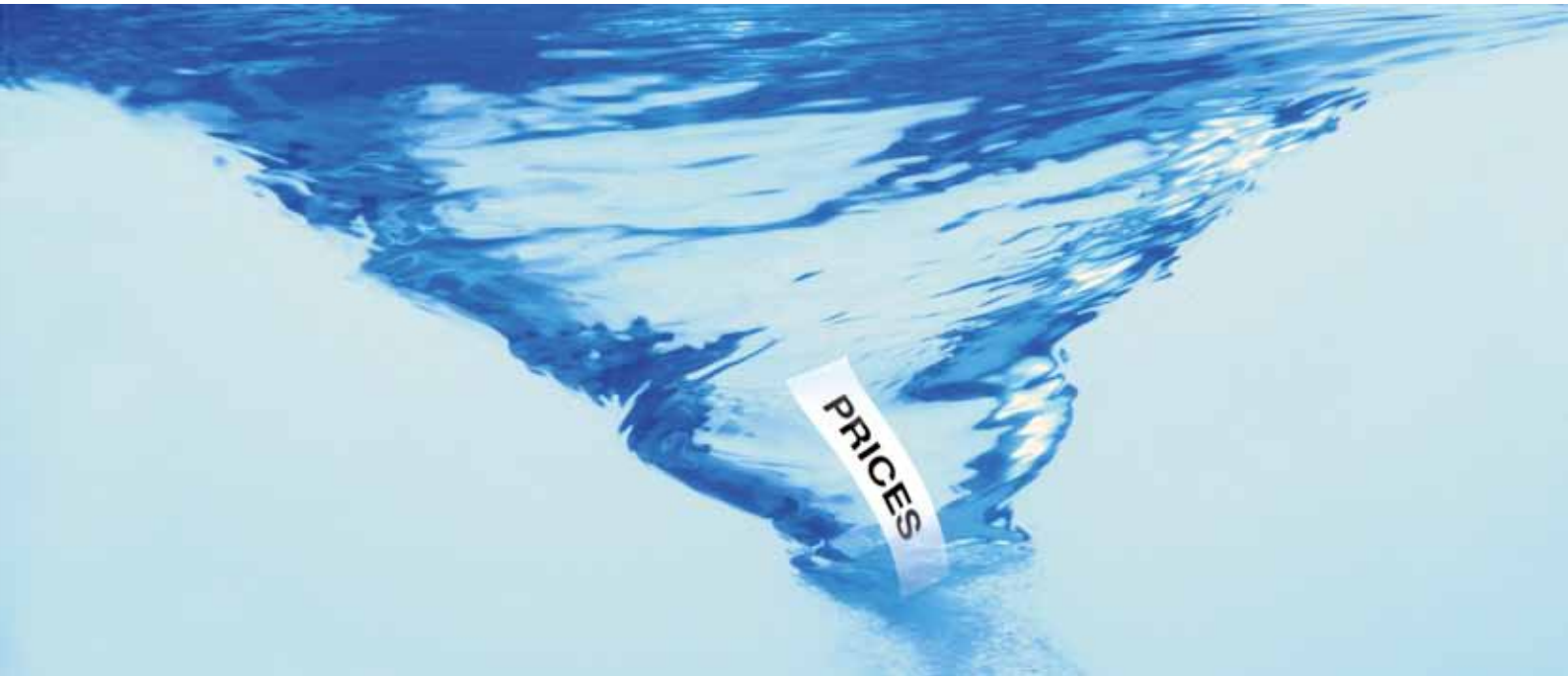


# IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 387 | FEBRERO 2015



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*La operativa de derivados financieros  
sobre el petróleo: ¿víctima o verdugo?*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Dólar fuerte, ¿deuda emergente frágil?*

### UNIÓN EUROPEA

*Grecia: ¿una nueva etapa postroika?*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Sector exportador en España: una de cal  
y otra de arena*

## DOSSIER: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

---

*Inflación a la baja y riesgo de deflación*

*Medir las expectativas de inflación:  
la importancia de los detalles*

*Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice  
la curva de Phillips?*

*Inflación: ¿solo un fenómeno monetario?*



“la Caixa” Research

**INFORME MENSUAL**

Febrero 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](http://www.lacaixaresearch.com)

Información general y consultas:

[estudis@lacaixa.es](mailto:estudis@lacaixa.es)

Para suscripciones (altas, bajas...):

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

Fecha de cierre de esta edición:

31 de enero de 2015

**Jordi Gual**Director Ejecutivo de Planificación  
Estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia Bancaria

**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomía

**Avelino Hernández**

Director de Mercados Financieros

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *La operativa de derivados financieros sobre el petróleo:  
¿víctima o verdugo?*10 *Vientos favorables para la financiación del Tesoro en 2015***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Dólar fuerte, ¿deuda emergente frágil?*16 *¿Ha finalizado el desapalancamiento de los hogares  
estadounidenses?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Por qué no siempre se alcanzan los objetivos de los presupuestos  
públicos europeos?*22 *Grecia: ¿una nueva etapa postroika?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Sobre el desempleo de larga duración en España*28 *Sector exportador en España: una de cal y otra de arena*29 *La inversión en la recuperación***32 DOSSIER: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**32 *Inflación a la baja y riesgo de deflación*

Gerard Masllorens

34 *Medir las expectativas de inflación: la importancia  
de los detalles*

Carlos Martínez Sarnago y Joan Daniel Pina

36 *Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?*

Judith Montoriol-Garriga

38 *Inflación: ¿solo un fenómeno monetario?*

Ariadna Vidal Martínez

## Deflación, inflación y el dilema de la política monetaria

Una de las características más sorprendentes de la actual situación económica es la coincidencia en el tiempo de unas tasas de inflación muy bajas, coqueteando con la deflación, y unas políticas monetarias excepcionalmente expansivas. Se trata de una circunstancia anómala tanto desde la perspectiva teórica como empírica.

Desde la vertiente conceptual, las teorías de la inflación nos indican que, tras las políticas monetarias ultraexpansivas llevadas a cabo por los principales bancos centrales, deberíamos asistir a un crecimiento vigoroso de los precios o, como mínimo, a un repunte de las expectativas de inflación. En términos empíricos, por otro lado, la correlación entre la creación de dinero en exceso del crecimiento real de la economía y el crecimiento de los precios está profusamente documentada desde hace años. ¿Cómo podemos explicar, por tanto, la extraordinaria coyuntura actual?

Una primera explicación sería que el momento que viven las economías occidentales es absolutamente inédito, tras experimentar a lo largo de los últimos años la Gran Recesión, la mayor contracción económica desde la Gran Depresión del siglo pasado. Según esta visión, la existencia de una gran brecha de producto, el diferencial entre el potencial de la economía y la demanda agregada efectiva, explicaría la gran debilidad de la inflación, que presumiblemente sería temporal.

Otra visión, complementaria en parte con la anterior, enfatiza que los serios impactos adversos de la Gran Recesión en los intermediarios y en los mercados financieros han debilitado el canal de transmisión monetario, de tal modo que las grandes expansiones de los balances de los bancos centrales no se han traducido, de hecho, en aumentos de la oferta monetaria y del crédito a la economía.

Un tercer punto de vista, algo más complejo, sostiene que, si se analiza el fenómeno con mayor perspectiva histórica, la presencia simultánea de una muy baja inflación y de políticas monetarias expansivas no es contradictoria. Lo que ocurre, según esta tesis, es que la situación actual es, precisamente, el resultado de largos años de políticas monetarias excesivamente laxas. Estas políticas alimentaron un crecimiento excesivo de la economía, con un empuje de la demanda basado en el crédito y en la deuda que no se tradujo en inflación debido a la combinación de diversos factores: la presión a la baja sobre los precios de los bienes de consumo que ejercía la globalización de los mercados, la credibilidad antiinflacionaria lograda por los bancos centrales, y el hecho de que una parte importante de la liquidez se dirigiera a mercados de activos reales y financieros, lo que provocó burbujas especulativas recurrentes en dichos mercados.

Según esta teoría, los años de políticas laxas han generado una gran expansión de la capacidad productiva y un sobreendeudamiento de los agentes económicos. Ambos factores presionan hoy la inflación a la baja. Además, las agresivas reducciones de tipos en cada ocasión en que el estallido de las burbujas de activos generaba una contracción económica, acabaron conduciendo a las políticas monetarias a un callejón sin salida, con tipos de interés de intervención prácticamente nulos y sin más alternativa que acudir a la expansión de los balances de los bancos centrales mediante la compra directa de títulos en los mercados.

Sea como fuere, querido lector, el Dossier de este ejemplar del *Informe Mensual* desea contribuir modestamente a este importante debate con un examen detenido de estas, y otras, explicaciones alternativas. Con el convencimiento de que el análisis riguroso y sistemático es un requisito indispensable para alcanzar un buen diagnóstico de uno de los principales dilemas a los que se enfrenta la política económica actual.

**Jordi Gual**  
Economista jefe  
31 de enero de 2015

## CRONOLOGÍA

### ENERO 2015

- 22 El Banco Central Europeo anuncia la ampliación del programa de compras de activos hasta los 60.000 millones mensuales, incluyendo deuda pública y privada. El programa se llevará a cabo hasta septiembre de 2016, pero se puede extender si la inflación se mantiene muy por debajo del 2%. También redujo el tipo de interés de las subastas TLTRO del 0,15% al 0,05%.
- 25 Syriza gana las elecciones en Grecia, y plantea renegociar la deuda pública y las políticas de austeridad.

### 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.

## AGENDA

### FEBRERO 2015

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 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). Comercio exterior (diciembre).
- 26 Contabilidad Nacional Trimestral (4T). Índice de sentimiento económico de la eurozona (febrero).
- 27 Avance IPC (febrero). Balanza de pagos (diciembre).

### MARZO 2015

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 6 Índice de producción industrial (enero).
- 17 Encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (enero). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 19 Consejo Europeo.
- 20 Comercio exterior (enero).
- 30 Avance IPC (marzo). Índice de sentimiento económico de la eurozona (marzo). Tasa de ahorro de los hogares (4T).
- 31 Balanza de pagos (enero). Posición de inversión internacional neta (4T). Saldo de las administraciones públicas (2014).

## Renovado protagonismo de los bancos centrales

**La actividad va a más globalmente, pero la incertidumbre sigue siendo elevada.** El Fondo Monetario Internacional, en su actualización de previsiones de enero, ha levantado acta del momento en que se halla inmersa la economía mundial: tras crecer un 3,3% en 2014, el Fondo prevé dos años de aceleración (3,5% en 2015 y 3,7% en 2016). Con todo, estas cifras son inferiores a las que se manejaron en otoño y los riesgos a la baja son más preponderantes. La mayoría de analistas económicos baraja escenarios semejantes, y lo cierto es que los datos de finales de 2014 y del arranque de 2015 los avalan. Así, en el primer mes del año, la volatilidad de las bolsas fue elevada y la incertidumbre geopolítica (Ucrania) y electoral (Grecia) se agravó. Pero también en ese mismo mes se supo que economías de referencia cerraron 2014 con la expansión razonablemente encarrilada: EE. UU. creció en el 4T un 2,5% interanual (dato apenas inferior al del 3T) mientras China avanzaba en ese mismo periodo un 7,3%, igual que en el trimestre precedente.

**En este contexto de luces y sombras, el protagonismo de los bancos centrales ha sido notable.** Aunque el papel de los bancos centrales, con sus políticas monetarias ultraexpansivas, ha sido importante desde la recesión de 2008-2009, a partir del tramo final de 2014 ha tenido lugar una nueva fase de activismo monetario. Si en noviembre el Banco de Japón anunció un ambicioso programa de compra de bonos, en enero ha sido el turno del Banco Central Europeo (BCE), que ha ampliado el programa de compra de activos. En concreto, las compras de deuda mensuales ascenderán a 60.000 millones de euros y estarán compuestas por títulos de deuda soberana y deuda privada. Se trata de una medida ambiciosa, como se constata tanto por su montante elevado (1,1 billones de euros) como por su plazo potencialmente dilatado (en principio hasta septiembre de 2016, aunque podría prorrogarse si fuese necesario). En el caso del BCE, más allá del resultado relativamente modesto de las subastas extraordinarias de liquidez de meses anteriores, ha sido determinante a la hora de tomar la decisión el descenso de las expectativas de inflación. Aunque la situación no es deflacionista, al menos en sentido estricto, el BCE desea evitar que ese riesgo cristalice. Estos no han sido los únicos bancos centrales activos. La Reserva Federal lleva varios meses ajustando su mensaje en el sentido de confirmar que próximamente subirá el tipo de referencia, pero matizando también que tendrá la paciencia necesaria para esperar al momento adecuado. En este contexto, y unos pocos días antes del anuncio (ya esperado) del BCE, el banco central suizo abandonó el tipo de cambio fijo con el euro, lo que

generó una fuerte apreciación de la divisa helvética. Los bancos centrales emergentes también han movido ficha, tratando cada uno de lidiar con las consecuencias de las políticas monetarias de los grandes bancos centrales y con sus circunstancias nacionales: Rusia bajó el tipo de referencia abandonando intentos anteriores de contener la depreciación del rublo, Brasil hizo un movimiento tensionador ante las presiones inflacionistas y la India, en cambio, lo redujo aprovechando el buen comportamiento de los precios.

**Europa, foco de atención.** Desde hace varios meses, la combinación en la eurozona de una lenta recuperación y de la situación de inflación baja ha destacado como un factor de riesgo global. La fuerte expansión monetaria del BCE debería ayudar a contener esta preocupación gracias a sus efectos positivos, a través de la reducción de las primas de riesgo de los países periféricos y de la depreciación del euro. Pero más allá de sus derivadas macroeconómicas, la confirmación de la medida se ha producido en un momento propicio, ya que el cambio político en Grecia generó un aumento de la incertidumbre que el BCE ha contribuido a diluir. A pesar de que nuestro diagnóstico es que el giro político de Grecia no reviste del potencial de contagio que hubiese tenido en 2011 o 2012, dada la menor presencia de deuda griega en los balances de los inversores privados y de los avances institucionales de la UEM de los últimos años (en particular, la Unión Bancaria Europea), ciertamente, la confianza inducida por el BCE es beneficiosa.

**España encadena seis trimestres de expansión.** La economía española creció un 0,7% intertrimestral en el 4T, una décima más de lo esperado, y suma un año y medio de crecimiento positivo. Esta trayectoria se fundamenta en la recuperación de la demanda interna, alimentada por el buen tono del consumo y de la inversión (probablemente incluyendo, y esto es nuevo, el avance de la inversión en construcción). Las previsiones que se manejan apuntan a que, en 2015, la recuperación irá a más gracias a una combinación favorable de factores temporales: el sector exterior, que se ha quedado algo rezagado en 2014, se beneficiará de la depreciación del euro inducida por la expansión monetaria del BCE, y el fuerte abaratamiento del petróleo beneficiará especialmente a la economía española, con una dependencia energética relativamente elevada. Asimismo, cabe esperar que uno de los factores de preocupación, el de la inflación negativa, se normalice a medida que el petróleo deje de lastrar la inflación a partir de la segunda mitad de 2015.

## 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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,2	3,2	3,5	3,7	3,2	3,1	3,2	3,5	3,6	3,6
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	2,2	2,4	3,5	2,7	2,6	2,7	2,5	3,9	3,6	3,1
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	1,4	2,3	2,1	1,3	1,6	2,0	2,2	2,4	2,4
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	2,6	2,3	2,1	2,6	2,6	2,7	2,6	2,3	2,1
<b>Países emergentes</b>										
China	7,7	7,4	7,0	6,6	7,5	7,3	7,3	7,3	7,2	6,8
India <sup>2</sup>	4,7	5,8	6,5	6,2	5,7	5,3	6,0	5,9	6,4	6,8
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	1,0	2,2	-0,9	-0,2	0,2	0,4	1,1	1,1
México	1,4	2,2	3,4	3,7	1,6	2,2	3,2	3,4	3,4	3,5
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	-3,3	-0,8	0,8	0,7	-0,6	-2,8	-3,5	-3,5
Turquía	4,1	2,8	3,4	4,6	2,2	1,7	2,5	2,9	3,1	3,4
Polonia	1,6	3,3	3,4	3,9	3,4	3,4	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
<b>INFLACIÓN</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,7	3,4	3,0	3,7	3,7	3,5	3,1	2,8	2,8	2,9
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	1,5	1,6	0,5	2,5	2,1	1,8	1,2	0,2	-0,1	0,4
Eurozona	1,4	0,4	0,5	1,6	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,7
Alemania	1,6	0,8	0,8	1,7	0,9	0,8	0,4	0,1	0,6	0,9
Francia	1,0	0,6	0,5	1,6	0,8	0,5	0,3	-0,1	0,2	0,6
Italia	1,3	0,2	0,4	1,6	0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,5
España	1,4	-0,1	-0,3	2,0	0,2	-0,3	-0,5	-1,3	-0,8	-0,1
Japón <sup>3</sup>	0,4	2,7	1,4	2,2	3,6	3,3	2,5	2,2	0,3	1,0
Reino Unido	2,6	1,5	1,0	1,9	1,7	1,5	0,9	0,3	0,6	1,1
<b>Países emergentes</b>										
China	2,6	2,0	1,8	2,5	2,2	2,0	1,5	1,8	2,1	2,1
India <sup>4</sup>	6,3	3,9	0,4	5,7	5,8	3,9	0,6	0,3	-0,3	-1,1
Indonesia	6,4	6,9	8,1	5,8	7,1	4,5	8,4	8,2	9,0	8,4
Brasil	6,2	6,3	6,0	5,6	6,4	6,6	6,5	6,2	6,0	6,0
México	3,8	4,0	3,5	3,1	3,6	4,1	4,2	3,7	3,9	3,3
Chile	2,1	4,1	3,3	4,3	4,5	4,7	4,0	3,5	3,4	4,4
Rusia	6,8	7,8	9,4	5,6	7,6	7,7	9,6	10,5	9,0	9,0
Turquía	7,5	8,9	6,7	6,1	9,4	9,2	8,8	7,2	6,1	6,7
Polonia	1,2	0,2	1,1	2,3	0,5	-0,1	-0,6	0,0	0,8	1,5
Sudáfrica	5,8	6,0	3,9	6,1	6,5	5,9	5,6	3,3	3,6	3,6

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal y coste de factores. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en 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	4T 2015
<b>Agregados macroeconómicos</b>											
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	2,4	1,6	2,3	2,7	3,1	3,1	2,6	2,2	1,9
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,7	0,1	-0,3	0,7	0,9	0,8	-0,2	0,1	0,1	0,5
Formación bruta de capital fijo	-3,7	2,8	5,2	4,6	3,2	3,1	4,3	5,4	5,0	5,3	5,2
Bienes de equipo	5,6	12,0	9,2	6,0	12,7	9,5	10,5	10,5	8,8	9,1	8,2
Construcción	-9,2	-2,8	2,7	3,6	-2,0	-1,2	0,2	2,5	2,5	2,7	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,1	2,4	1,7	2,2	2,5	2,7	2,8	2,5	2,3	2,2
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,6	5,9	5,0	1,5	4,6	6,1	7,3	7,1	4,6	4,6
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	4,4
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
<b>Otras variables</b>											
Empleo	-3,2	0,9	2,2	1,9	0,8	1,4	2,2	2,5	2,2	2,2	1,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,4	22,9	21,7	24,5	23,7	23,7	24,1	22,7	22,2	22,4
Índice de precios de consumo	1,4	-0,1	-0,3	2,0	0,2	-0,3	-0,5	-1,3	-0,8	-0,1	1,1
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,5	0,0	1,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,1	-0,6	0,2	0,7
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) <sup>1</sup>	1,4	0,1	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) <sup>1</sup>	2,1	0,7	1,3	1,2	1,0	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1	1,3
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-6,8	-5,7	-4,8	-3,3	-6,3	-5,8					

