspecto diferenciador importante entre las estrategias *value* y *momentum* se halla en el horizonte de medio y largo plazo que caracteriza a las primeras frente a los horizontes mucho más cortos de las segundas. En cierto modo, puede trazarse un símil entre los gestores que implementan estrategias *value* y la figura del *contrarian*, ya que en diversas ocasiones los primeros replican a la inversa las fluctuaciones del mercado si ello está justificado en términos del valor fundamental de un título o grupo de títulos. Es decir, compran los títulos que han bajado y se han abaratado. Aunque también hay gestores que intentan compatibilizar ambas estrategias: compran títulos baratos que ya muestran *momentum* alcista.

No obstante, la implementación del enfoque *momentum* o el de *value*, o de cualquier otro tipo, en una cartera de acciones no asegura *per se* de ningún modo la obtención de rentabilidades ajustadas al riesgo por encima de la media o del mercado, ya que ambas estrategias están sujetas a riesgos considerables. En el primer caso, el *momentum* o inercia tiende a producirse de forma más acentuada en empresas de tamaño reducido y de menor liquidez, lo que puede resultar muy perjudicial ante episodios de aversión y volatilidad elevadas en los mercados financieros. En el segundo, las bajas ratios de valoración pueden estar justificadas si, por ejemplo, reflejan otros aspectos como la difícil situación financiera de una empresa o la baja probabilidad de éxito y viabilidad del proyecto empresarial. En muchas ocasiones, el factor oculto detrás de rentabilidades elevadas o extraordinarias es el riesgo en que se incurre por tomar posición en un valor o adoptar un determinado estilo de gestión. En caso de que ocurra un evento altamente improbable pero potencialmente dañino (*black swan*), las primas de riesgo asociadas, que antes jugaban a favor con el viento de cara, pueden cambiar de signo y resultar muy nocivas para la cartera de valores. En los últimos años, el desarrollo del estilo de inversión por factores de riesgo⁴ (*factor investing*), en contraposición a la inversión según la clase de activo (renta variable, deuda pública y privada, divisas, materias primas, etc.) ha irrumpido con fuerza. En concreto, esta nueva corriente de inversión pone de manifiesto la importancia de gestionar y diversificar la exposición de nuestra cartera a las múltiples primas de riesgo existentes en diversos segmentos de los mercados financieros (prima de riesgo bursátil, prima temporal de la deuda pública, prima de riesgo de crédito y prima de riesgo de liquidez, entre otras) y a los factores macroeconómicos subyacentes (crecimiento económico, inflación, tipos de interés reales, etc.). A modo de ejemplo, un inversor que ostente una determinada proporción de su cartera en bonos corporativos o en capital riesgo estará aumentando implícitamente su exposición a la renta variable, puesto que ambas clases de activos están notablemente influidas por los mismos factores de riesgo que rigen la evolución de los mercados bursátiles.

En conclusión, la existencia de una serie de patrones conductuales que resultan de utilidad para aventurar la evolución de los mercados bursátiles no supone el quebranto y el fin de la HME. Aunque los mercados den muestras en ocasiones de un comportamiento poco racional, los desajustes en los precios de los valores no persisten para siempre y acaban por corregirse de forma inexorable. Como es bien sabido por los gestores de carteras profesionales, las probabilidades de batir al mercado de forma regular sin asumir riesgos adicionales son muy bajas. Al igual que en otros muchos ámbitos, no hay almuerzos gratis (*there is no free lunch*) en los mercados financieros, por lo que cuando la fortuna sonrío y aparece uno de ellos, el inversor deberá apresurarse a degustarlo antes de que se enfríe y desaparezca de la mesa.

Carlos Martínez Sarnago

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

2. Lo, A. W. y Mackinlay, A. C. (1988) «Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test», *Review of Financial Studies* 1, 41-66.

3. Abreu, D. y Brunnermeier, M. (2002) «Synchronization risk and delayed arbitrage», *Journal of Financial Economics* 66 (2-3), 341-360.

4. Para el lector interesado en este campo, véase Ang, A. (2013) «Factor investing», *Columbia Business School Research Paper* No. 13-42. y Asness, C. S., Moskowitz, T. J. & Pedersen, L. H. (2013) «Value and momentum everywhere», *Journal of Finance* 68, 929-985.