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>											
<b>Dólar</b>											
Fed funds	0,25	0,25	0,29	0,88	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,52	1,16	0,23	0,23	0,24	0,32	0,48	0,61	0,68
Líbor 12 meses	0,68	0,56	1,01	1,68	0,54	0,56	0,57	0,74	0,94	1,10	1,25
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,97	1,77	0,40	0,50	0,52	0,59	0,87	1,11	1,31
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,38	3,26	2,61	2,49	2,27	1,95	2,23	2,49	2,84
<b>Euro</b>											
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,22	0,12	0,05	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	0,05
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,32	0,36	0,57	0,44	0,33	0,31	0,32	0,32	0,32
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,12	0,05	0,10	-0,01	-0,04	-0,12	-0,12	-0,12	-0,12
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,40	0,83	1,43	1,06	0,76	0,41	0,40	0,40	0,40
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>											
\$/euro	1,33	1,33	1,15	1,11	1,37	1,33	1,25	1,16	1,15	1,14	1,13
¥/euro	129,65	140,42	142,48	139,40	140,11	137,68	142,89	138,72	141,34	143,75	146,12
£/euro	0,85	0,81	0,77	0,77	0,82	0,80	0,79	0,78	0,77	0,77	0,77
<b>PETRÓLEO</b>											
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	57,40	78,68	109,65	103,38	77,03	49,73	52,33	60,23	67,28
Brent (euros/barril)	81,67	74,83	50,13	71,13	79,96	78,02	61,68	42,97	45,54	52,79	59,40

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones



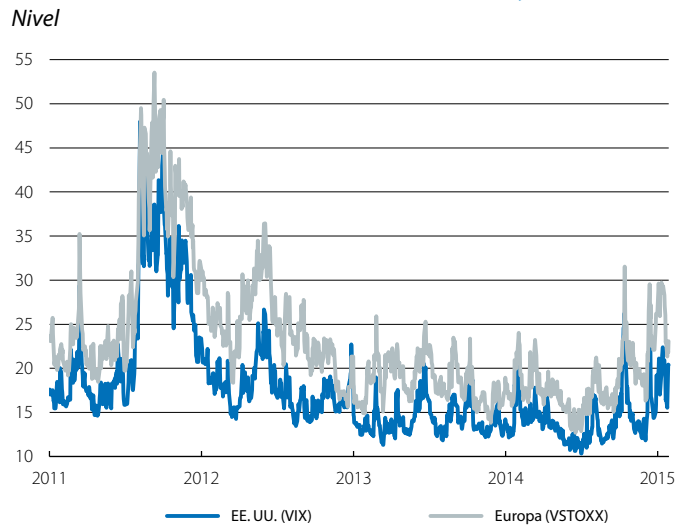
## COYUNTURA · Un inicio de año marcado por los contrastes

**El BCE disipa las dudas acerca de su estrategia monetaria, pero otros interrogantes permanecen en el horizonte.** El comienzo de 2015 ha estado dominado por la volatilidad. Esta circunstancia se ha visto alimentada principalmente por tres aspectos. El primero, la intensificación de la caída de los precios del crudo y sus efectos sobre las expectativas de inflación globales. El segundo, la incertidumbre en torno al desenlace electoral en Grecia. El último responde a las actuaciones de varios bancos centrales en clave defensiva ante las expectativas de la inminente puesta en marcha del *quantitative easing* (QE) del BCE. Con todo, esta última incógnita se ha despejado de forma favorable en el tramo final del mes: la entidad ha lanzado un ambicioso programa expansivo que incluye la compra de deuda soberana con el fin de evitar los riesgos deflacionistas y dinamizar el crecimiento de la economía de la región. El refuerzo de unas condiciones monetarias en la eurozona, ya de por sí muy laxas, supondrá un claro impulso para las cotizaciones de los activos de riesgo europeos. No obstante, los múltiples focos de riesgo abiertos y la creciente divergencia de la política monetaria en el plano global mantendrán la volatilidad en cotas elevadas.

**La Reserva Federal, en modo espera.** La primera reunión del año deparó pocas sorpresas. La institución resaltó el sólido crecimiento de la economía norteamericana, donde destacan la robusta mejora de la creación de empleo, del consumo de las familias y de la inversión empresarial. Sin embargo, reconoció que la inflación sigue en cotas reducidas a causa, principalmente, del abaratamiento de la energía. Ante esta coyuntura, la autoridad mantuvo el tipo oficial en el nivel actual (0%-0,25%), y apuntó que tendrá en cuenta la información obtenida a través de varias variables (el crecimiento económico global, la inflación, la divisa y los acontecimientos internacionales) para determinar la duración de las condiciones ultralaxas. En cualquier caso, la Fed reiteró que será «paciente» antes de iniciar la normalización monetaria. En suma, la Fed ha optado por no precipitarse y permanecer a la espera antes de endurecer su discurso. En este sentido, esperamos que la autoridad monetaria no se desvíe de esta pauta, por lo que situamos la primera subida de tipos en noviembre, en línea con el consenso de inversores.

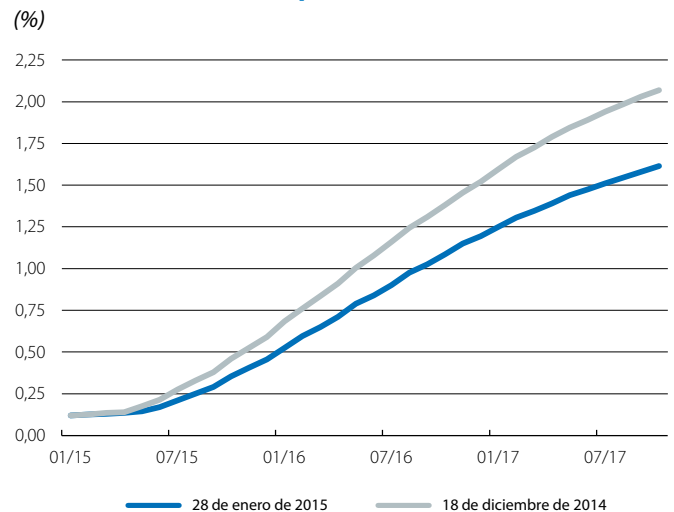
**El BCE se ajusta al guion y pondrá en marcha la compra de deuda soberana (QE) a partir de marzo.** Ante el deterioro de las expectativas de inflación y la discreta efectividad de las medidas adoptadas hasta la fecha, el Consejo de Gobierno de la entidad ha ampliado el programa de compra de activos. En concreto, las compras de deuda mensuales ascenderán a 60.000 millones de euros y estarán compuestas por títulos de deuda soberana (bonos de Gobierno, deuda de agencias nacionales y europeas) y deuda privada (programas ya existentes de cédulas y ABS). Entre los aspectos positivos, cabe destacar el tamaño total del programa (1,1 billones de euros) y su posible extensión más allá de septiembre de 2016 si la inflación no da mues-

### Volatilidad implícita de las bolsas de EE. UU. y de Europa



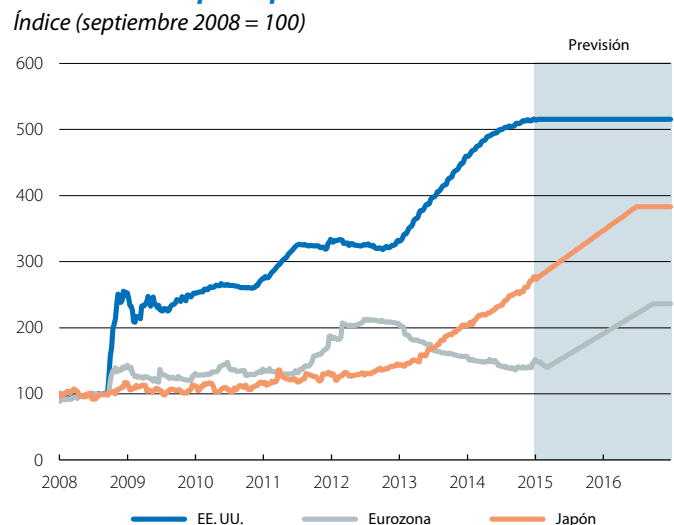
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

### Balance de los principales bancos centrales



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



tras de converger hacia su objetivo de medio plazo (2%). En contraposición, el elevado riesgo crediticio que deberán asumir los bancos centrales nacionales (80% de las compras de deuda pública y de agencias nacionales) proporciona una lectura menos favorable. A medio plazo, estas actuaciones expansivas deberán traducirse en el aumento de las expectativas de inflación y la mejora de los agregados bancarios y de la actividad.

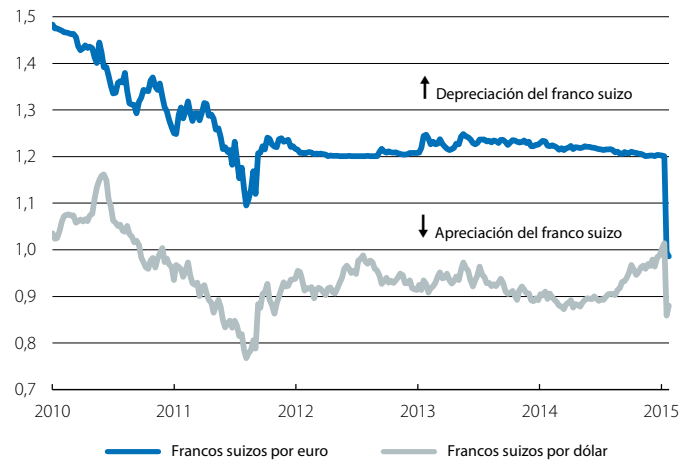
**El banco central suizo (SNB) anuncia la supresión del límite del franco suizo frente al euro.** El trasfondo de esta decisión obedece a la gran dificultad que supondría para las autoridades monetarias suizas ceñirse al tipo de cambio mínimo (1,20 francos por euro) ante la implementación del QE en la UEM. La actuación del SNB, del todo inesperada, provocó la apreciación del 13% y del 10% del franco respecto al euro y el dólar, respectivamente, hasta finales de enero, y desembocó en elevadas dosis de volatilidad en los mercados de divisas. Además, el SNB también rebajó el tipo oficial de depósitos hasta el -0,75% con el fin de imprimir mayor laxitud monetaria y tratar de contener los efectos indeseados de la apreciación del franco. El SNB no ha sido la única institución monetaria que ha rebajado los tipos de interés. Los bancos centrales de Dinamarca y Canadá han actuado en esta misma dirección: el primero, con el fin de contener la apreciación sobre su divisa, y el segundo, a causa de las presiones desinflacionistas.

**Los treasuries recogen la volatilidad global.** Los efectos de la actuación del banco central suizo sobre los mercados de divisas, las amenazas deflacionistas globales y la incertidumbre sobre los comicios griegos favorecieron el *flight to quality* de los flujos de capitales hacia la deuda norteamericana. Además, aspectos de carácter doméstico, como la ausencia de presiones inflacionistas vía salarios y la moderación de las expectativas de subidas de los tipos oficiales por parte de la Reserva Federal, han pronunciado la caída de la pendiente de la curva. No obstante y de cara a los próximos trimestres, el buen pulso de la actividad económica en EE. UU., debería respaldar la recuperación de la rentabilidad de los bonos a medio y largo plazo.

**Los mercados acogen con agrado las decisiones del BCE.** Si bien los inversores estaban anticipando alguna clase de actuación por parte de la entidad europea desde finales de diciembre, el anuncio del QE soberano en la eurozona, más agresivo de lo previsto, ha supuesto un descenso adicional en las rentabilidades de los bonos, tanto de los países *core* como de la periferia. El *bund* alemán se ha situado en mínimos históricos de rentabilidad, por debajo del 0,4%. De igual manera, y alimentados por la incertidumbre sobre el futuro político de Grecia, los tramos cortos de la deuda pública de algunos países, como Alemania, Holanda y Francia están ofreciendo rentabilidades negativas. En la periferia, el impacto del anuncio de las medidas del BCE se tradujo en reducciones de TIR en todos los tramos, con estrechamiento de los diferenciales y aplanamiento en las pendientes. Destaca el descenso histórico de la *yield* del bono español a 10 años hasta el 1,38%. En cuanto a Grecia, la elección de Syriza al frente del Gobierno ha reavivado los temores de los inversores, lo que se ha traducido en fuertes alzas en las *yields* de la deuda pública griega y notables caídas de la bolsa de Atenas. Estas últi-

**Tipo de cambio del franco suizo frente al euro y al dólar**

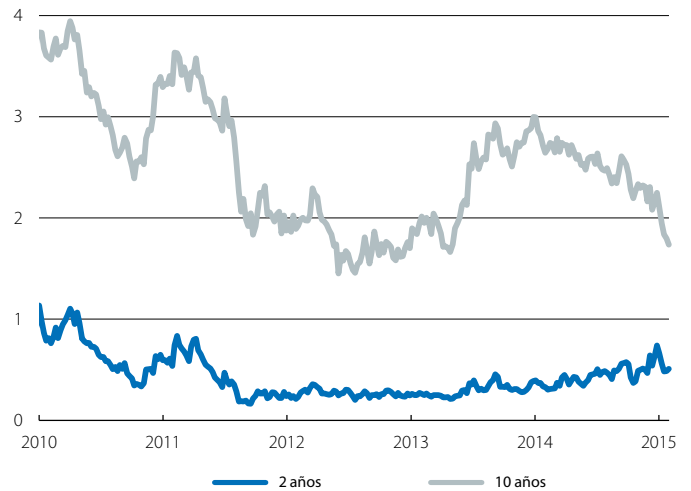
(Francos suizos)



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

**EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública**

(%)

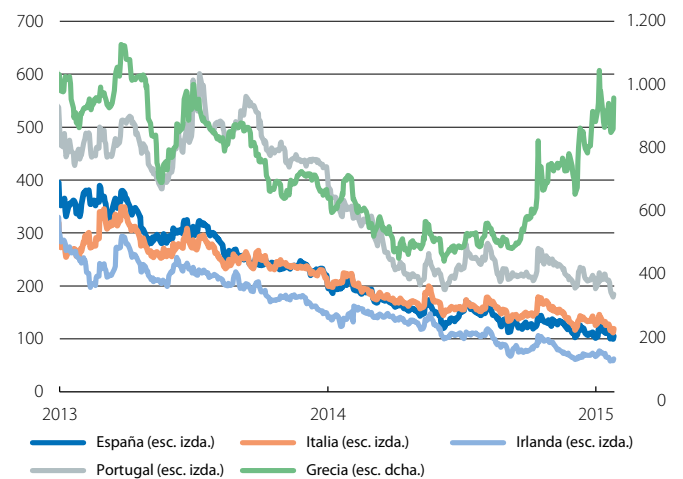


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: spreads de la deuda pública a 10 años**

(p. b.)

(p. b.)



Nota: Spread respecto a la rentabilidad del bono alemán a 10 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

mas se han visto intensificadas por las tensiones de liquidez aparecidas en el sector financiero. No obstante, destaca la ausencia de contagio al resto de la deuda de la periferia europea, atribuible en parte a la puesta en marcha del QE soberano del BCE.

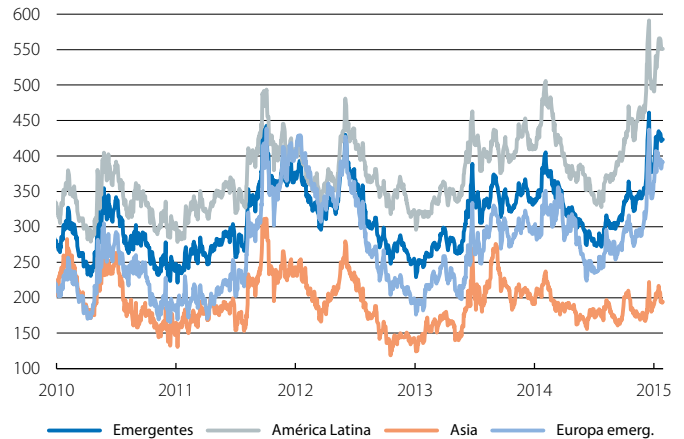
**La laxitud monetaria se traslada al bloque emergente.** El abaratamiento de las materias primas, especialmente del petróleo, ha reducido las presiones inflacionistas a nivel global. Esta circunstancia ha sido aprovechada por algunos bancos centrales emergentes como el de la India, que ha sorprendido con una bajada de los tipos de interés. Por su parte, el deterioro del entorno macroeconómico y financiero de Rusia comienza a incidir tanto en el ámbito corporativo como en el bancario. Las crecientes tensiones de solvencia y liquidez del sector financiero constituyen un foco de vulnerabilidad para la economía rusa, y pueden verse agravadas por la rebaja del *rating* soberano. Ante este escenario, el banco central ruso ha reducido, inesperadamente, el tipo rector en 200 p. b. hasta el 15%. El caso de Brasil, en cambio, se erige como una excepción en este contexto de rebaja de tipos, con una subida del tipo rector de 50 p. b. hasta el 12,25%.

**Las medidas del BCE dan un respiro a la renta variable.** El inicio del ejercicio ha estado marcado por el aumento de la frecuencia y la amplitud de los episodios de volatilidad. La intensa caída del precio del crudo, las actuaciones inesperadas de algunos bancos centrales, la desaceleración de la economía china y la amenaza deflacionista global fueron argumentos suficientes para mermar la confianza de los inversores, que optaron por activos más seguros como la deuda pública. Sin embargo, la tendencia de los principales índices globales, y de los europeos en particular, se tornó positiva después de que el BCE anunciara la ampliación y la duración de su programa de compra de activos. En suma, estos factores han relegado a un segundo plano la campaña de resultados empresariales del 4T 2014. Para las compañías del S&P 500, el balance está siendo positivo hasta el momento, aunque menos que en ejercicios anteriores debido a la caída de las ganancias de las empresas energéticas y al efecto de la apreciación del dólar. Por el contrario, para la eurozona se espera que la extensión del balance del BCE y la depreciación del euro constituyan palancas importantes sobre las que se asentará la mejora de los beneficios corporativos.

**La depreciación del euro se intensifica.** El anuncio de la expansión monetaria del BCE imprimió mayor vigor a la pérdida de valor del euro frente a las principales divisas. La moneda europea llegó a cambiarse a 1,11 dólares, su valor más bajo en 11 años, si bien recuperó vigor en las jornadas posteriores hasta situarse alrededor de 1,14 dólares. La divergencia existente entre las políticas monetarias del BCE y de la Fed anticipa que la tendencia depreciatoria del euro se mantendrá durante este año, aunque la contención de las expectativas de normalización de los tipos en EE. UU. podría revertir puntualmente este movimiento. En cuanto a las materias primas, el precio del barril de crudo Brent ha seguido descendiendo, situándose alrededor de los 50 dólares. Otra referencia significativa la encarna el abaratamiento del cobre. Su cotización se ha visto afectada negativamente ante la moderación de las perspectivas de crecimiento mundial.

**Spreads de bonos soberanos de los países emergentes \***

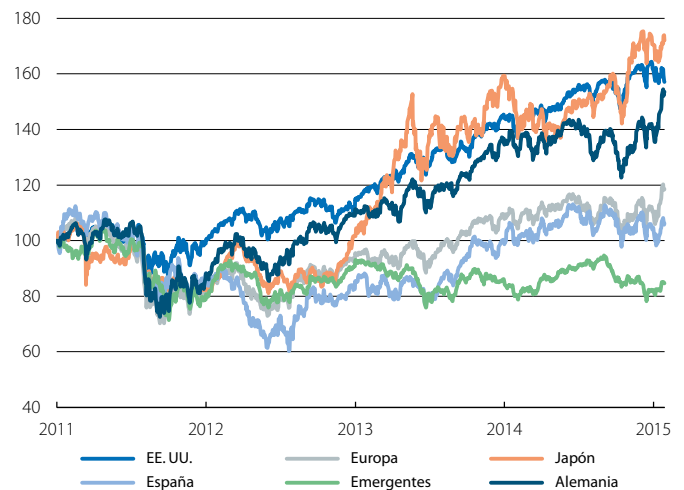
(p. b.)



*Nota:* \* Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Evolución de las principales bolsas internacionales**

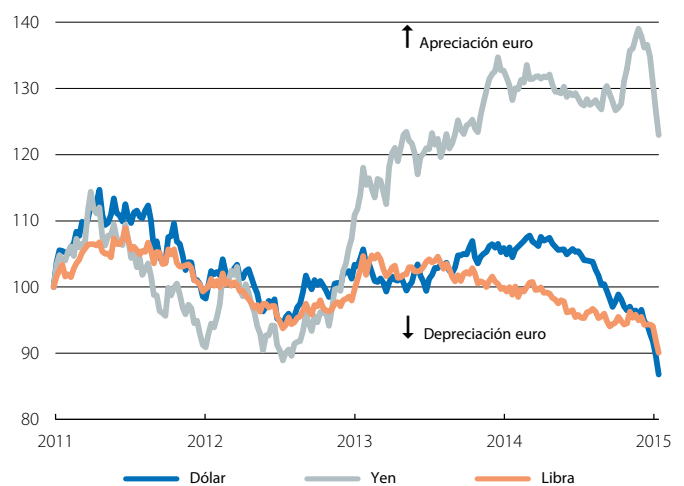
Índice (enero 2011 = 100)



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

**Cotización de diferentes divisas frente al euro**

Índice (enero 2011 = 100)



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

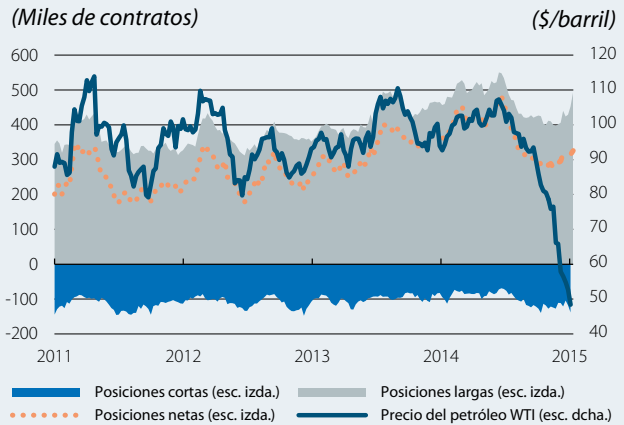
## FOCUS · La operativa de derivados financieros sobre el petróleo: ¿víctima o verdugo?

La comunidad financiera recordará 2014 como el año en que los precios del petróleo registraron, contra todo pronóstico, uno de los mayores desplomes desde el estallido de la crisis financiera en 2008. Tras el hundimiento del 46% en 2014, la cotización del crudo ha retrocedido un 15% desde inicios de año. Aunque el consenso es amplio a la hora de identificar los factores que han originado esta situación (exceso de oferta, reducción de las previsiones de demanda, estrategia de la OPEP), hay otros aspectos más controvertidos. En concreto, la incidencia de la operativa financiera de los mercados de derivados del petróleo sobre los precios y la volatilidad de estos constituye un área de debate en los círculos financieros y académicos, que se ha reavivado en el contexto actual del mercado petrolero.

Para tratar de arrojar luz sobre la influencia que ejerce el fenómeno de la financiarización del petróleo conviene partir de dos apreciaciones importantes. La primera tiene que ver con la naturaleza de la evolución, en muchas ocasiones paralela, de las posiciones especulativas y de la cotización del crudo. Durante los últimos seis meses de 2014 las posiciones especulativas netas sobre el petróleo WTI se redujeron un 35%, hasta los 312.000 contratos, debido al cierre de posiciones largas y al aumento de las cortas. En ese mismo periodo, el descenso del precio del barril de crudo alcanzó el 50%, hasta los 53 dólares. ¿Hay una relación de causalidad entre una y otra variable? La evidencia empírica apunta a que no, con el argumento de que en el comportamiento de ambas subyacen múltiples factores comunes: expectativas sobre la oferta y demanda de crudo futuras, crecimiento mundial y acumulación de reservas petroleras. Este último punto queda reflejado en el primer gráfico: mientras la cotización del crudo descendía vertiginosamente durante la segunda mitad de 2014, las posiciones netas especulativas se mantuvieron estables. En segundo lugar, conviene discernir qué flujos obedecen a estrategias puramente especulativas y cuáles no, una tarea compleja en muchas ocasiones. En este sentido, presumir que la totalidad de la actividad de los agentes no comerciales es especulativa resulta de utilidad pero carece de precisión.

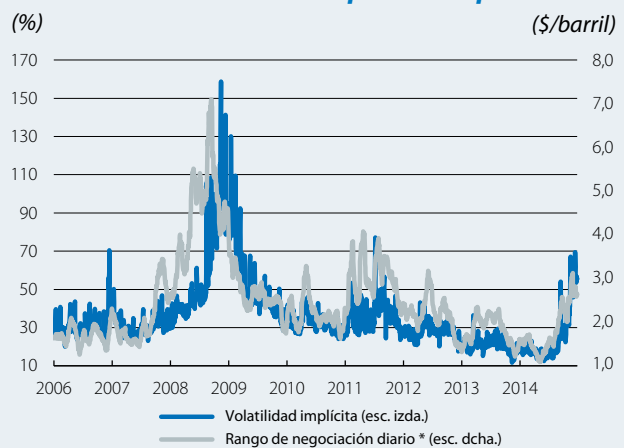
A diferencia de lo que ocurre con los niveles de los precios del crudo, la operativa financiera sí ha incidido en sus niveles de volatilidad. Ello obedece a una actividad de los operadores de derivados más intensa de lo habitual, lo que a su vez responde a la gran incertidumbre que afecta a los fundamentos del petróleo. Esta circunstancia puede observarse en el tercer gráfico, que muestra cómo el número de contratos vigentes de opciones *put* (de venta) con precios de ejercicio muy bajos se ha disparado. Con todo, es previsible que la volatilidad tienda a normalizarse a medida que las estrategias de los operadores de derivados incorporen el nuevo escenario de precios del crudo.

### Petróleo: posicionamiento de los agentes especulativos \*



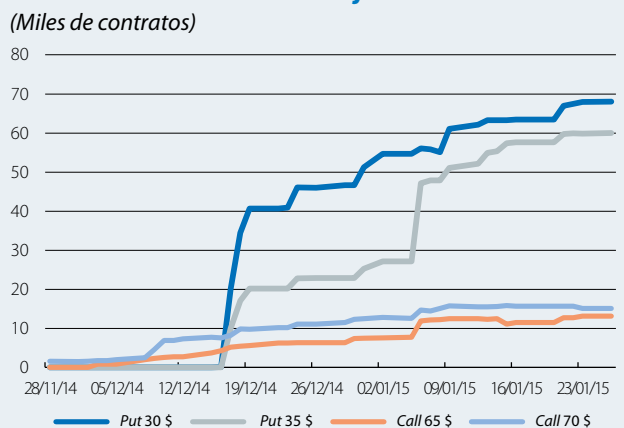
**Nota:** \* Número de contratos de futuros y opciones sobre el barril de petróleo WTI en manos de agentes no comerciales.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y de la CFTC.

### Medidas de volatilidad del precio del petróleo



**Nota:** \* Diferencia entre la cotización máxima y mínima del barril WTI en una sesión.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Opciones sobre el petróleo WTI: contratos activos con vencimiento en junio de 2015



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

## FOCUS · Vientos favorables para la financiación del Tesoro en 2015

Durante el último año, las condiciones del mercado de deuda pública española han mejorado notablemente. La perspectiva de continuidad de este escenario ha llevado al Tesoro a diseñar una estrategia de financiación ambiciosa para 2015. El objetivo establecido es doble: reducir el coste medio de la deuda en circulación a la vez que se alarga su vida media para suavizar el perfil de vencimientos. Un fin que, dada la interrelación entre ambas variables, no es trivial.

La comparativa con el resto de países de la eurozona muestra que España presenta registros insatisfactorios: el coste medio de la deuda está entre los más elevados y la vida media es una de las más cortas. Solamente Portugal o Italia muestran valores similares, aunque debe tenerse en cuenta que los datos de Irlanda y Grecia serían mucho peores sin las ayudas financieras oficiales recibidas con motivo de sus programas de rescate. En relación con países con finanzas más estables, el margen de mejora del caso español presenta un recorrido claro.

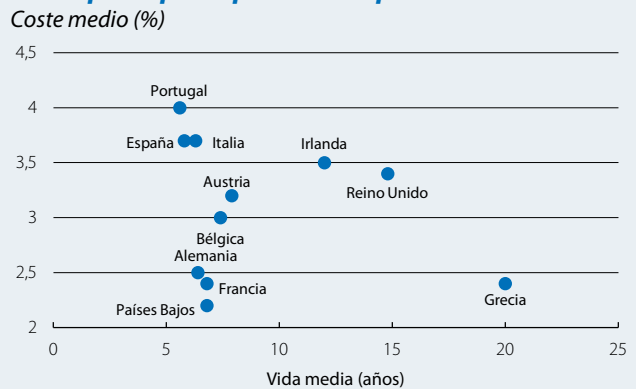
En principio, la consecución del objetivo dual del Tesoro no es sencilla. Dada la pendiente positiva de la curva de tipos de interés en función del vencimiento, una política de priorizar las emisiones a largo plazo para aumentar la vida media de la deuda tiende a elevar el coste medio de financiación. Esta disyuntiva constituye un elemento clave de la política de financiación de cualquier Tesoro. Durante los años de crisis, el Tesoro español optó por contener el coste medio aceptando una reducción de la vida media a través de la concentración de las nuevas emisiones en tramos de menor duración. En 2014, la mejora de las condiciones del mercado soberano permitió un cambio en la estrategia del Tesoro, que, al afrontar el *trade-off* entre reducir el coste o alargar la vida media de la deuda, optó por esta última. Así, el peso de las emisiones a largo plazo volvió a incrementarse, lo que elevó la vida media de 6,2 a 6,3 años. Afortunadamente para el Tesoro, gracias al descenso del conjunto de la curva de tipos, esta decisión fue compatible con una reducción del coste medio de dos décimas (la mitad de lo que se habría conseguido si se hubiera mantenido la vida media constante).

Los factores que explican esta mejora simultánea son varios. Primero, las menores tensiones de las condiciones de financiación en los mercados, que redujeron significativamente las *yields* soberanas en el conjunto de países. Segundo, la mejora de la economía española y su impacto sobre la prima de riesgo. Y tercero, la gestión realizada por el Tesoro. En este último aspecto destaca la ampliación de la base inversora, a través de innovaciones como la emisión de bonos indexados a la inflación o de colocaciones de deuda a través de operaciones sindicadas. Todo ello elevó el porcentaje de deuda en manos de extranjeros (del 43,7% al 49,4%). Asimismo, el canje de deuda con vencimiento en 2015 por nuevas obligaciones a 10 años contribuyó al aumento de la vida media.

De cara a 2015, todo apunta hacia el mantenimiento de un entorno financiero propicio. Así, el anuncio de un programa de compra de deuda soberana por parte del BCE supondrá la adquisición de algo más de 50.000 millones de euros en títulos españoles durante 2015 (prácticamente el 7% del total de deuda en circulación entre 2 y 30 años).<sup>1</sup> Todo ello debe contribuir a la reducción del coste medio de la deuda gestionada por el Tesoro español.

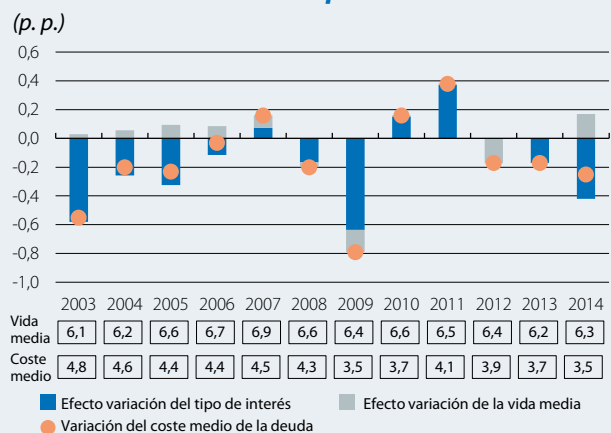
Es decir, el objetivo doble marcado por el programa de financiación recibirá el viento favorable procedente del contexto financiero actual. Sin embargo, es necesario persistir en una gestión eficiente que permita, simultáneamente, elevar la vida media de la deuda pública y reducir su coste. Las velas están desplegadas y hay viento de popa. El Tesoro no puede, sin embargo, descuidar el timón.

### Coste y vida medios de la deuda pública de los principales países europeos \*



**Nota:** \* Datos referentes al conjunto de la deuda pública del país (incluye la deuda gestionada por el Tesoro, créditos y deuda de entidades regionales).  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de estimaciones de la CE y del FMI.

### Contribución al cambio del coste medio de la deuda del Tesoro español



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

1. Los beneficios que obtenga el BCE por el cobro de los intereses acabarán siendo distribuidos entre los distintos Tesoros públicos de la eurozona.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	30-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Euro</b>					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0	-20
Euríbor 3 meses	0,05	0,08	-2	-2	-24
Euríbor 12 meses	0,27	0,33	-6	-6	-29
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,14	-0,06	-8	-8	-23
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,18	-0,10	-8	-8	-28
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,30	0,54	-24	-24	-142
Deuda pública a 10 años (España)	1,42	1,61	-19	-19	-228
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	112	107	5	5	-86
<b>Dólar</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,25	0,26	-1	-1	1
Líbor 12 meses	0,62	0,63	-1	-1	5
Deuda pública a 1 año	0,14	0,21	-7	-7	6
Deuda pública a 2 años	0,45	0,66	-21	-21	11
Deuda pública a 10 años	1,64	2,17	-53	-53	-105

### Spreads deuda corporativa (p. b.)

	30-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	63	-3	-3	-21
Itraxx Financiero Sénior	68	67	1	1	-32
Itraxx Financiero Subordinado	143	149	-6	-6	-3

### Tipos de cambio

	30-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,129	1,210	-6,7	-6,7	-16,7
€/euro	132,650	144,850	-8,4	-8,4	-4,7
£/euro	0,750	0,777	-3,5	-3,5	-8,8
¥/\$	117,490	119,780	-1,9	-1,9	14,4

### Materias primas

	30-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	422,5	437,8	-3,5	-3,5	-7,6
Brent (\$/barril)	50,8	55,8	-8,9	-8,9	-53,2
Oro (\$/onza)	1.283,8	1.184,9	8,3	8,3	3,2

### Renta variable

	30-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.995,0	2.058,9	-3,1	-3,1	11,2
Eurostoxx 50	3.351,4	3.146,4	6,5	6,5	10,7
Ibex 35	10.403,3	10.279,5	1,2	1,2	4,4
Nikkei 225	17.674,4	17.450,8	1,3	1,3	17,8
MSCI emergentes	961,6	956,3	0,6	0,6	2,7
Nasdaq	4.635,2	4.736,1	-2,1	-2,1	12,4



## COYUNTURA · EE. UU. lidera la recuperación

El FMI espera que la economía mundial crezca un 3,5% en 2015 y un 3,7% en 2016, por encima del 3,3% de 2014, pero, en ambos casos, tres décimas por debajo de la previsión de octubre. La recuperación de 2015 viene marcada por la caída del precio del petróleo, que apoya un mayor crecimiento, especialmente en las economías avanzadas. Con todo, la lista de riesgos a la baja sigue siendo importante. Destacan los geopolíticos y los financieros, incluido el proceso de normalización monetaria estadounidense. Por países, a excepción del pronóstico para EE. UU., que vuelve a mejorar, la revisión a la baja es generalizada: relativamente moderada en la eurozona y en Japón, y mayor en las economías emergentes (cuyo avance esperado para 2015 mengua del 5,0% al 4,3%). En China y en la India, a pesar de la revisión a la baja que se ha llevado a cabo, todavía se espera un crecimiento por encima del 6%. La revisión ha sido más importante en los países exportadores de petróleo, entre los cuales destaca de forma especial Rusia, con un crecimiento previsto para 2015 que ahora se sitúa en el -3,0%.

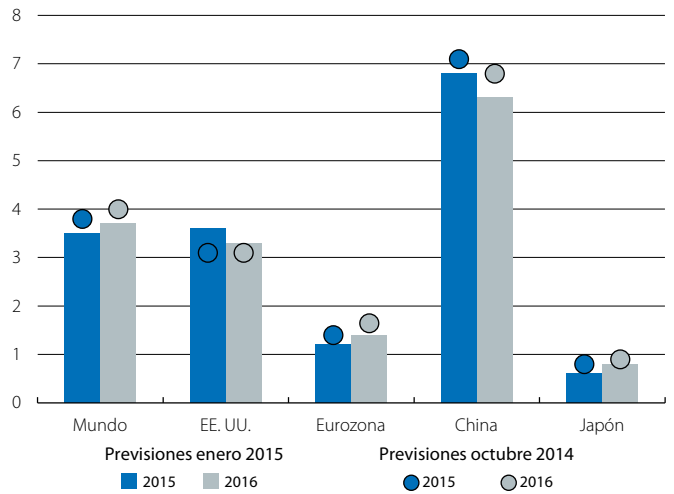
### ESTADOS UNIDOS

El PIB creció un robusto 0,7% intertrimestral en el 4T 2014 gracias al empuje continuado del consumo privado (apudado por los bajos precios de la gasolina) y a la recuperación de la inversión residencial, que compensaron la leve desaceleración de la inversión no residencial y el retroceso del gasto público a causa de desajustes en la desestacionalización del gasto militar. El avance de la economía estadounidense para el conjunto de 2014, que se ha visto lastrado por un débil 1T, queda, así, en el 2,4%, una décima más de lo que esperábamos. De cara a 2015, aumentamos en cuatro décimas nuestra previsión (hasta el 3,5%), en línea con las previsiones del FMI (3,6%) y por encima del potencial del país (que se sitúa en torno al 2,2%). Este incremento en el pronóstico se apoya en el mejor dato del 4T y en un precio del crudo que estimamos que será algo más barato en 2015 (concretamente, un 20% por debajo de nuestra previsión de enero). Además, el buen tono de la economía estadounidense en 2015 se sustentará en un menor ajuste fiscal y en la continuada recuperación del sector inmobiliario. Estos factores compensarán la fortaleza del dólar, una cierta desaceleración en la inversión en equipo y unos salarios que todavía siguen avanzando por debajo de lo deseable.