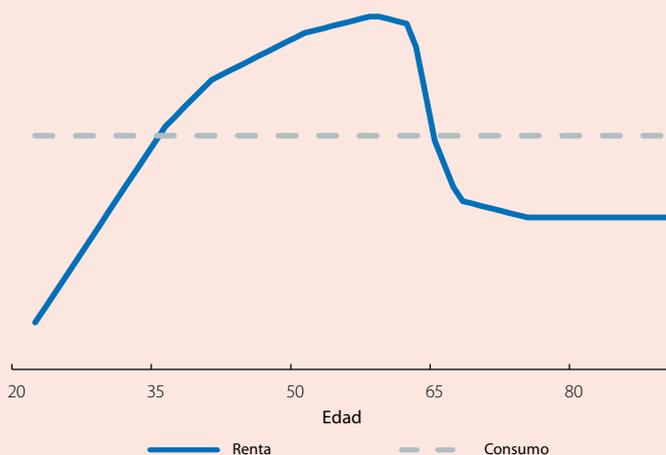
El devenir de la confianza de los hogares tras una crisis

La crisis global de los mercados financieros de 2007 y 2008 y, posteriormente, la crisis de deuda soberana que padeció la eurozona produjeron inmensas pérdidas tanto en producción como en ocupación, de las cuales algunas regiones todavía no se han recuperado. Los hogares fueron uno de los agentes económicos más afectados por la crisis: algunos vieron cómo sus fuentes de ingresos se desvanecían, o cómo parte de sus ahorros se esfumaban, o cómo el valor de sus propiedades se reducía. Todo ello hizo mella en la confianza de los hogares y en su comportamiento en cuanto a la toma de decisiones. En un proceso de recuperación como en el que estamos inmersos, la reactivación del consumo y de la inversión de estos agentes es de vital importancia, y ello pasa por recuperar la confianza. En este artículo analizaremos cómo ciertos sesgos cognitivos inherentes a los individuos dificultan que nuestras decisiones de consumo y ahorro se acerquen a las del *Homo economicus*, como denominamos en economía al ser teórico capaz de decidir basándose en los estándares de racionalidad,¹ y qué efectos pueden producirse en el comportamiento de los hogares a partir de la interacción de estas disfunciones cognitivas tras una crisis financiera como la vivida recientemente.

La teoría del ciclo vital del consumo, desarrollada por Franco Modigliani en los años cincuenta, plantea las bases del comportamiento de los agentes en cuanto a consumo y ahorro. De ella se desprende que los individuos preferimos mantener un consumo lo más estable posible a lo largo del tiempo. Por ello, durante la juventud tendemos a pedir prestado, mientras que durante la madurez nos decantamos por ahorrar para, así, durante la vejez, poder consumir estas reservas. Con base en esta teoría, cuando se producen *shocks* transitorios que afectan a nuestros ingresos, tendemos a amortiguar el *shock*, en la medida de lo posible, para mantener niveles de consumo similares. En cambio, si el *shock* es permanente, sí modifica nuestro consumo. Sin embargo, en la práctica, ante un *shock* transitorio como es una crisis, el consumo tiende a contraerse, como se observa en el gráfico correspondiente para la economía española.

Este marco teórico básico ha servido para cimentar las bases de una extensa literatura económica que ha permitido enriquecer el análisis del comportamiento de los agentes en la toma de decisiones, a la vez que ha acercado el modelo a la realidad. Los primeros pasos se dieron al ajustar el modelo a un entorno de incertidumbre en el que los agentes pueden tender, por ejemplo, a ahorrar más por precaución y en respuesta a posibles eventos futuros inciertos, lo que se conoce como ahorro precautorio. Este efecto también se observa en el caso de España, donde, al acontecerse la crisis, se produjo un aumento sustancial del ahorro. Otra extensión al modelo inicial fue la introducción de factores que limitan o modifican las decisiones de los hogares, como los impuestos, las contribuciones a la Seguridad Social o las restricciones al acceso al sistema financiero.

Teoría del ciclo vital del consumo de Modigliani



Fuente: "la Caixa" Research.