Los indicadores de actividad más recientes confirman la fortaleza de la economía estadounidense. La Reserva Federal, en el estudio de campo que elabora regularmente (*Beige Book*), sigue avalando el contexto de expansión del país. Asimismo, los índices de sentimiento empresarial (ISM), a pesar del leve retroceso de diciembre, se corresponden con crecimientos robustos del conjunto de la economía, con niveles de 55,5 y 56,2 puntos para manufacturas y servicios, respectivamente. También el gasto de consumo de los hogares (que representa el 70% del PIB) fue vigoroso en los últimos cuatro meses, con una menor tasa de ahorro (el incremento del gasto de consumo supera al de la renta disponible).

### FMI: previsiones de crecimiento para 2015 y 2016

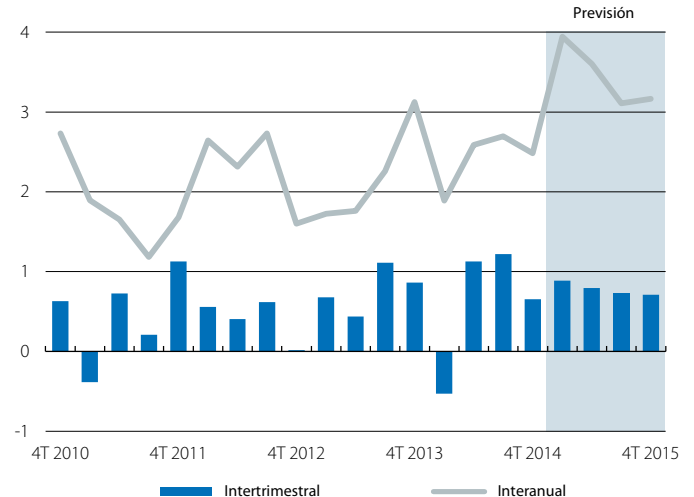
Variación anual (%)



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

### EE. UU.: PIB

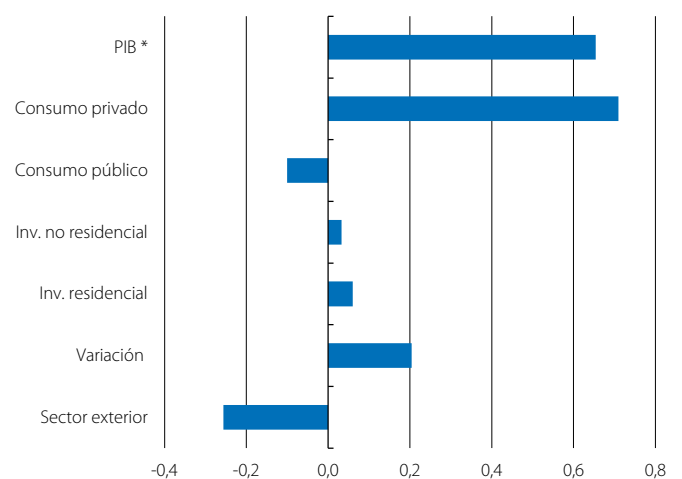
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

### EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 4T (p. p.)



Nota: \* Variación intertrimestral.

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



**El vigor del mercado laboral sigue sin producir incrementos salariales.** En diciembre se crearon 252.000 puestos de trabajo, de nuevo por encima de los 200.000, cifra que indica un mercado fuerte. Ello deja la creación de empleo para el conjunto de 2014 en cerca de tres millones, lo que dobla la media histórica desde 1980. Asimismo, la tasa de paro descendió dos décimas hasta el 5,6%, muy cerca del 5,0% de diciembre de 2007, momento anterior al inicio de la crisis. Sin embargo, esta evolución indudablemente positiva presenta dos sombras. La primera es el estancamiento continuado de la tasa de actividad (los que trabajan y los que buscan trabajo), que, en diciembre, descendió ligeramente hasta el 62,7% de la población mayor de 16 años, lejos del 66% anterior a la crisis. Una parte importante de esta diferencia se debe a factores no demográficos. En especial, a la todavía elevada proporción de desanimados, cuya reinserción en el mercado laboral es difícil. La segunda es el elevado subempleo, personas que trabajan a tiempo parcial obligadas por la coyuntura del mercado, y que querrían hacerlo a tiempo completo. El *Bureau of Labor Statistics* contabiliza una tasa amplia de desempleo (denominada U6), que incluye este subempleo y que, en diciembre, se situó en el 11,2%, el doble que la tasa de paro. Este desempleo amplio también evoluciona a la baja pero a un ritmo más lento que la tasa oficial de paro, lo que, sin duda, dificulta que observemos mayores mejoras salariales.

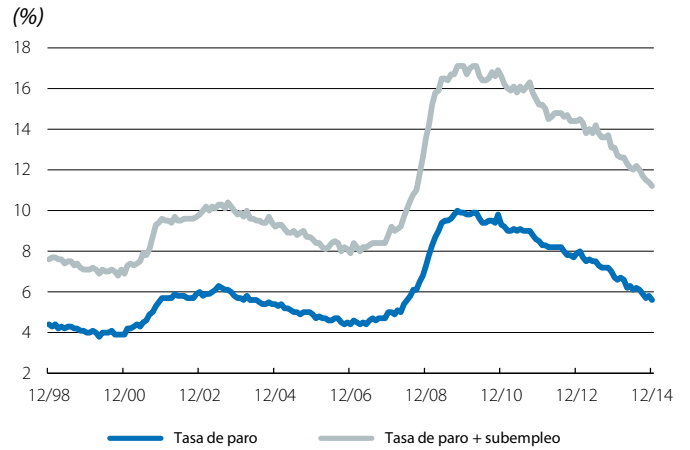
**La contribución de la construcción al avance del PIB debería aumentar en 2015.** La crisis (y la consiguiente pérdida de empleos) ralentizó la formación de hogares, lo que redujo la demanda de viviendas. Ello ha creado un *pool* considerable de hogares pendientes de formación que debería alimentar el mercado inmobiliario en 2015 y 2016. Así, la robusta cifra de 1.089.000 viviendas iniciadas (en términos anuales) en diciembre de 2014 sigue teniendo un importante margen de mejora, pues se sitúa significativamente por debajo del millón y medio promedio del periodo 2000-2007. Este nivel podría alcanzarse con la paulatina normalización de la formación de hogares. Muestra de que este proceso avanza es el hecho de que la proporción de viviendas vacantes respecto al total del parque de viviendas ya se encuentre en niveles previos a la burbuja (el 3,5% de 2002).

**La inflación estadounidense se desacelera, a pesar de la actividad robusta.** El IPC de diciembre avanzó un 0,8% interanual, cinco décimas por debajo del registro de noviembre, a causa de la fuerte caída del componente energético. Por su parte, el índice subyacente (sin alimentos ni energía) avanzó un 1,6% interanual, una décima por debajo del dato de noviembre. En este sentido, es sintomático que la Fed, en su reunión de enero, admitiera que la inflación de los últimos meses se ha reducido de forma substancial por debajo del objetivo del 2%. Ello, junto con la rebaja en nuestra previsión del petróleo para 2015, implica una rebaja en las estimaciones de la inflación estadounidense (del 1,0% en promedio al 0,5%).

**JAPÓN**

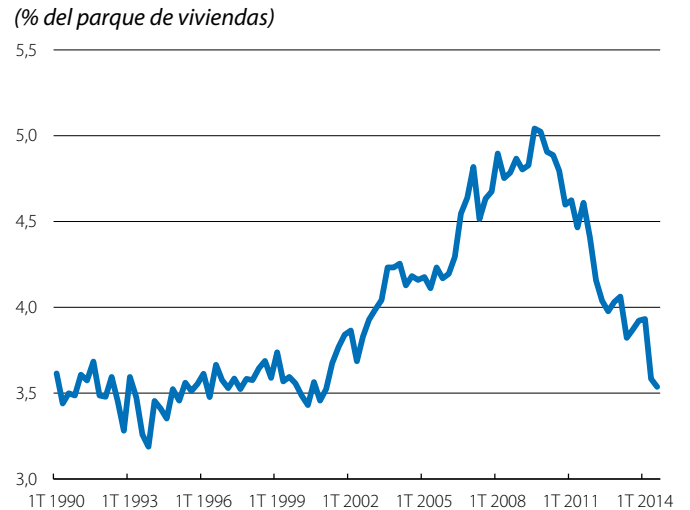
**El primer ministro Shinzo Abe presenta un presupuesto récord para reactivar la economía en 2015.** El gasto público aumentará un 0,5% por el coste de las pensiones, el fuerte

**EE. UU.: tasa de paro y tasa de paro más subempleo \***



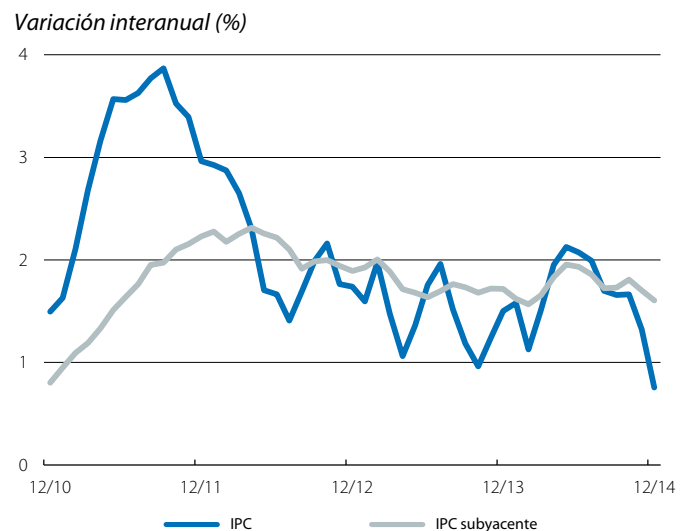
*Nota:* \* Tasa de paro (% de la población activa), tasa de paro + subempleo = U6 (incluye a los empleados a tiempo parcial involuntarios, por razones económicas).  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

**EE. UU.: inmuebles vacantes \***



*Nota:* \* Vacantes para la venta o alquiler excluyendo ocasionales.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Department of Commerce.

**EE. UU.: IPC**



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

aumento de la partida de defensa y el paquete fiscal del 0,7% del PIB destinado a los hogares con rentas bajas y a las pymes (precisamente, los sectores más perjudicados por la debilidad del yen). El Ejecutivo opina que la recuperación de la demanda interna no es compatible con nuevos recortes. Así lo confirman un consumo privado de los hogares y una confianza del consumidor en niveles bajos tras la subida del IVA del pasado 1 de abril. El aumento de los ingresos fiscales por el incremento del IVA contribuirá, empero, a reducir el déficit público en 2015. Otra ayuda procederá de la debilidad del yen que, combinada con la caída del precio del petróleo, ya propició una reducción del déficit comercial en diciembre.

**Los precios siguen lejos del objetivo del 2% del BOJ.** El IPC de diciembre creció un 2,4% interanual, un 0,3% sin el efecto de la subida del IVA, mientras que el IPC sin alimentos (pero con energía) que utiliza el BOJ como referencia, se quedó en un 0,5% de subida interanual descontado el efecto del IVA. Por su parte, el pasado 26 de enero, el BOJ rebajó su objetivo de inflación para el año fiscal de 2015 del 1,7% al 1,0%, lo que introduce un sesgo bajista a nuestra previsión de inflación para 2015 (1,4%).

**EMERGENTES**

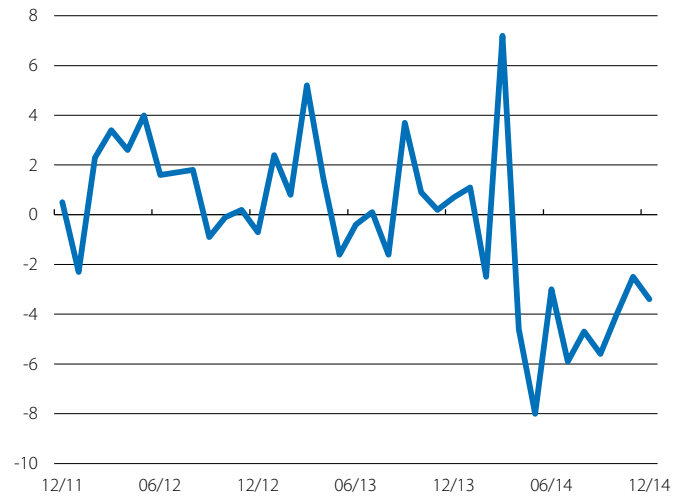
**China desacelera pero seguimos esperando un aterrizaje suave.** El PIB avanzó un 7,3% interanual en el 4T 2014, dejando el cómputo anual en el 7,4%, algo por debajo de nuestras previsiones, pero sorprendiendo positivamente al consenso. Este crecimiento anual es el más bajo desde 1990, acorde con la reciente rebaja de previsiones del FMI y con la probable rebaja del objetivo oficial de crecimiento (del 7,5% al 7%) en marzo. En línea con el proceso de ralentización controlada que persigue el Ejecutivo, y ante la leve desviación del dato de 2014, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para 2015 y 2016 en dos y una décimas, respectivamente (hasta el 7,0% y el 6,6%). Los más recientes indicadores de actividad siguen apoyando la hipótesis de una transición suave. Así, el índice de producción industrial se aceleró hasta el 7,9% interanual en diciembre y las ventas minoristas, hasta el 11,9%.

**La India se beneficia del petróleo barato.** El Banco Central, que prosigue una línea de rigor monetario, bajó su tipo de referencia del 8,0% al 7,75% tras varios meses de inflación moderada (5% en diciembre), y dejó la puerta abierta a nuevos descensos. La India, cuyas importaciones de petróleo (con el Brent a 108 dólares/barril) representaban el 5,3% del PIB, el doble del 2,4% de China, ve cómo el petróleo barato mejora su cuadro macroeconómico y le da margen de maniobra para efectuar reformas que empujen el crecimiento por encima del 6,0%.

**En los otros emergentes de referencia, la tónica dominante es la disparidad.** Rusia se adentra en una recesión intensa (esperamos que en 2015 el PIB caiga de forma pronunciada) por la incertidumbre geopolítica, el descenso del precio del petróleo y el desplome del rublo. En Brasil, la nueva legislatura arrancó con el anuncio de un ambicioso ajuste fiscal para 2015, equivalente al 1% del PIB. Esta mayor ortodoxia debería contribuir a recuperar la confianza inversora, aunque nos hace disminuir la previsión de crecimiento para 2015 del 1,3% al 1,0%.

**Japón: consumo de los hogares**

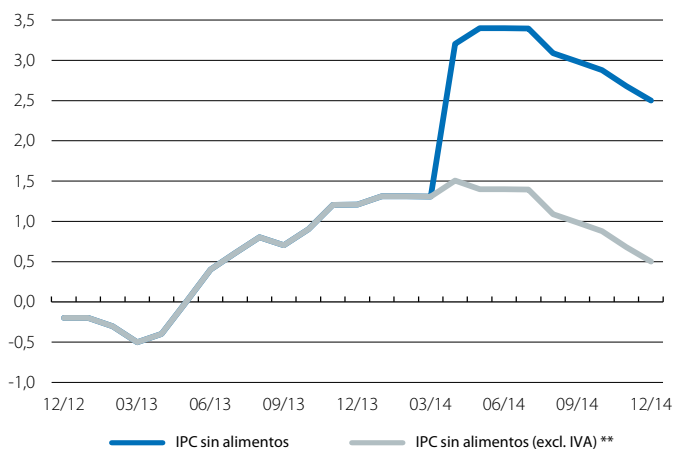
Variación interanual en términos reales (%)



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

**Japón: IPC sin alimentos \***

Variación interanual (%)



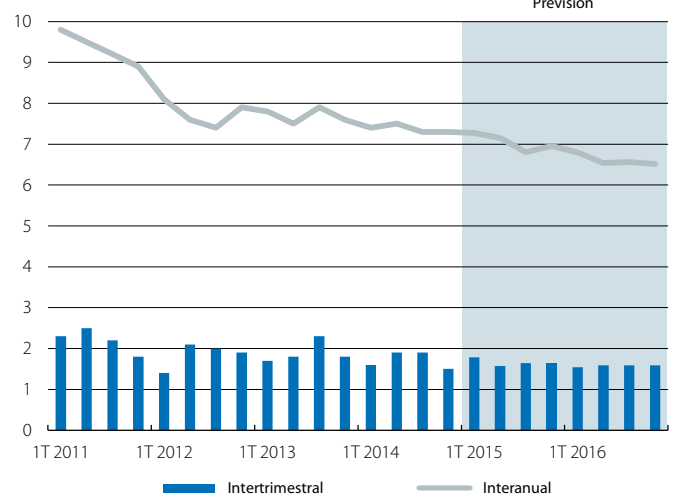
Notas: \* IPC sin alimentos frescos (pero con energía), referencia del BOJ.

\*\* No incluye el impacto de la subida del IVA en abril de 2014 de 5% al 8%.

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

**China: PIB**

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

## FOCUS · Dólar fuerte, ¿deuda emergente frágil?

Uno de los desarrollos macroeconómicos más destacados de los últimos meses ha sido la notable alza del dólar, que se ha apreciado más de un 10% interanual respecto a la cesta de principales divisas. Como resultado, muchas monedas emergentes han perdido valor respecto al billete verde: superan depreciaciones de dos dígitos divisas de países como Rusia, Hungría, Polonia, Colombia, Chile, Brasil o México. Dado que esta apreciación se da en un momento en el que las emisiones de deuda internacional (deuda pública y privada en manos de no residentes) por parte de muchos emergentes están creciendo y que estas están mayoritariamente denominadas en dólares, la preocupación está servida: ¿podemos estar en la antesala de un episodio de estrés financiero provocado por las dificultades de los emergentes para atender al servicio de su deuda?

A fin de responder a la cuestión, de entrada hay que contextualizar la trayectoria reciente de la deuda internacional. Ciertamente, el aumento de la deuda internacional es notable: según datos del Banco Internacional de Pagos, entre 2010 y 2014, el saldo vivo de títulos de deuda internacional (pública y privada) de un conjunto de 15 emergentes de referencia ha crecido un 82%, del orden de un 20% en promedio anual. En ese mismo periodo, la deuda internacional de los países desarrollados se mantuvo prácticamente estable. La cuestión, por tanto, es procedente.

No obstante, cuando se establece un periodo temporal dilatado y se compara respecto al PIB (una medida mejor para calibrar la capacidad de repago que los montantes absolutos), se constata que la evolución reciente de la deuda internacional del grupo de principales emergentes, aunque ciertamente alcista en los últimos años, no la ha situado en niveles históricamente elevados. De hecho, los niveles de 2014 se situaban por debajo del promedio de largo plazo 1992-2014. Si en vez del saldo de títulos de deuda se utiliza la deuda externa, un concepto más amplio que incluye, además de títulos de deuda, préstamos, créditos y otros pasivos, las conclusiones se mantienen: ha habido un crecimiento claro desde 2010 pero los niveles actuales no pueden considerarse excesivos en términos históricos.

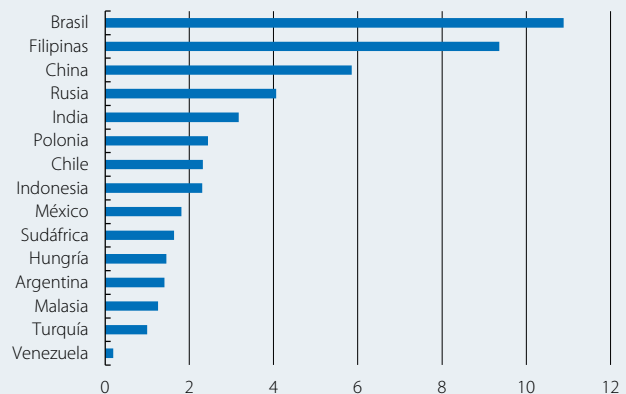
Más matizada es la conclusión cuando se analizan las diferencias entre países. Entre los principales emergentes, el crecimiento de la deuda externa en 2010-2014 ha sido superior al promedio de dicho conjunto en siete países: Sudáfrica, Malasia, Polonia, Turquía, Chile, México y Venezuela. No obstante, de estos, solo los dos primeros tienen niveles de deuda externa en sus máximos desde 1990. Esta situación de disparidad por países se repite cuando abordamos el margen de maniobra de los países más afectados por la acumulación de la deuda externa. Una forma habitual de afrontar la cuestión es comparar la deu-

da externa exigible a corto plazo con el nivel de reservas. Cabe recordar que, en una situación de incertidumbre cambiaria y de financiación exterior, las reservas delimitan la capacidad de respuesta.

Pues bien, cuando se compara el nivel de reservas con la deuda externa a corto plazo, el único país en que las reservas no alcanzan a cubrir la deuda externa a corto plazo es Venezuela. En el siguiente nivel de riesgo encontramos países cuyas reservas cubren menos de dos veces el nivel de deuda externa:<sup>1</sup> Turquía, Malasia, Argentina, Hungría, Sudáfrica y México. ¿Deberían preocuparnos estos seis países? La posibilidad de que se asista a un episodio de incertidumbre se puede vincular a la calidad de sus fundamentos macroeconómicos. En ese sentido, cuando se analizan sus principales desequilibrios (inflación, déficit público y saldo corriente) se constata que Sudáfrica es la que acumula más retos (tienen excesivos desequilibrios en las tres variables mencionadas). A distancia, Turquía, con un nivel de inflación y un déficit corriente elevados, tampoco está exenta de riesgos. En el caso argentino, el centro del problema es la inflación, elevada y con malas perspectivas y una evolución al alza del déficit público preocupante (aunque sus niveles no sean por sí mismos alarmantes). Los otros miembros del grupo parecen estar más blindados: Hungría y Malasia están en una posición corriente superavitaria y sin excesivas tensiones inflacionistas, y los desequilibrios mexicanos se han mantenido estables (y en niveles no excesivos para el país) en 2014.

### Economías emergentes: ratio de reservas sobre la deuda externa a corto plazo \*

Número de veces que las reservas superan la deuda externa a corto plazo



Nota: \* 2014, estimado.

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

1. Este es un umbral que implica una capacidad de respuesta notable ante crisis de financiación exterior. Por ejemplo, es un grado de liquidez que permitiría cubrir una salida de capitales similar al de la crisis de 2008-2009, último episodio generalizado de estas características en las economías emergentes.

## FOCUS · ¿Ha finalizado el desapalancamiento de los hogares estadounidenses?

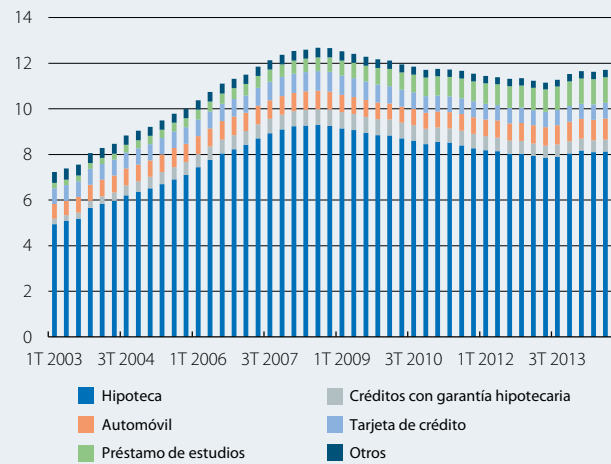
Durante la crisis económico-financiera iniciada en 2008, los hogares estadounidenses entraron en un profundo proceso de desapalancamiento. Este, sin embargo, parece que ya ha llegado a su fin. La deuda de los hogares norteamericanos aumentó en 78.000 millones de dólares entre el 2T y el 3T de 2014. Lejos de tratarse de un fenómeno puntual, el incremento ya se sitúa en los 430.000 millones de dólares entre el 3T 2013 y el 3T 2014, y se ha visto apoyado por un aumento significativo en los préstamos hipotecarios, para los estudios y para la adquisición de automóviles.

Aunque las cifras en términos absolutos son reveladoras, no siempre son las más adecuadas para analizar el nivel de endeudamiento de los hogares, pues no reflejan el crecimiento de la economía ni, por tanto, el aumento de la capacidad de repago de los hogares. Una manera más apropiada de calibrar la sostenibilidad de la deuda familiar es a través de la ratio entre el nivel de deuda y la renta bruta disponible. En este sentido, los datos muestran una imagen ligeramente distinta. Mientras que entre 2008 y 2012 la ratio bajó desde el 115% hasta el 89%, en línea con la corrección en términos absolutos, desde inicios de 2013 se ha mantenido estable en torno al 90%. Precisamente, el nivel en el que se situaba en el periodo precrisis.

El stock de activos brutos de los hogares también es un factor relevante para establecer su capacidad de repago. En la actualidad, con algo más de 95 billones de dólares, el total de activos brutos de las familias se sitúa un 16% por encima de sus niveles precrisis. La fuerte recuperación de la economía estadounidense, cuyos avances del PIB en términos reales se han situado en el 2,2% anual en promedio en el periodo 2010-2014 (cerca del 4% en términos nominales), y la política monetaria ultraexpansiva llevada a cabo por la Fed, han apoyado esta importante mejora. Una mejora que se ha producido de manera generalizada en todos los tipos de activos, pero de manera especialmente destacable en los financieros, que representan un 70% del total. En particular, estos activos han crecido un 48% desde el mínimo alcanzado durante la crisis. En la misma línea, la riqueza neta de las familias estadounidenses no ha hecho más que anotar máximos históricos en prácticamente todos los trimestres tras la brusca caída de 2008. Y, en términos relativos a la renta disponible, dicha riqueza se sitúa cerca del máximo alcanzado a finales de 2006 (véase el tercer gráfico). Sin embargo, es preciso tener en cuenta que, dado que parte del alza de la riqueza financiera se sostiene sobre las medidas ultraexpansivas implementadas por la Fed, es probable que esta se corrija cuando dichas medidas se retiren.

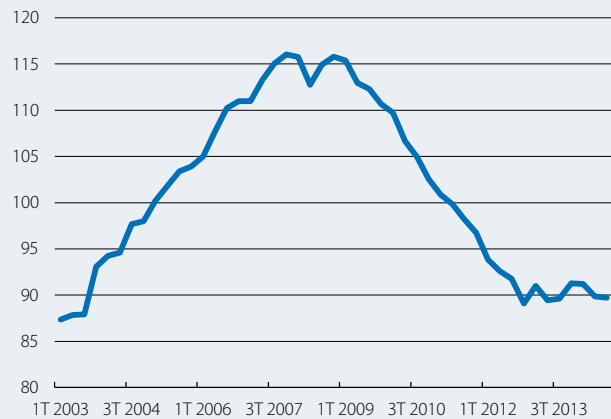
En definitiva, los hogares norteamericanos están aumentando nuevamente su nivel de deuda, pero desde niveles sostenibles y a un ritmo acorde con el avance de sus ingresos. Un elemento que permite a la economía estadounidense encarar con optimismo el ciclo de crecimiento que, poco a poco, va consolidando.

### EE. UU.: deuda bruta de las familias por tipos (Billones de dólares)



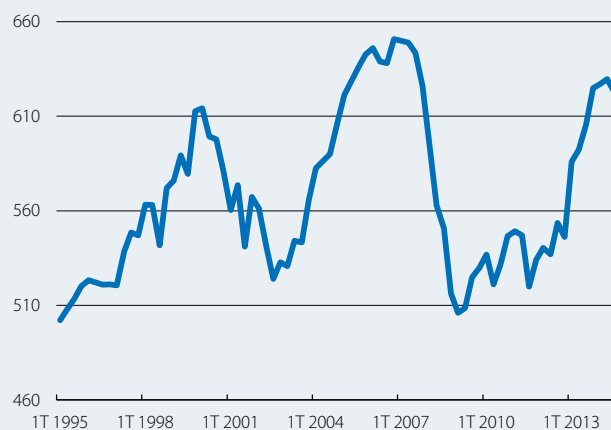
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la New York Fed.

### EE. UU.: deuda bruta de las familias (% de la renta bruta disponible)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la New York Fed.

### EE. UU.: riqueza neta de las familias (% de la renta bruta disponible)



Nota: Además de las familias, incluye las organizaciones sin ánimo de lucro. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Fed (Flow of Funds).

## 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
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,3	2,2	3,1	1,9	2,6	2,7	–	2,5	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,5	2,3	4,1	4,4	4,5	5,0	4,3
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	74,0	80,5	83,4	90,9	94,1	91,0	93,1
Producción industrial	3,8	2,9	3,3	3,3	4,2	4,6	4,4	5,2	4,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	56,7	52,7	55,2	57,6	59,0	58,7	55,5
Viviendas iniciadas (miles)	784	930	1.025	925	985	1.030	1.092	1.043	1.089
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141	158	165	170	171	170	171	173	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,0	6,6	6,2	6,1	5,7	5,8	5,6
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,5	58,9	58,9	59,0	59,2	59,2	59,2
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,3	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,8	–2,9	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,7	1,3	0,8
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,6	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6

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	12/14
<b>Actividad</b>									
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	38,8
Producción industrial	0,2	–0,6	5,8	8,3	2,6	–1,1	–0,8	–1,6	–1,1
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	3,4
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,4	–2,4	–2,4	–2,8	–2,9	–2,9	–2,8	–2,7	–2,6
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	0,0	0,4	1,4	1,5	3,6	3,3	2,9	2,4	2,4
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	0,5	0,6	2,3	2,3	2,1	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

	2013	2014	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14
<b>Actividad</b>									
PIB real	7,7	7,4	7,7	7,4	7,5	7,3	–	7,3	–
Ventas al por menor	13,1	10,3	13,5	11,9	12,3	11,9	11,5	11,7	11,9
Producción industrial	9,9	9,8	10,0	8,7	8,9	8,0	7,7	7,2	7,9
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	51,3	50,3	50,7	51,3	50,8	50,3	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	258	380	258	232	253	320	335	356	380
Exportaciones	7,8	6,1	7,4	–3,4	5,0	13,0	11,6	4,7	9,7
Importaciones	7,3	0,6	7,1	1,7	1,4	1,1	4,6	–6,7	–2,4
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	2,6	2,0	2,9	2,3	2,2	2,0	1,6	1,4	1,5
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (valor)	6,00	5,60	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,60	5,60
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,1	6,1	6,2	6,2	6,1	6,1	6,2

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.

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



## COYUNTURA · Inicio de año crucial para la eurozona

**El contexto de baja inflación e incertidumbre obliga a tomar medidas.** El FMI pronostica un escenario de recuperación a distintos ritmos para los países de la eurozona, con una tasa de crecimiento que aumenta del 0,8% en 2014 al 1,2% en 2015 y al 1,4% en 2016. Sin embargo, estas previsiones son inferiores a las pronosticadas hace tres meses. A esta lenta recuperación se le añade una inflación baja que no tenía visos de repuntar, incluso antes de la caída del precio del petróleo. En este entorno macroeconómico, el BCE ha anunciado una importante ampliación del programa de compra de activos que estaba llevando a cabo para evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento.

**El BCE llevará a cabo un programa de expansión cuantitativa de magnitud considerable.** El programa de compra de activos se ha ampliado a bonos emitidos por Gobiernos, agencias e instituciones europeas. Las compras de activos ascenderán a 60.000 millones de euros mensuales y tendrán lugar desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016 (o hasta que la tasa de inflación alcance niveles próximos al 2%). Las compras totales superarán el 1,1 billón de euros y serán proporcionales a la cuota de participación de cada país en el capital del BCE. El programa debería reducir la prima de riesgo de los países periféricos y propiciar la depreciación del euro, estimulando el crecimiento en la eurozona. En este sentido, los indicadores de actividad de la eurozona continúan en valores acordes con un nivel de actividad moderado, aunque iniciaron el año con un ligero repunte. El índice PMI compuesto alcanzó en enero los 52,2 puntos, su máximo nivel en los últimos cinco meses. Tanto los índices PMI de servicios como de manufacturas repuntaron. En Alemania, los índices IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas) mejoraron por tercer mes consecutivo. También anotaron mejores registros en el inicio del año los indicadores de demanda, en particular el índice de confianza del consumidor.

**El descenso de las expectativas de inflación ha empujado al BCE a actuar.** En diciembre, la inflación se situó en el 0,2%, cinco décimas menos que el mes anterior, arrastrada por el descenso del precio del petróleo. Este dato de inflación negativo de diciembre no equivale a una deflación (véase el Dossier de este mes sobre las expectativas de inflación). En este sentido, es importante resaltar que la inflación subyacente (sin energía ni alimentos no elaborados) se mantuvo en el 0,7% por tercer mes consecutivo. A pesar de ello, los riesgos de deflación no son despreciables, puesto que las expectativas de inflación han seguido reduciéndose en la eurozona. En este entorno, el inicio del programa de expansión cuantitativa debería aumentar las expectativas de inflación. Justo después del anuncio de Mario Draghi, estas empezaron a recuperarse, aunque habrá que esperar para ver si la tendencia se afianza.

### Eurozona: previsiones del FMI

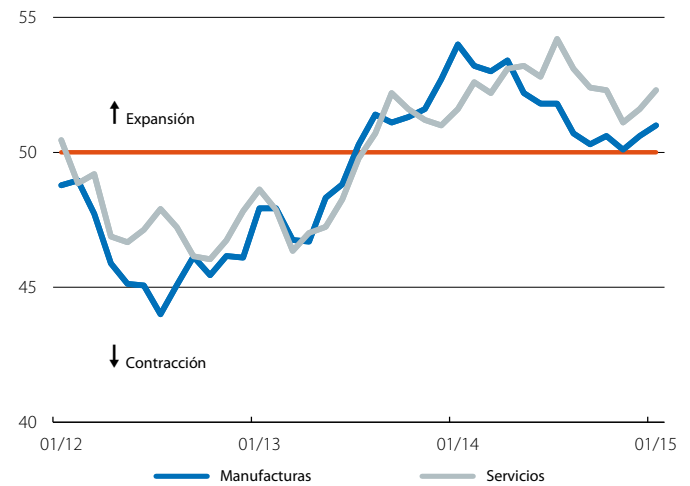
Variación interanual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a previsión octubre 2014	
	2014	2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,8	1,2	1,4	▼ 0,2	▼ 0,3
Alemania	1,5	1,3	1,5	▼ 0,2	▼ 0,3
Francia	0,4	0,9	1,3	▼ 0,1	▼ 0,2
Italia	-0,4	0,4	0,8	▼ 0,5	▼ 0,5
España	1,4	2,0	1,8	▲ 0,3	=

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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI

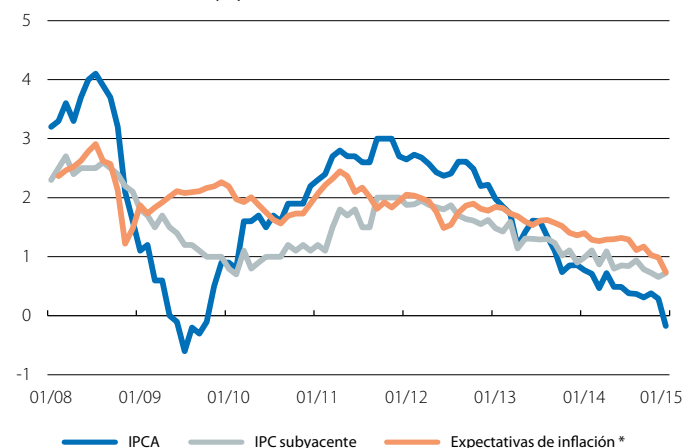
Nivel



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

### Eurozona: IPC armonizado y expectativas de inflación

Variación interanual (%)



Nota: \* Swap de inflación a 5 años.

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



**El programa de expansión cuantitativa inducirá a una mayor depreciación del euro, impulsando el sector exterior.**

La balanza por cuenta corriente de la eurozona se situó en el 2,4% del PIB en noviembre (acumulado de 12 meses), manteniendo la buena tónica que ha mostrado durante el año. Uno de los elementos que más ha contribuido a este impulso ha sido el aumento del superávit de bienes (por el incremento de las exportaciones) y, en menor medida, el de servicios. En los próximos meses, dos factores fortalecerán el superávit corriente. En primer lugar, la caída del precio del petróleo reducirá la factura energética. En segundo lugar, la compra masiva de activos provocará una mayor depreciación del euro. De hecho, después de que el BCE anunciara las nuevas medidas, la tasa de cambio descendió hasta los 1,14 €/\$, nivel en el que esperamos que se mantenga durante los próximos meses, y que retome una senda descendiente cuando la Fed empiece a subir los tipos de interés a finales de año.

**La mejora de la actividad afianzará la tímida recuperación del mercado laboral en la eurozona.**

En diciembre, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 11,4%, cuatro décimas por debajo de su nivel de hace un año. Por países, la reducción del desempleo en 2014 ha sido más acentuada en la periferia y en el Reino Unido, mientras que Francia e Italia han presenciado cómo se deterioraba su mercado laboral. Al inicio de este año, las perspectivas del mercado laboral han mejorado: las expectativas de empleo en manufacturas y en servicios han aumentado en todos los países de la eurozona. Además, el incremento de la actividad en 2015, apoyada por la bajada del precio del petróleo, el programa del BCE y la depreciación del euro, se reflejará en mejoras en el mercado laboral.

**El crédito bancario apoyará la recuperación en 2015, respaldado, en parte, por el programa de QE.**

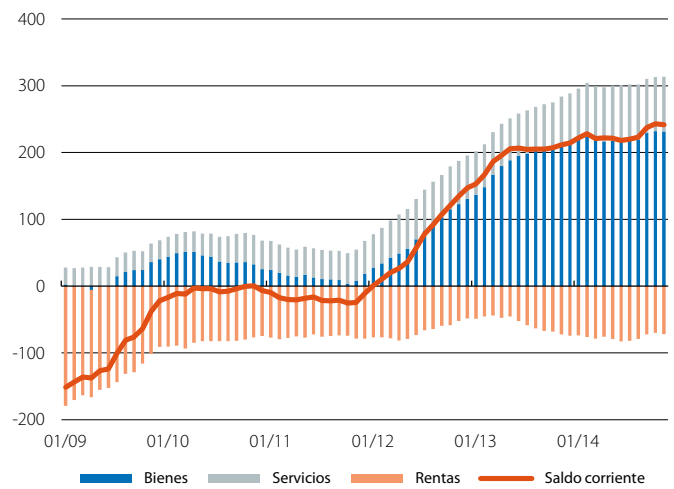
La encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) de enero muestra cómo los criterios de aprobación de préstamos en la eurozona siguieron relajándose en el 4T 2014, tanto para los préstamos a empresas no financieras, como para los préstamos hipotecarios y el crédito al consumo. Esta mejora se complementó con un aumento de la demanda de crédito en todas las categorías en el 4T 2014. Además, la EPB también apunta que las entidades de crédito esperan que la recuperación de la demanda continúe durante los próximos trimestres. También es interesante señalar que las disparidades entre países para la concesión de créditos a las empresas se redujeron. A pesar de que el programa de expansión cuantitativa tendrá un mayor impacto sobre el tipo de cambio del euro, también contribuirá a afianzar estas tendencias crediticias ya en curso. El programa incrementará la posición de liquidez de los bancos, facilitando la concesión de crédito, así como una mejora de las condiciones de los mismos para empresas y hogares.