Todo ello no fue suficiente para recoger la complejidad del proceso decisorio, por lo que surgió una nueva rama de la economía, la economía conductual (en inglés *behavioural economics*), con el objetivo de incorporar la evidencia de que los individuos involucrados en este proceso no siempre actúan conforme a los estándares de racionalidad, sino que existen numerosos sesgos cognitivos que hacen que diverjamos de la decisión óptima. La noción de sesgo cognitivo fue introducida por primera vez por Kahneman y Tversky, y surgió de observar la dificultad de pensar en términos probabilísticos y de actuar de manera racional ante magnitudes muy grandes. A partir de esta disfunción, cuantiosos experimentos se llevaron a cabo para evidenciar la existencia de más situaciones en que los juicios y las decisiones humanas diferían de la teoría de la elección racional. Algunos de estos fenómenos son la procrastinación, consistente en retrasar la toma de decisiones; la miopía, basada en no tener en cuenta el futuro; o la tendencia a de-

penden en exceso de un dato a la hora de tomar una decisión, ya sea el más reciente o el que mayor impacto ha tenido en nuestro pasado.²

1. Para más información sobre los estándares de racionalidad, véase el artículo «La formación de los precios en los mercados financieros: entre la razón y la emoción» de este mismo Dossier.

2. Para más información sobre sesgos cognitivos en los inversores, véase el artículo «Gestión de carteras: de la teoría a la práctica» de este mismo Dossier.

Todos estos sesgos cognitivos cobran importancia cuando se produce un *shock* negativo considerable en los ingresos de los hogares, como es el caso de una crisis financiera. Varios estudios evidencian un cambio en las creencias y el comportamiento de los agentes debido a crisis vividas con anterioridad. Concretamente, esto ha sido analizado en un documento de trabajo de la Reserva Federal de Chicago³ en el que se muestra que haber vivido una crisis financiera⁴ tiene efectos duraderos en el comportamiento de los individuos. En particular, los autores analizan las decisiones de ahorro de inmigrantes residentes en EE. UU. que han sufrido crisis financieras en sus países de origen (por ejemplo, un inmigrante argentino que padeció el corralito entre 2001 y 2002). Gracias a esta metodología, disponen de dos muestras de la población, una cuyas creencias y comportamientos han sido alterados por las vivencias de la crisis, y otra que no. Al mismo tiempo, ambos grupos se encuentran en un marco institucional y financiero común, por lo que, si no padeciéramos de estos sesgos cognitivos, sus decisiones de ahorro y consumo no deberían diferir entre individuos con características personales y económicas similares.⁵ Los resultados muestran que haber experimentado una crisis financiera en el pasado reduce la probabilidad de tener depósitos bancarios en EE. UU. en 10,8 p. p. Asimismo, muestran que la severidad de la crisis también desempeña un papel relevante. Por ejemplo, aquellas crisis financieras que han venido acompañadas de una crisis económica⁶ causan un mayor impacto en el comportamiento de las personas, y por ello reducen aún más la probabilidad de tener este tipo de instrumentos de ahorro. En cuanto al papel de las instituciones, encuentran evidencia de que el marco legal y regulatorio durante la crisis es de crucial importancia de cara al comportamiento futuro de los individuos. En particular, los que experimentaron una crisis en un país con una regulación que aseguraba los depósitos tienen la misma probabilidad de tener depósitos bancarios en instituciones estadounidenses que otro compatriota que no sufrió la crisis.

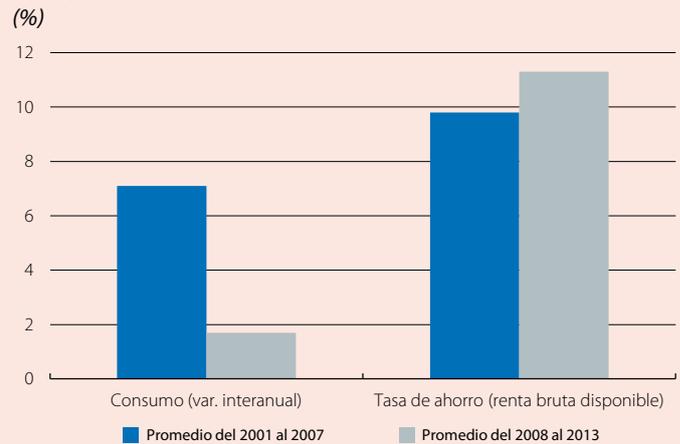
Sin embargo, parece que las consecuencias de los episodios recesivos van más allá del impacto en las decisiones de ahorro y consumo. Un estudio reciente⁷ muestra que las recesiones afectan a la formación de las creencias socioeconómicas de los individuos de forma permanente. Concretamente, en dicho artículo se argumenta que las recesiones en EE. UU. han afectado a la formación de dichas creencias en aquellos agentes que las sufrieron durante sus años formativos (entre los 18 y los 25 años). Los autores encuentran evidencia de que estos individuos afectados por una recesión en el pasado creen que la suerte, en vez del esfuerzo, es el principal responsable del éxito personal. Por ello, tienden a preferir que el Gobierno sea el encargado de redistribuir la riqueza para reducir las desigualdades. No obstante, paradójicamente, estos mismos individuos tienen significativamente menos confianza en las instituciones públicas y en su capacidad de proveer los servicios necesarios.