**La política monetaria se debe complementar con reformas estructurales.**

El ajuste del déficit público en la eurozona se ha ido realizando con éxito, reduciéndose el déficit desde el 7% en 2010 hasta el 2,3% en el 3T 2014, lo que permitirá poder llevar a cabo una política fiscal menos restrictiva en 2015. En este sen-

**Eurozona: saldo corriente**

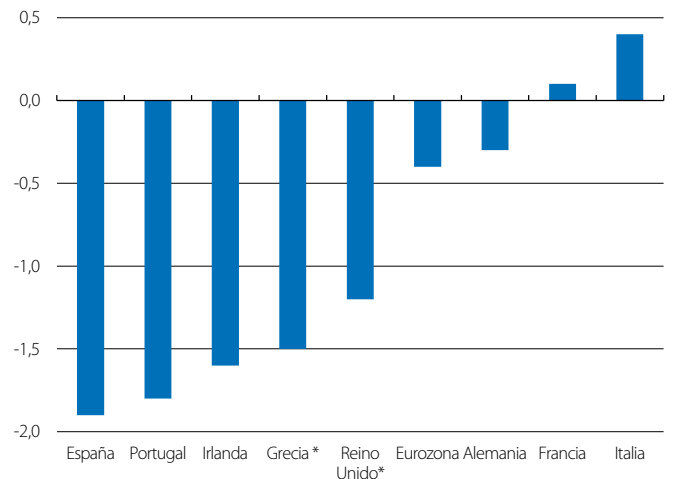
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

**Tasa de paro**

Variación diciembre 2014-diciembre 2013 (p. p.)

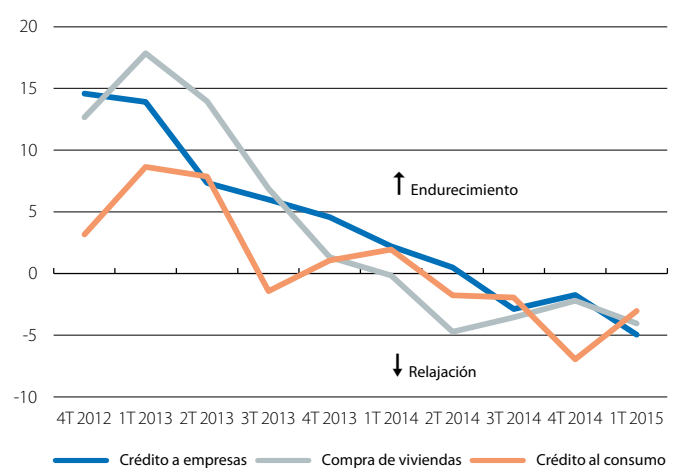


Nota: \* Último dato disponible octubre de 2014.

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

**Cambio en los criterios para la concesión de crédito**

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



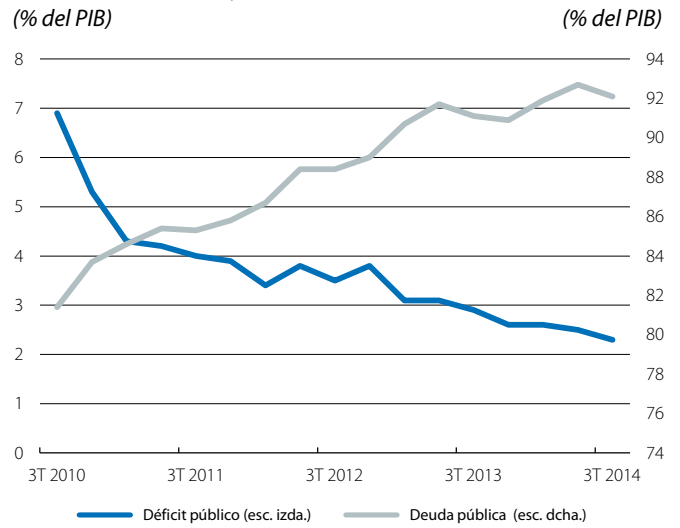
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE (encuesta de préstamos bancarios).

tido, la Comisión Europea ha relajado, temporalmente y en 0,5 p. p., el objetivo de déficit para aquellos países que estén acometiendo reformas estructurales de calado (cláusula de reforma estructural), medida que podría beneficiar en particular a Francia y a Italia. Además, ha confirmado que las inversiones seleccionadas dentro del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (Plan Juncker) no se tendrán en cuenta a la hora de valorar si un país ha alcanzado el déficit público acordado con Bruselas (aunque sí aumentarán su nivel de deuda). De todas formas, para conseguir un ritmo de crecimiento sostenido en la eurozona, los países deben aprovechar la mejora de las condiciones financieras del BCE y del Plan Juncker para llevar a cabo una ambiciosa agenda de reformas estructurales que mejore sustancialmente la capacidad de crecimiento de sus economías. Ello es especialmente importante en países como Francia e Italia, que presentan una tasa de crecimiento potencial muy limitada.

**El banco central suizo decidió abandonar por sorpresa el régimen de tipo de cambio fijo anticipándose a la reunión del BCE,** lo que muestra la interdependencia de las políticas monetarias y sus efectos más allá de sus fronteras. La decisión del SNB estuvo motivada, principalmente, por la dificultad de defender el franco suizo ante la moneda europea una vez la expansión cuantitativa estuviera en marcha. Como resultado, el franco suizo se apreció considerablemente e impactó de manera directa en su economía, en particular en el sector bancario y en el exportador. La apreciación del franco suizo no debería afectar de manera significativa a la Europa emergente, a pesar del abundante uso de financiación en divisas extranjeras por parte de estos países. Por un lado, en los últimos años han reducido la financiación en divisas y han emprendido medidas para mitigar su exposición. Por otro lado, la elevada solvencia bancaria debería facilitar la absorción de los efectos de la depreciación de las principales monedas de la Europa emergente respecto al franco suizo.

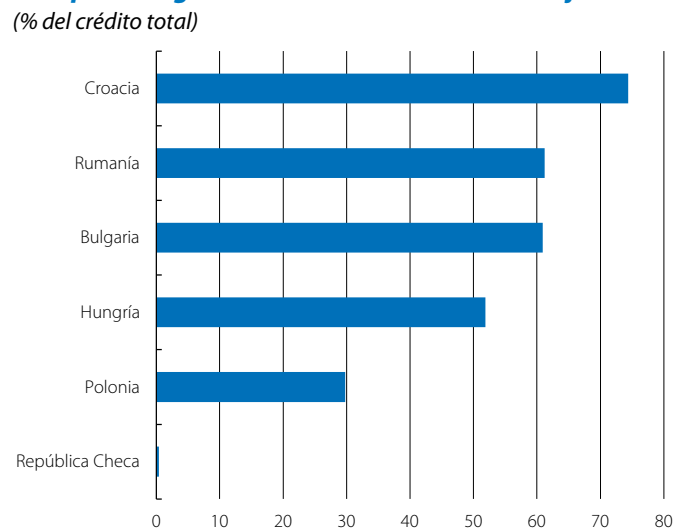
**Syriza gana las elecciones en Grecia, primera votación de un año con importantes citas electorales.** El partido de izquierdas se ha quedado a dos escaños de la mayoría absoluta y ha formado Gobierno en coalición con el partido nacionalista de derechas (ANEL). Ambos proponen llevar a cabo un ajuste fiscal menor y negociar unas condiciones de financiación mejores para pagar su deuda. Las primeras medidas anunciadas incluyen el aumento del salario mínimo hasta los 751 euros, un incremento de la contratación pública, sanidad gratuita para aquellos que pierdan su empleo así como otras medidas sociales para las cuales requerirán fondos públicos adicionales a la hora de llevarlas a cabo. Se abre, asimismo, un largo periodo de discusiones con la troika para la renegociación de la deuda que se prevé complicado (véase el Focus «Grecia: ¿una nueva etapa postroika?»). El año 2015 continúa con varias citas electorales importantes en Europa, incluyendo el Reino Unido y España.

**Eurozona: déficit y deuda pública**



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

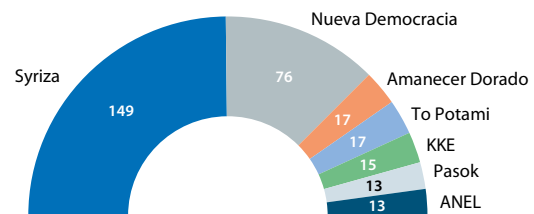
**Europa emergente: crédito en divisas extranjeras**



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BERD (2014).

**Grecia: composición del Parlamento**

(Escaños)



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

## FOCUS · ¿Por qué no siempre se alcanzan los objetivos de los presupuestos públicos europeos?

La coordinación de las políticas fiscales de los países de la Unión Europea (UE) ha mejorado durante los últimos años. Ahora los países miembros de la UE presentan sus presupuestos públicos a la Comisión Europea (CE) con el tiempo suficiente para que esta pueda analizarlos, ofrecer recomendaciones y seguir de cerca su cumplimiento. Ello ha sido muy importante para que el actual proceso de consolidación fiscal se pudiera llevar a cabo de forma relativamente ordenada y de acuerdo con los principios que los propios países de la UE acordaron. Sin embargo, cuando un país ha cerrado el ejercicio con un déficit público superior al previsto, en muchos casos se ha seguido produciendo un intenso debate. La discusión de fondo acostumbra a ser la misma: el objetivo de déficit no se ha cumplido porque las condiciones económicas han acabado siendo peores de lo que se esperaba, o porque el Gobierno en cuestión no ha ejecutado los presupuestos según lo inicialmente previsto. A continuación analizamos la importancia que ha tenido cada uno de estos argumentos durante los últimos años.

Es frecuente que los países miembros planifiquen un ajuste fiscal mayor del que acaban realizando. Como muestra un estudio de la CE,<sup>1</sup> entre los años 1999 y 2014, el ajuste presupuestario aprobado fue 0,4 p. p. superior al que se acabó llevando a cabo un año después en promedio. Este diferencial se incrementa hasta 0,8 p. p. para los ajustes planteados a dos años vista. El desajuste se explica, sobre todo, porque los países planifican menos gastos de los que acaban realizando.

El desvío del gasto presupuestado se debe tanto a errores en las previsiones de los gastos como a gastos discrecionales incurridos durante la implementación de los presupuestos. La descomposición del desvío entre unos y otros muestra cómo, antes de 2008, la mayor parte del aumento del gasto no presupuestado respondía a medidas discrecionales. Sin embargo, a partir de 2008, el factor que explica los desajustes son unos gastos mayores de los previstos, en particular un incremento de los gastos sociales no presupuestados.

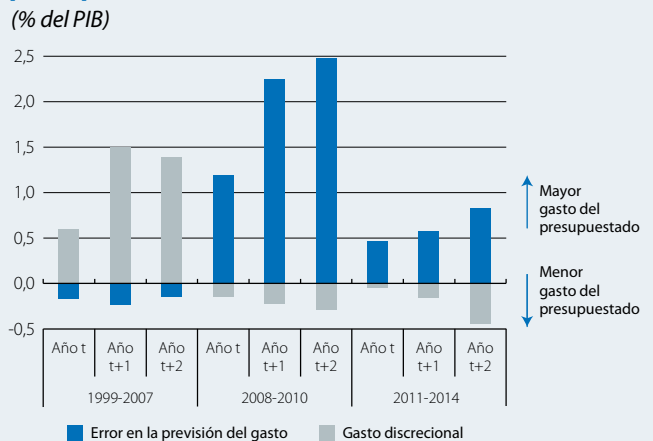
Este incremento no previsto del gasto no es completamente inocente: muchos países sobreestiman de forma recurrente su potencial de crecimiento al elaborar los presupuestos. Las previsiones de crecimiento para el año siguiente al de la presentación de los presupuestos públicos a la CE son de media un 0,3 p. p. mayores que las previsiones de crecimiento que proporcionan otros organismos, como el FMI, para el mismo periodo.

Una planificación robusta de los presupuestos se percibe, pues, como un elemento esencial para mejorar las finanzas

públicas. Las instituciones fiscales independientes, establecidas hace varios años en algunos países del norte de Europa pero de reciente creación en España, pueden contribuir en parte a esta labor. Estas instituciones analizan, entre otras cuestiones, las previsiones macroeconómicas de los presupuestos públicos, las políticas fiscales adoptadas y el coste de implementación de las medidas incluidas, e intentan controlar el cumplimiento de la estabilidad presupuestaria por parte de las administraciones públicas. Un aspecto importante de su labor es aumentar la transparencia de las finanzas públicas, así como dar recomendaciones sobre posibles problemas existentes, aunque corresponda a las administraciones públicas tomar medidas al respecto.

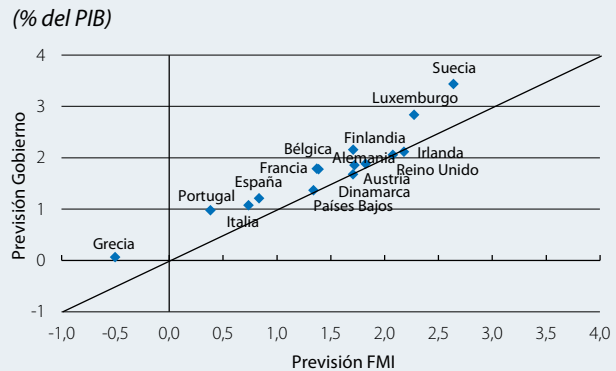
Al final, pues, depende de los poderes públicos que los presupuestos se cumplan al máximo, y se requiere un fuerte compromiso político para implementar los cambios necesarios para restablecer el estado de las finanzas públicas. Toda una tarea por delante que les queda a los países europeos después de varios años de crisis.

### Descomposición del desvío en el gasto presupuestado



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

### Comparación de las previsiones de crecimiento del Gobierno frente a las del FMI



Nota: Tasa de crecimiento del PIB media proyectada por parte de cada país y por parte del FMI para el año siguiente durante 2010-2014.

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

1. EC (2014), «Report on Public finances in EMU 2014», European Economy Series 9/2014, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission.

## FOCUS · Grecia: ¿una nueva etapa postroika?

Grecia vuelve a ser el foco de atención en Europa. Tras la imposibilidad de elegir presidente, el anterior Gobierno tuvo que disolver el Parlamento y se celebraron elecciones anticipadas. Syriza, el partido que ha ganado las elecciones, encara la legislatura con la renegociación de la deuda y la flexibilización de las medidas de austeridad como principales promesas electorales a cumplir. Analicemos la situación económica del país.

Desde el inicio de la crisis, en 2008, la economía helena acumuló una contracción del PIB del 27%. Este descenso llegó a su fin a mediados del 2014, cuando Grecia empezó a crecer de nuevo, un avance que el FMI espera que se afiance este año con un crecimiento del 2,9% anual. La extensión de los desequilibrios macroeconómicos fraguados antes de la crisis obligó al país a llevar a cabo medidas de calado en distintos ámbitos: desde arreglos en las cuentas públicas (el saldo público primario pasó de un -10,5% del PIB en 2009 a un superávit del 0,8% en 2013) hasta ganancias de competitividad (los costes laborales unitarios<sup>1</sup> se han reducido un 14,3% desde 2007), pasando por correcciones de los desequilibrios con el exterior (la balanza por cuenta corriente pasó del -11,2% del PIB al 0,7%). A pesar de los avances, la profunda contracción económica elevó la tasa de paro hasta un máximo del 27,8%.

El elevado nivel de deuda pública sigue siendo el principal foco de preocupación, al cuestionarse su sostenibilidad. Aunque la deuda pública alcanzó el 175% del PIB en 2013, cerca de un 80% está en manos de acreedores oficiales (el FMI, el EFSF o el BCE) con unas condiciones ventajosas. En primera instancia, y a pesar de los elevados niveles de deuda, los costes de financiación son benévolos. Por ejemplo, el pago de los intereses de la deuda fue del 4,3% del PIB<sup>2</sup> en 2014. Sin embargo, en términos efectivos, el coste fue del 2,7%, ya que el BCE devuelve al Tesoro griego los intereses que recibe de la deuda griega. Sirva de referencia que en Italia el coste de la deuda asciende al 4,7% del PIB y en España, al 3,3%, y que ambos países tienen un nivel de deuda pública muy inferior al de Grecia. Además, Grecia también dispone de unos vencimientos holgados, de 16,5 años en promedio, claramente por encima de los 6,3 años de la deuda pública española. Concretamente, el grueso de la devolución de los préstamos con los organismos oficiales se concentra a partir de 2023.

El Gobierno entrante, por lo tanto, afronta una situación económica y social muy delicada, con importantes vencimientos de deuda pública este año, pero con unas perspectivas favorables a medio plazo. La economía griega ya hace tres trimestres que ha empezado a crecer y el programa de ayu-

1. Costes laborales unitarios nominales respecto a los 23 principales socios comerciales.
2. Ello se debe a que los acreedores oficiales aceptaron reducciones en los tipos de interés de sus préstamos con Grecia.

da acordado con la troika le ofrece unas condiciones financieras que puede aprovechar para seguir tomando medidas que aseguren una reducción duradera de la tasa de desempleo y un crecimiento sostenido a medio y a largo plazo.

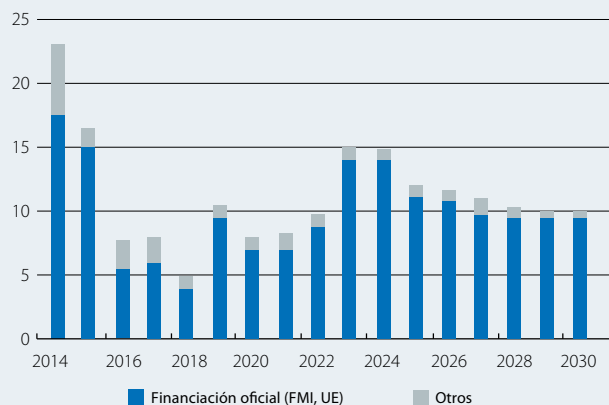
### Principales indicadores macroeconómicos (% del PIB, en caso contrario indicado)

	2013	2014	2015
PIB real (% variación interanual)	-3,9	0,6	2,9
Tasa de paro (% población activa)	27,3	25,8	23,8
Cuenta corriente	0,7	0,7	0,1
Costes laborales unitarios (% variación interanual) *	-9,3	-3,4	-1,9
Saldo público	-3,2	-2,7	-1,9
Saldo público primario	0,8	1,5	3,0
Deuda pública	175,1	174,2	172,3

*Nota:* \* Costes laborales unitarios nominales relativos a los 23 principales socios comerciales. Previsión de la CE.

*Fuentes:* FMI y Comisión Europea.

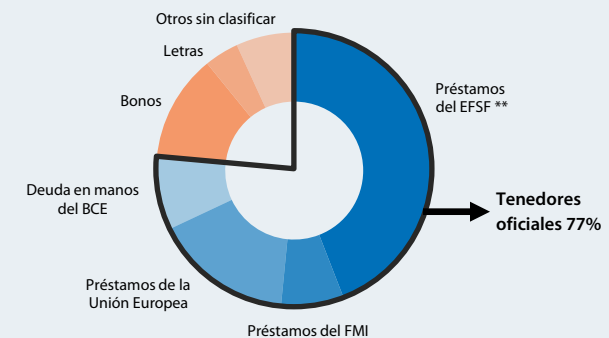
### Vencimientos de la deuda pública griega (Miles de millones de euros)



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

### Desglose de la deuda pública griega por tenedores \*

Respecto a la deuda total (%)



*Notas:* \* Datos de octubre del 2014. Deuda total: 321.000 millones de euros.

\*\* Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de J. P. Morgan, el BCE, el FMI y el EFSF.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14	01/15
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-1,6	-0,8	1,0	1,4	0,9	1,6	1,6	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-2,4	-0,7	1,3	1,0	0,5	0,8	-0,4	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-11,2	-7,7	-9,9	-11,1	-11,6	-10,9	-8,5
Sentimiento económico	90,6	93,6	101,5	102,2	100,8	100,7	100,7	100,6	101,2
PMI manufacturas	46,2	49,6	53,4	52,5	50,9	50,6	50,4	50,6	51,0
PMI servicios	47,6	49,3	52,1	53,0	53,2	52,3	51,3	51,6	52,3
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,6	-	0,6	-	-
<b>Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)</b>	11,3	12,0	11,8	11,6	11,5	11,5	11,4	11,3	...
Alemania (% pobl. activa)	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,1	10,1	10,3	10,2	10,3	10,3	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,7	12,5	12,9	13,3	13,3	12,9	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,3	24,7	24,1	23,9	23,8	23,7	...

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14
<b>Saldo corriente: zona del euro<sup>1</sup></b>	1,6	2,2	2,3	2,2	2,4	2,5	2,5	...
Alemania	7,1	6,7	6,8	6,8	7,2	7,4	7,3	...
Francia	-1,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	...
Italia	-0,5	1,0	1,3	1,3	1,6	1,7	1,7	...
España	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,0	-0,1	-0,1	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>2</sup> (valor)</b>	97,8	101,6	103,8	103,8	101,6	99,5	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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14	
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-0,3	-2,3	-3,1	-2,5	-2,0	-1,6	-1,4	-1,0	
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	1,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	2,4	2,2	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	3,1	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,4	...	
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	5,9	5,2	5,9	6,3	7,1	8,1	
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	-2,5	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-2,6	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-12,7	-11,6	-6,0	-1,0	0,3	4,7	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	1,6	1,4	1,3	1,1	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 · Fuerte avance de la mano de factores temporales

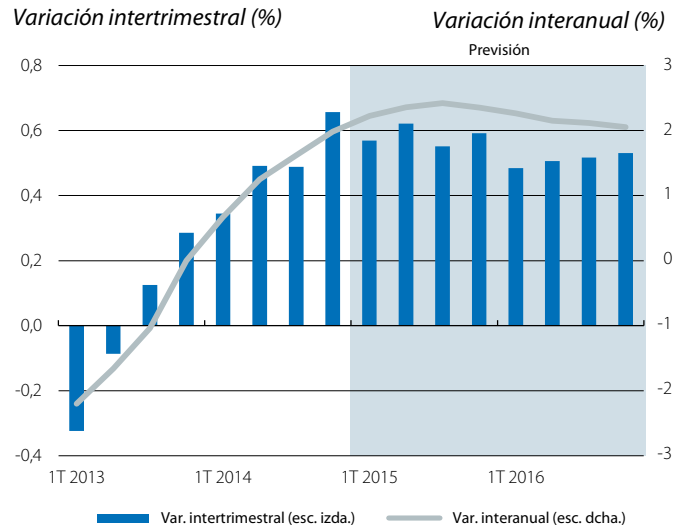
**El PIB avanzó un 0,7% intertrimestral en el 4T 2014.** La economía española creció a buen ritmo, por encima de lo esperado, acumulando seis trimestres seguidos de expansión. De esta forma, la tasa de variación interanual del PIB para el conjunto del 2014 se situó en el 1,4%. Aunque todavía no se dispone del desglose del PIB, todo apunta a que el motor del crecimiento siguió siendo la demanda interna, sobre todo el consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo. Asimismo, los datos más recientes también sugieren que el cambio de tendencia de la inversión en construcción se está consolidando.

**Mejora de las perspectivas de crecimiento del PIB en 2015.** La puesta en marcha por parte del BCE del programa a gran escala de compra de deuda pública y privada puede suponer un importante revulsivo para la economía europea. Por el momento, su impacto ya se ha dejado sentir en el tipo de cambio, depreciándose el euro un 6,8% en el mes de enero respecto al dólar. Ello favorecerá la evolución del sector exterior e impulsará el crecimiento de la economía española durante los próximos trimestres. Existe, además, otro elemento que también respaldará de forma temporal la recuperación económica este año: la caída del precio del petróleo, que ya acumula un descenso del 58,4% desde junio, reducirá la factura energética, incrementando la renta disponible de las familias y las empresas, lo que impulsará el consumo y la inversión. Todo ello nos ha llevado a revisar al alza la tasa de crecimiento del PIB para 2015 hasta el 2,3% (anterior: 1,9%). En 2016, no obstante, el menor apoyo de estos factores supondrá una cierta ralentización del avance del PIB, que se situará en el 2,1%. Estas previsiones de crecimiento son similares a las que contempla el FMI, que estima un avance del 2,0% y del 1,8% para 2015 y 2016, respectivamente.

**Los indicadores de confianza apuntan a un buen inicio de año.** A juzgar por el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea de enero, la actividad económica ha seguido avanzando notablemente en el 1T 2015. Concretamente, dicho índice se situó en los 106,6 puntos, más de dos puntos por encima del promedio del 4T 2014 y claramente por encima del promedio histórico (100,7). De los distintos factores que componen el índice, destaca el fuerte avance de la confianza del consumidor, acorde con la evolución más favorable del mercado laboral. Por tanto, esperamos que el gasto de los hogares siga contribuyendo intensamente al avance del PIB a lo largo de 2015.

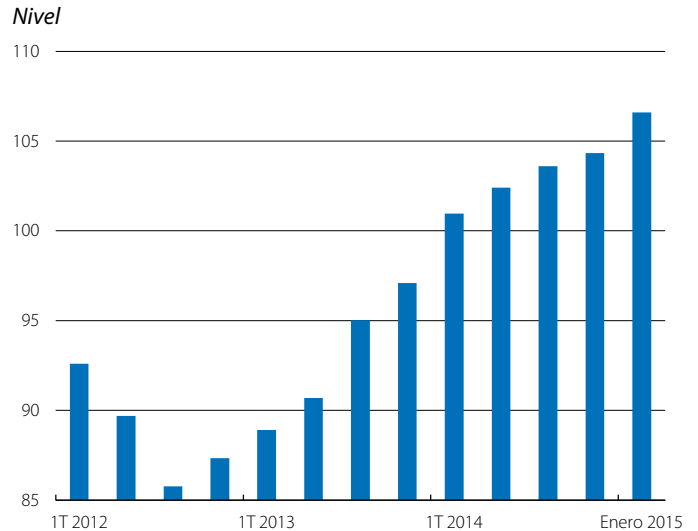
**El descenso de los precios del petróleo apoyará la recuperación del superávit corriente en 2015.** Los datos de comercio exterior de bienes de noviembre fueron favorables, ya que las exportaciones nominales crecieron un 3,2% interanual, manteniendo así la senda creciente iniciada a mediados de 2014. En cambio, las importaciones ralentizaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,0% (7,7% en octubre), a causa de

### PIB



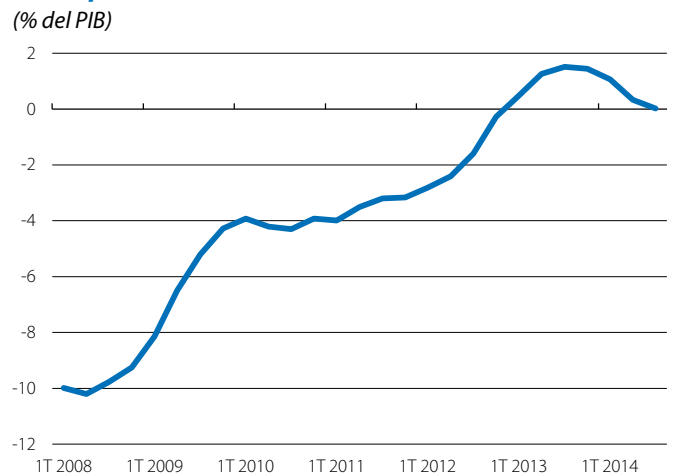
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

### Índice de sentimiento económico



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

### Saldo por cuenta corriente \*



Nota: \* Datos trimestrales.

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



la caída de la factura de las importaciones energéticas. Ello contribuyó a la leve mejora que experimentó el saldo por cuenta corriente ese mes. Sin embargo, es imprescindible proseguir con políticas de ahorro y eficiencia energética e impulsar las exportaciones, puesto que el apoyo de la caída del precio del petróleo a la mejora del saldo corriente, seguramente, será solo temporal.

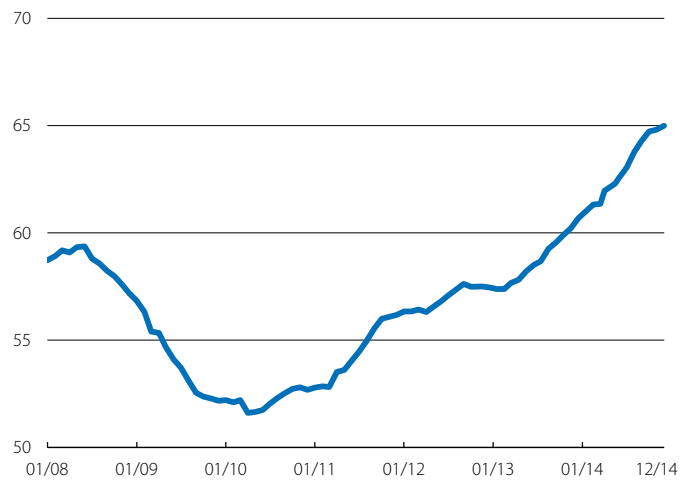
**El sector turístico cerró 2014 con una cifra récord de turistas internacionales.** De esta forma, la exportación de servicios turísticos siguió apoyando la mejora de la balanza por cuenta corriente. Concretamente, España recibió cerca de 65 millones de turistas extranjeros en 2014, lo que supone 4,3 millones más que en 2013. La mayor parte de países europeos incrementaron la emisión de turistas, salvo Rusia, cuya caída superó el 10% anual. Además, con la reciente depreciación del euro, es de esperar que la llegada de turistas extranjeros siga creciendo. Por un lado, a los turistas europeos les resultarán más caros los destinos de fuera de la eurozona, lo que favorecerá a destinos turísticos como España. Por otro lado, también es de esperar que aumente el turismo de fuera de la eurozona durante los próximos meses, ya que la depreciación del euro hará más competitivos los destinos europeos a nivel internacional. Buenas noticias para el sector turístico, por lo tanto.

**La caída del precio del petróleo mantiene la inflación en terreno negativo.** Según el avance del INE, la tasa de inflación se contrajo cuatro décimas en enero presionada por la caída del precio del petróleo, situándose en el -1,4%. Dadas las perspectivas para el precio del petróleo, que esperamos que se mantenga en cotas bajas durante el primer semestre y que luego encauce una lenta recuperación, la tasa de inflación seguirá en terreno negativo unos meses más, y la tasa de inflación promedio para 2015 se quedará en el -0,3%. Así, España cerrará el año con una inflación por debajo de la tasa promedio prevista para la eurozona, del 0,5%, lo que le permitirá seguir ganando competitividad. En cambio, en 2016, la inflación subirá hasta el 2,0% en promedio, debido, sobre todo, a que el efecto nivel del componente energético se deshará.

**Los buenos datos del mercado laboral corroboran la recuperación de la economía.** En el 4T 2014, la cifra de ocupados creció por encima de lo esperado, un 1,0% intertrimestral en términos desestacionalizados, concretamente. Con este dato, se encadenan cinco trimestres de incrementos de la ocupación. Más allá del sector servicios, el avance del empleo se está consolidando en la industria y en la construcción, que anotan ahora tres trimestres de subidas. El 2014 cerró así con creación neta de empleo en todos los sectores excepto en la agricultura. El aumento del empleo en la construcción es una muestra más de que la corrección del sector inmobiliario está más cerca de completarse. Otros indicadores de la evolución del sector inmobiliario también muestran signos de mejora. Así, la compra-venta de viviendas acumulada de 12 meses creció en noviembre un 0,7% anual, el primer avance positivo desde el 3T 2013. Asimismo, los visados de obra nueva aumentaron un 4,7% en octubre (acumulado de 12 meses).

**Entrada de turistas extranjeros**

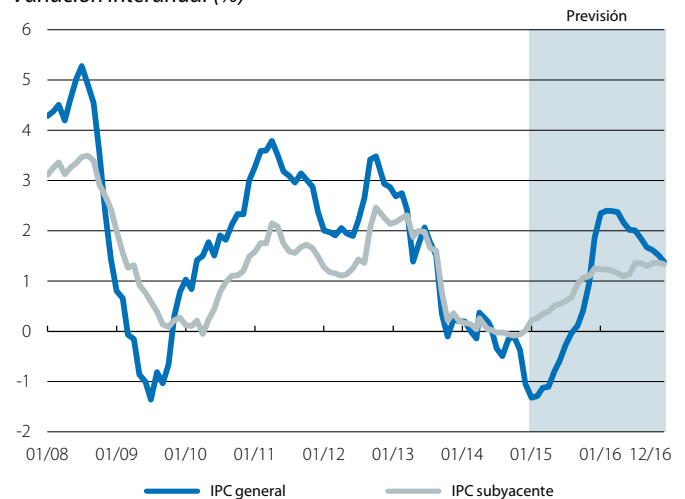
Número de turistas (millones)



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

**IPC**

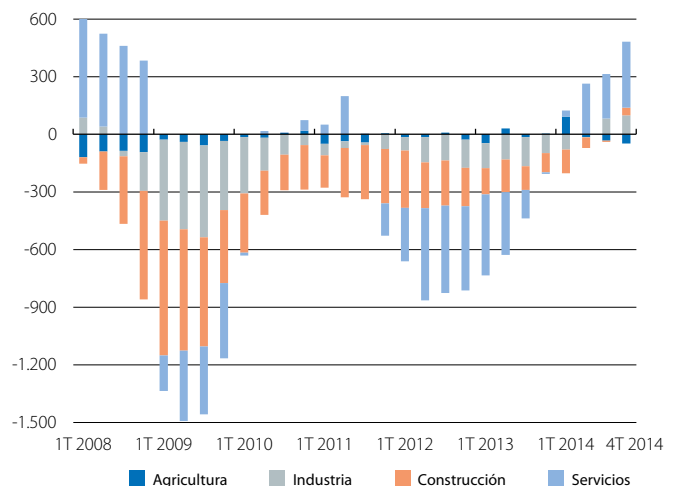
Variación interanual (%)



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

**Ocupación por sectores**

Variación interanual (miles)



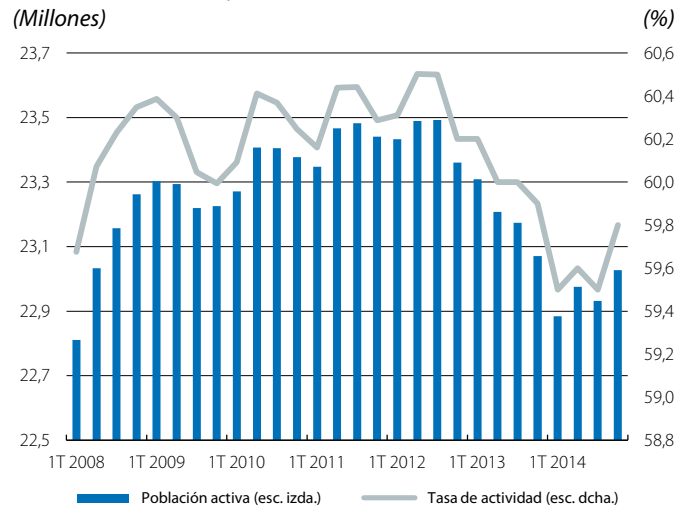
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

**La mejora de la actividad podría empezar a diluir el efecto desánimo.** El fuerte aumento de la población activa en el 4T, de 95.200 personas y por encima de lo esperado, provocó un incremento de la tasa de actividad de tres décimas, hasta el 59,8%. En el próximo año, la recuperación económica debería frenar la senda decreciente de la población activa, que en los últimos dos años redujo la tasa de actividad desde el nivel máximo del 60,4%, alcanzado en 2012, hasta el 59,6% en 2014. Como contrapartida, sin embargo, el desempleo aumentó ligeramente, a pesar del avance de la ocupación, lo que hizo que la tasa de paro se mantuviera en el 23,7% en el 4T. De cara a los próximos meses, la senda creciente de las expectativas de creación de empleo de los distintos sectores muestra que la reactivación del mercado laboral continuará extendiéndose, poco a poco, a todo el tejido productivo. En concreto, destaca el avance de las expectativas de ocupación en la industria, que se han situado en niveles que no se alcanzaban desde el verano de 2007.

**2014 se cerrará con un déficit público muy cercano al objetivo fijado, del 5,5% del PIB.** Los datos de ejecución presupuestaria de las administraciones públicas hasta noviembre muestran que el cumplimiento del objetivo del déficit para 2014 es alcanzable. La mejora de la actividad está favoreciendo la corrección del déficit de la Administración central gracias, sobre todo, a la mayor recaudación impositiva. Por su parte, los ingresos de la Seguridad Social también crecieron apoyados por el aumento de la ocupación y, a su vez, el gasto cayó como consecuencia del descenso de las prestaciones sociales, principalmente, de desempleo. En cambio, las comunidades autónomas muy probablemente acabarán cerrando el ejercicio con una importante desviación respecto al objetivo fijado, pero esta se compensará con los buenos registros de la Administración central, la local y de la Seguridad Social.