El impacto que ha tenido la crisis en las familias es indiscutible. Esta ha hecho mella en la confianza de los hogares y en su comportamiento en la toma de decisiones. En el contexto de recuperación económica en el que estamos inmersos, es de esperar que la confianza de las familias vaya recuperándose y que ello se traduzca en un mayor consumo y en decisiones de inversión menos conservadoras. Sin embargo, como se ha comentado, el impacto de la crisis sobre el comportamiento de los agentes puede influir en que este proceso sea más lento de lo deseable, lo que dificultaría la recuperación económica. Las instituciones públicas desempeñan un papel muy importante en este sentido. Deben asumirlo con responsabilidad y actuar en consecuencia.

Ariadna Vidal Martínez

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

España: cambios en el consumo y el ahorro en época de crisis



Nota: Datos en términos nominales.

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

3. Véase Osili, U. and Paulson, A. (2008) «Bank Crises and investor confidence», Federal Reserve Bank of Chicago.

4. Definen como crisis financiera los episodios de estrés del sistema financiero que son considerados sistémicos (que los activos dudosos lleguen como mínimo al 10% del total de activos, que el coste de las operaciones de rescate sea de al menos un 2% del PIB o que se hayan implementado medidas de emergencia o nacionalizaciones a gran escala).

5. Controlando factores individuales como la educación, la riqueza, los ingresos, la edad, entre otros.

6. Definen crisis económica cuando se da un crecimiento negativo del PIB durante tres años consecutivos.

7. Véase Giuliano, P. and Spilimbergo, A. (2009) «Growing up in a recession: Beliefs and the macroeconomy», IZA.

El alma de las empresas

En las aulas de la mayoría de escuelas de negocios se enseña que el objetivo que deben perseguir las empresas es la maximización del valor para el accionista. En la práctica, ello se ha interpretado generalmente como maximizar el precio de la acción. No obstante, la toma de decisiones basada solamente en el valor de las acciones puede conllevar una visión cortoplacista que puede perjudicar la viabilidad de la empresa a largo plazo y, al fin y al cabo, menoscabar los intereses de los propios accionistas. Para evitar tal comportamiento, las empresas pueden adoptar mecanismos de gobierno corporativo que protejan al conjunto de los interesados que mantienen relaciones contractuales con la empresa (*stakeholders*). En este artículo se analizan, en primer lugar, el paradigma de la maximización del valor para el accionista y sus limitaciones y, en segundo lugar, algunas propuestas alternativas que promueven la generación de valor a largo plazo para todos los *stakeholders*.

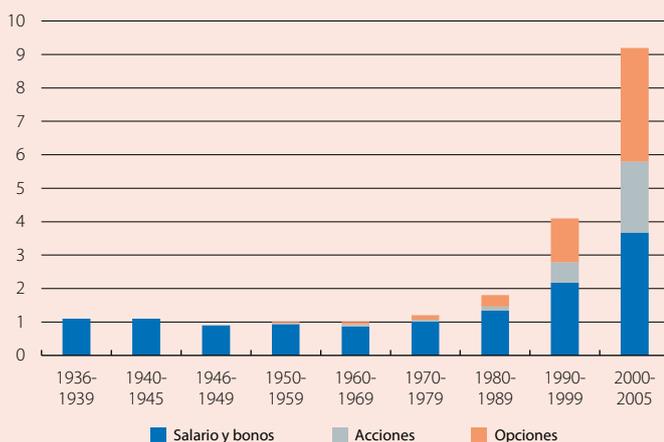
Según la teoría económica neoclásica, el objetivo de la empresa es la maximización de beneficios. En un mercado eficiente, con competencia perfecta e información completa, el precio de la acción es la mejor estimación del valor de la empresa ya que corresponde al valor presente de los beneficios esperados en el futuro. Los accionistas, como propietarios de la empresa, se preocupan de obtener la máxima rentabilidad de su inversión y, en consecuencia, la toma de decisiones empresariales se puede resumir de forma muy sencilla: se deben aceptar todos aquellos proyectos que aumenten el valor de la acción y rechazar aquellos que lo reduzcan.

En la práctica, dado que las grandes empresas cotizadas cuentan con una estructura de propiedad muy dispersa, cada uno de los accionistas de forma individual tiene pocos incentivos a ejercer el control sobre los gestores. En este contexto, la disciplina de mercado desempeña un papel fundamental en el control de la gestión empresarial. Por un lado, desde el punto de vista individual, el accionista tiene la posibilidad de vender sus acciones en el mercado (una práctica denominada *the Wall Street walk*). Por otro lado, desde el punto de vista del conjunto de la empresa, el mercado del control societario permite que otra empresa aproveche la oportunidad para hacerse con las riendas de la gestión a un precio bajo, mediante lo que se conoce como una oferta pública de adquisición (OPA) hostil. De todos modos, para que estos mecanismos de control externo funcionen, es imprescindible que el mercado bursátil sea amplio, ágil y muy líquido, que el precio de la acción refleje, en gran medida, el valor fundamental de la empresa, y que no haya impedimentos legales a las OPA.

En la realidad, sin embargo, las empresas operan en un entorno de mercados imperfectos e incertidumbre. Ello implica que el precio de la acción puede desviarse de su valor fundamental (véase el artículo «La formación de los precios en los mercados financieros: entre la razón y la emoción» en este mismo Dossier), lo que supone una importante limitación para el correcto funcionamiento de los mecanismos de disciplina de mercado descritos anteriormente.

Compensación del consejero delegado medio

(Millones de dólares)



Nota: Dólares constantes en 2011.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Frydman y Jenter (2010).

En consecuencia, se suelen adoptar mecanismos de control interno que ayuden a la consecución del objetivo de maximizar el valor para el accionista. La teoría desarrollada por Jensen y Meckling (1976) supuso un paso importante para reconocer de forma explícita los problemas de los incentivos derivados de la separación entre propiedad y control. Para alinear los incentivos de los directivos con los intereses de los accionistas, argumentan, se deben diseñar sistemas de compensación que ligen la retribución de los directivos al desempeño empresarial (*pay for performance*). La adopción de estas prácticas en el mundo empresarial ha sido masiva: la retribución variable de los directivos se ha incrementado exponencialmente en las últimas dos décadas y, además, para que esta sea más sensible a la evolución del precio de la acción, se han adoptado fórmulas como las opciones de compra de acciones (*stock options*) que permiten ligar la retribución de los directivos al aumento (pero no al descenso) del precio de la acción (véase el primer gráfico).

Con todo, cada vez hay más evidencia de las consecuencias perniciosas de tales sistemas de incentivos, especialmente porque priman la consecución de beneficios a corto plazo en detrimento de la creación de valor a largo plazo. La presión que tienen los directivos para incrementar el valor presente de la acción se ve reforzada por los analistas, que realizan predicciones sobre la evolución empresarial a muy corto plazo, y por algunos accionistas que tienen un horizonte temporal de inversión corto. El trabajo de

1. Frydman y Jenter (2010) «CEO Compensation».

Graham *et al.* (2005)² es una clara ilustración de este fenómeno. Mediante encuestas a directores financieros de grandes empresas en EE. UU., encuentran que cerca de la mitad de ellos rechazaría proyectos de valor presente neto positivo si su aceptación implicara no cumplir con las expectativas de los analistas sobre los beneficios trimestrales. Es decir, la mayoría de directivos se muestra dispuesta a sacrificar el valor a largo plazo por ganancias a corto plazo con el fin de no defraudar las expectativas de mercado. Este resultado muestra que las presiones de mercado a las que están sujetas las empresas cotizadas tienen importantes consecuencias sobre sus decisiones de inversión. Según un estudio de Asker *et al.* (2013), la inversión anual de las empresas cotizadas representa, en promedio, un 4,4% del total de activos, una cifra sensiblemente inferior a la ratio de inversión de un grupo comparable de empresas no cotizadas, que se sitúa en el 6,8% (véase el segundo gráfico). Además, la inversión en I+D también es menor, ya que se caracteriza por un mayor tiempo e incertidumbre hasta la obtención de flujos de caja, y la distribución de dividendos suele ser superior. Ello acaba repercutiendo

en un menor valor de la empresa, perjudicando a todos los interesados en ella, incluyendo a los mismos accionistas. Además, la generalización del problema de subinversión empresarial puede tener consecuencias macroeconómicas relevantes, reduciendo la acumulación de capital y menoscabando la capacidad competitiva de las empresas a nivel global.

Ante esta evidencia, cada vez son más las voces críticas respecto al paradigma de la maximización del valor para el accionista. Al mismo tiempo, las teorías que tienen en cuenta una visión más amplia del objetivo empresarial van ganando adeptos.³ Según estas teorías, los accionistas no son los únicos propietarios de las empresas. Los empleados, los proveedores, los clientes y los tenedores de bonos, además de los accionistas, también tienen relaciones contractuales con la empresa que les otorgan derechos de propiedad sobre los ingresos empresariales generados. La empresa se entiende como un mecanismo de coordinación de las inversiones específicas de todos los *stakeholders*, lo que hace necesario que las relaciones entre ellos se basen en la confianza mutua y en el compromiso con la empresa. Conseguirlo, sin embargo, no es una tarea sencilla. Algunas empresas optan por hacer explícitos unos valores empresariales o por definir una misión más allá de la consecución de beneficios empresariales. Con ello se pretende, por ejemplo, que los empleados tengan una mayor motivación intrínseca al sentirse identificados con los valores empresariales, o que sea percibido como un elemento diferenciador por parte de los clientes.

Conseguir el compromiso a largo plazo del capital puede resultar algo más complejo debido a la posibilidad que tienen los accionistas de vender sus acciones y retirar el capital de la empresa en cualquier momento. Esta práctica puede resultar perniciosa para el resto de *stakeholders* ya que el valor de sus inversiones específicas se reduce ante un comportamiento oportunista de los accionistas. Para evitarlo, es necesario establecer mecanismos que comprometan el capital de forma duradera. En este sentido, destaca la propuesta de Colin Mayer (2013) de asignar el poder de votación a los accionistas en función del tiempo de compromiso de sus inversiones.⁴ También resultan interesantes los nuevos modelos empresariales que, además de maximizar beneficios, también persiguen objetivos de carácter social o medioambiental, como por ejemplo las corporaciones de beneficio (*B corps*). Estas empresas reconocen la diversidad de objetivos e intereses de los accionistas, que, además de rentabilizar su inversión, buscan responder a los retos globales sociales y ambientales y tener un impacto positivo en el mundo. Lejos de ser un modelo utópico, las *B corps* constituyen un ejemplo de éxito empresarial. El compromiso que adquieren estas empresas no es simplemente retórico. Mientras que una empresa tradicional puede abandonar los fines altruistas cuando lo considere oportuno, las *B corps* deben responder ante los accionistas sobre la consecución de la misión social de la misma forma que lo hacen sobre los beneficios. El coste reputacional de abandonar dichos fines sociales sería demasiado grande.

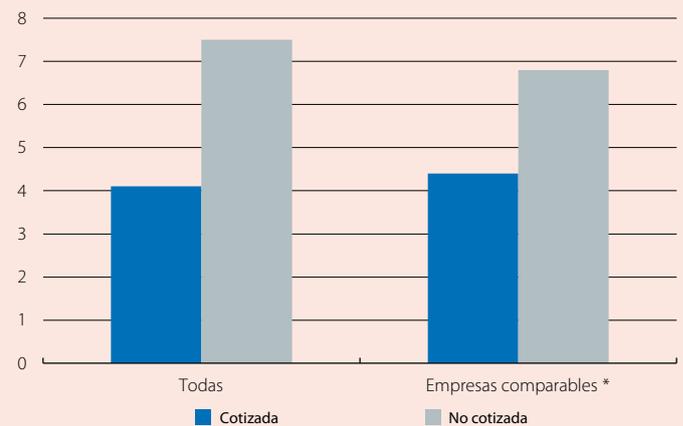
En conclusión, el debate sobre cuál debe ser el objetivo que persiguen las empresas sigue abierto. La focalización a corto plazo ha infligido numerosos perjuicios y por ello son positivas aquellas prácticas empresariales que den más peso a largo plazo. Los inversores también necesitan mecanismos que les permitan comprometerse a largo plazo.

Judit Montoriol-Garriga

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

Inversión de empresas cotizadas y no cotizadas

(% sobre activos)



Nota: * Empresas comparables se refiere a empresas cotizadas y no cotizadas similares en términos de tamaño, sector, deuda, efectivo, ventas, crecimiento y rentabilidad.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Asker *et al.* (2013).

2. Graham, Harvey y Rajgopal (2005) «The Economic Implications of Corporate Financial Reporting», *Journal of Accounting and Economics*.

3. Stout, L. (2013) «The shareholder value myth».

4. Mayer, C. (2013) «Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it».



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., 2015

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