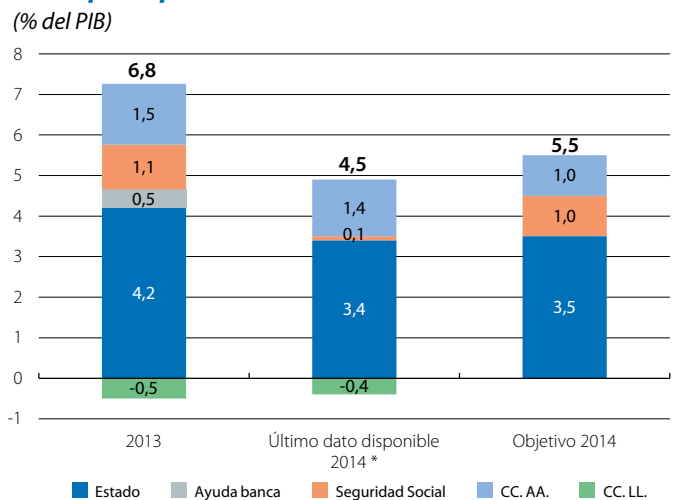
**El desapalancamiento del sector privado prosigue, aunque lentamente.** La deuda de las familias y de las empresas no financieras se redujo de nuevo en el 3T: representa el 72,4% y el 109,7% del PIB, y acumula un descenso de 12 p. p. y de 24 p. p., respectivamente, desde el máximo alcanzado en 2010. El proceso de reducción de la deuda privada no se ha completado, tal y como refleja la sustancial bajada que todavía experimenta el saldo vivo del crédito (-6,9% interanual en diciembre). No obstante, el ritmo de caída se moderó cinco décimas con respecto al mes anterior y la tasa se situó por debajo de lo previsto. Además, los datos de concesión de nuevo crédito muestran que la recuperación del crédito poco a poco va cogiendo impulso. En el conjunto de 2014, la nueva concesión de crédito a hogares para la adquisición de viviendas registró un fuerte crecimiento (23,5%). También aumentó el destinado a pymes (8,6%). En cambio, la nueva concesión a grandes empresas todavía sigue por debajo de los niveles de 2013, en parte porque estas empresas prefieren otras formas de financiación. Los balances bancarios también siguieron mejorando: la tasa de morosidad se redujo ligeramente en noviembre hasta el 12,98%, gracias a la caída del saldo dudoso por décimo mes consecutivo.

**Población activa y tasa de actividad \***



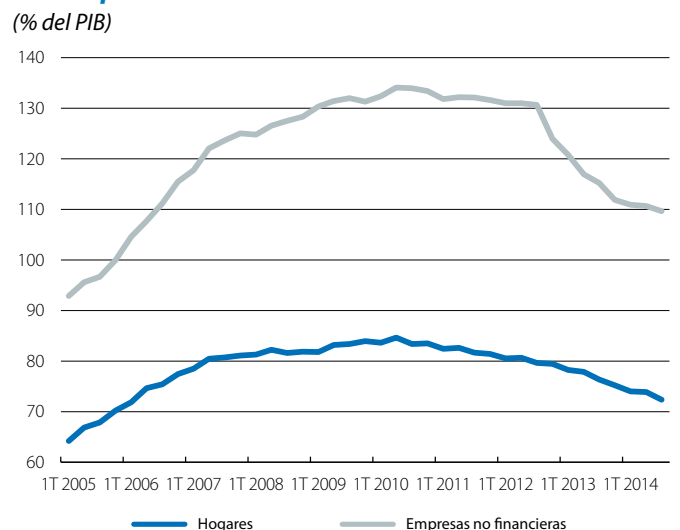
*Nota:* \*Población activa sobre el total de población mayor de 16 años.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

**Saldo presupuestario de las AA. PP.**



*Nota:* \* Estado: noviembre 2014; CC. AA. y Seguridad Social: noviembre 2014; CC. LL.: septiembre 2014.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del IGAE.

**Deuda privada**



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

## FOCUS · Sobre el desempleo de larga duración en España

En 2014, el mercado laboral deparó buenas noticias. El aumento del número de ocupados alcanzó los 433.900, un registro que ha acabado superando las expectativas de la mayoría de analistas. La reducción de la tasa de paro, de 2,0 p. p., también sorprendió positivamente. Las tendencias del mercado laboral, por lo tanto, son esperanzadoras, pero la intensidad y persistencia de la recesión experimentada durante los últimos años hace que las secuelas todavía sean muy importantes.

El ejemplo más claro de ello es que la tasa de paro, que se situó en el 23,7% en el 4T 2014, siga siendo inaceptablemente elevada. Otra consecuencia de esta anormal situación es la excepcional tasa de paro de larga duración, que alcanzó el 14,6% ese mismo trimestre. No se trata de que la proporción de desempleados de larga duración (DLD) respecto al total de desempleados sea especialmente más elevada en España. Esta se situó en el 53,4% en el 3T, una tasa similar a la de la UE-28, que fue del 49,9% (según Eurostat). De todas formas, dado que el número de parados es muy elevado en términos absolutos, también lo es el número de parados de larga duración.

La primera consecuencia del aumento del DLD es el abultado colectivo de desempleados sin cobertura. La red de seguridad para el desempleo está diseñada para reducir el impacto de una situación de desempleo temporal sobre los ingresos de una persona, al mismo tiempo que debería minimizar los desincentivos que genera en la búsqueda de un nuevo empleo. En otras condiciones económicas, como, por ejemplo, las existentes entre los años 2002 y 2007, el tránsito por una situación de desempleo duraba, en promedio, 12 meses.<sup>1</sup> En este contexto, una cobertura que alcanzara los dos años y medio, si se tienen en cuenta la prestación por desempleo y el subsidio de paro, era suficiente para amortiguar la situación en la gran mayoría de casos. De hecho, tanto la duración como la cuantía de la red de seguridad existente en España son ligeramente superiores, en promedio, a las del conjunto de países de la UE-28.<sup>2</sup>

Sin embargo, la severidad y duración excepcionales de la crisis de los últimos años han provocado que dicha red haya acabado siendo, en muchos casos, insuficiente. De hecho, en el 4T 2014, la duración promedio de la situación de desempleo había aumentado hasta los 23 meses. En este contexto cabe enmarcar el Programa de Activación para el Empleo que aprobó el Gobierno el pasado 19 de diciembre, por el que se otorga un subsidio durante seis meses a los DLD que ya hayan agotado las posibilidades de protección por desempleo, siempre que lleven a cabo las acciones de activación propuestas por los servicios de empleo.

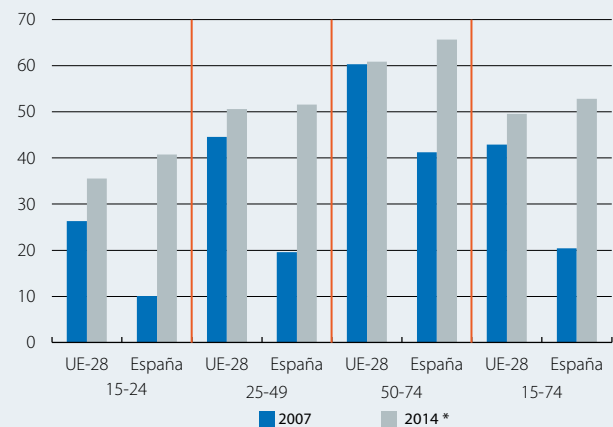
1. La duración en desempleo es una aproximación calculada a partir de los intervalos de tiempo de búsqueda de empleo que proporciona el INE.  
 2. Véase «Unemployment Benefits in EU Member States», Employment, Social Affairs and Inclusion, July 2013 (European Commission).

Otra consecuencia del DLD, menos evidente pero con importantes consecuencias económicas y personales, es la descapitalización que puede suponer tanto para la propia persona como para el conjunto de la economía. El ejemplo más manifiesto, y preocupante, es que la probabilidad de encontrar un empleo se reduce con el paso del tiempo. Por ejemplo, según estimaciones de De la Rica y Anghel (2014),<sup>3</sup> *ceteris paribus*, una persona que lleve en paro menos de dos años tiene un 50% más de probabilidades de encontrar un empleo que una persona que lleve más de dos años parada.

Aunque las tendencias de fondo del mercado laboral sean esperanzadoras, tanto la elevada tasa de paro como, sobre todo, el importante colectivo de desempleados de larga duración obligan a no bajar la guardia en la lucha contra el desempleo.

### Desempleo de larga duración por franjas de edad

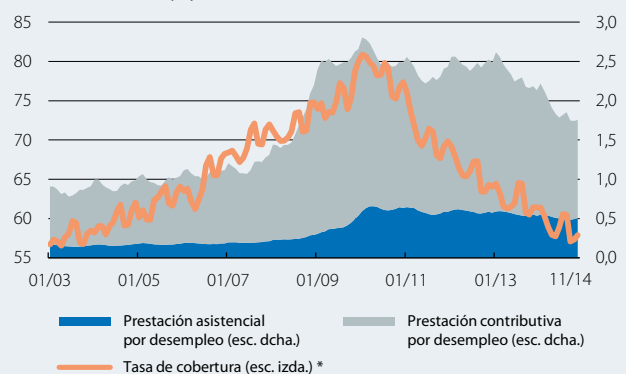
Proporción del total de desempleados (%)



Nota: \* Promedio del 1T al 3T de 2014.  
 Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

### Prestaciones por desempleo

Tasa de cobertura (%) Gasto mensual (miles de millones de euros)



Nota: \* Cociente entre el total de beneficiarios de prestaciones por desempleo (incluidos los beneficiarios del subsidio eventual agrario) y el paro registrado total (menos los parados sin empleo anterior y más los beneficiarios del subsidio eventual agrario).  
 Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del SPEE.

3. Véase De la Rica, S. y Anghel, B. (2014), «Los parados de larga duración en España en la crisis actual», Documento de trabajo 185/2014, Laboratorio de alternativas.

## FOCUS · Sector exportador en España: una de cal y otra de arena

Durante los últimos años, la capacidad de resistencia de las exportaciones españolas se ha puesto de manifiesto. Así, tras la fuerte contracción del comercio mundial ocurrida en 2009, España fue, junto con Alemania, de las primeras economías de la eurozona capaces de recuperar el terreno perdido.

En particular, las exportaciones de bienes aumentaron, en promedio, un 4,8% anual en términos nominales entre 2007 y 2013. En términos reales, el incremento se situó en el 3,4% anual. La buena evolución de las exportaciones españolas, además, se produjo a pesar de que la demanda de nuestro principal socio comercial, la eurozona, se encontrara en horas bajas. Sin duda, la diversificación de las exportaciones tanto a nivel geográfico como de producto fue clave para relanzar el sector exportador español.

Un claro reflejo de la mayor internacionalización de la economía española es que las variaciones de la demanda externa global se traducen en un mayor incremento de las exportaciones españolas. Así lo refleja un simple ejercicio en el que se relacionan el aumento de la demanda global con el crecimiento de las exportaciones españolas antes y después de la recesión (véase el gráfico). Según este, dado el incremento de la demanda global que se ha producido durante los últimos tres años, el aumento de las exportaciones españolas de bienes ha sido de 0,8 p. p. al año superior al que se hubiera producido con el modelo exportador anterior a la crisis. La misma lógica puede aplicarse al periodo anterior a la recesión: entre los años 2000 y 2008, el incremento de la demanda externa de bienes se tradujo, en promedio, en un aumento anual de las exportaciones de bienes del 10,1%.<sup>1</sup> En cambio, con el patrón de las exportaciones observado entre los años 2011-2013, estas habrían aumentado un 11,5%, 1,4 p. p. más que con el patrón del periodo anterior.

De todas formas, en 2014 la evolución del sector exportador ha abierto algunos interrogantes. En términos reales, las exportaciones de bienes durante los tres primeros trimestres del año crecieron un 4,1% interanual en promedio, 0,2 p. p. por debajo del avance de 2013. Sin embargo, en términos nominales, el ritmo de avance fue bastante más modesto: entre enero y noviembre de 2014, las exportaciones nominales de bienes crecieron un 2,2% interanual, una cifra muy por debajo del promedio anual anterior a la crisis, del 5,4%, e incluso del ya más moderado 3,6% de 2013. La ralentización de las exportaciones nominales se debe, sobre todo, a la debilidad de destinos como Latinoamérica, África y la Europa no comunitaria, adonde se dirigen un 20% de las exportaciones españolas. En cambio, las exportaciones hacia la eurozona se aceleraron sustancialmente: crecieron cerca del 4%, 2,3 p. p. más que en 2013.

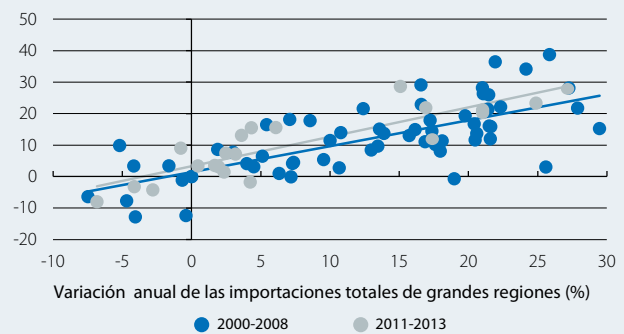
1. Exportaciones españolas en términos nominales hacia las siete principales áreas de destino.

La disparidad entre los avances reales y nominales de las exportaciones es consecuencia de la caída del precio de las exportaciones, especialmente relevante en los bienes de capital e intermedios. Este fenómeno se observa en la mayoría de países desarrollados. En EE. UU., por ejemplo, la caída del precio de las exportaciones se situó en el 3,2% en 2014.

En España, la caída del precio de las exportaciones supone un importante contratiempo. Resta brillo al buen comportamiento de las exportaciones en términos reales y, sobre todo, dificulta la consolidación de superávits de la cuenta corriente. Un objetivo al que la economía española no puede renunciar dada la elevada deuda externa que aún posee. La capacidad de crecimiento del sector exportador español nos ha sorprendido a todos durante los últimos años, pero no se puede cantar victoria. La recuperación de la eurozona, lenta y errática, es un factor de apoyo con el que es mejor no contar, y el factor precio está demostrando ser muy dañino. Sigue siendo de suma importancia seguir trabajando para mejorar la competitividad de la economía española.

### Sensibilidad de las exportaciones españolas al crecimiento de la demanda global

Variación anual de las exportaciones españolas hacia grandes regiones (%)

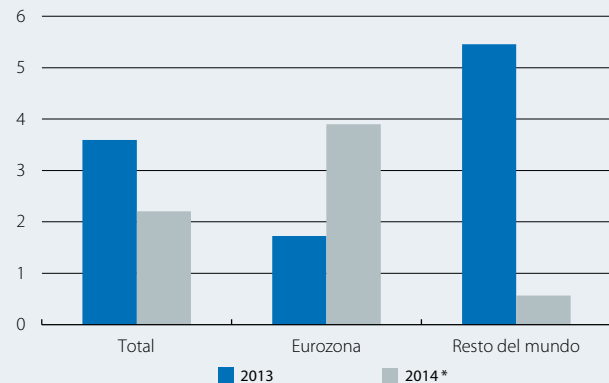


**Nota:** Exportaciones e importaciones nominales a siete grandes regiones: eurozona, resto de la UE, resto de Europa, Norteamérica, Latinoamérica, Asia (excepto Oriente Próximo) y África. No se incluyen 2009 y 2010.

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

### Exportaciones españolas de bienes por destino

Variación anual (%)



**Notas:** Exportaciones en términos nominales.

\* 2014 corresponde a la variación interanual entre enero y noviembre.

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

## FOCUS · La inversión en la recuperación

En la actual fase de recuperación de la economía española, el crecimiento de la inversión está siendo menos vigoroso que en anteriores episodios (véase el primer gráfico). A pesar de acumular cinco trimestres en positivo, todavía se encuentra un 42% por debajo de su nivel máximo, alcanzado en el 4T 2007. Sin embargo, el análisis detallado de la evolución de la inversión por componentes y por sectores institucionales aporta un diagnóstico más esperanzador.

La inversión en construcción fue el componente que más retrocedió durante la recesión, con una caída acumulada del 50% respecto al nivel de 2007. Este retroceso refleja un ajuste necesario en dicho sector tras el estallido de la burbuja inmobiliaria. De hecho, la inversión en construcción ha sido el último componente en volver a crecer, anotando la primera tasa de variación intertrimestral positiva en el 2T 2014.

Si nos fijamos en la evolución de la inversión sin construcción, el perfil de recuperación es más parecido al de la anterior fase de recuperación iniciada en el 1T 1994. Concretamente, la inversión en equipo empezó a crecer en el 1T 2013, precediendo dos trimestres al inicio de la recuperación del PIB. Desde entonces, acumula un crecimiento del 23,3%. El tercer componente de la inversión, los productos de la propiedad intelectual, mantuvo tasas de crecimiento positivas durante la recesión, por lo que su peso respecto a la inversión total se ha duplicado, pasando del 7% en 2006 al 15% en el 3T 2014. Estos datos subrayan un importante cambio en el modelo productivo, con un menor peso del sector de la construcción y uno cada vez mayor de los activos inmateriales.<sup>1</sup>

La descomposición de la inversión por sector institucional también arroja algo de optimismo. La inversión empresarial, generalmente la más productiva, es la que muestra la mejor evolución: lleva creciendo desde 2010 a una tasa intertrimestral promedio del 0,5%. La inversión de los hogares, que principalmente es inmobiliaria, ha sufrido un importante ajuste, acumulando un descenso del 65% desde 2007. En el 2T 2014 empezó a crecer, y esperamos que poco a poco se vaya recuperando, apoyada por la estabilización de los precios de la vivienda, la generación de empleo y la reactivación del crédito hipotecario. Por último, la inversión de las administraciones públicas, que amortiguó la caída de la inversión total en la primera recesión (2008-2009), cayó bruscamente entre 2011 y 2012. En efecto, es una de las partidas presupuestarias que más se ha ajustado para cumplir con los objetivos de déficit

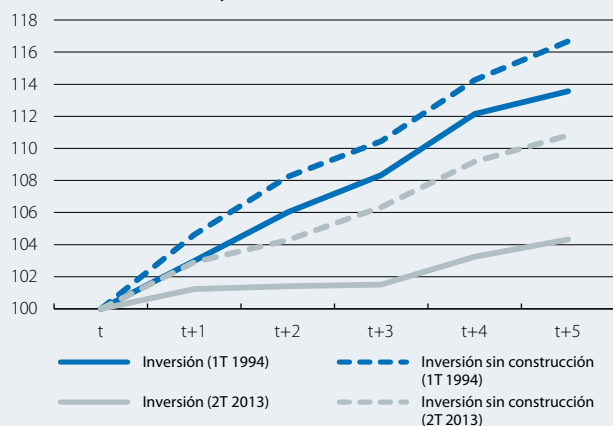
1. A pesar de los importantes esfuerzos para incluir la inversión en activos intangibles en las cuentas nacionales, una parte importante todavía no se contabiliza. Véase el Dossier «Contabilidad nacional en la era digital» del IM de noviembre de 2014.

público, concretamente, entre 2010 y 2014, se redujo un 63%. Los Presupuestos Generales del Estado para 2015 prevén un crecimiento del 4,8% en esta partida, por lo que es de esperar que la inversión pública también se sume al crecimiento en los próximos trimestres.

La comparativa internacional también ofrece matices interesantes a la hora de valorar el ajuste de la inversión. Específicamente, en el 3T 2014, el peso de la inversión en el PIB era del 18,6% en España, un valor muy similar al de la eurozona (19,4%) o al de EE. UU. (19,3%). El peso de la inversión en construcción sobre la inversión total (48,4%), a pesar del importante ajuste sufrido, también es ahora comparable al de las principales economías avanzadas. Ciertamente, el ajuste de la inversión en España ha sido de primer orden, pero su composición parece ahora más equilibrada. Un buen punto de partida para encarar con optimismo el nuevo ciclo de crecimiento.

### Inversión durante las fases de recuperación

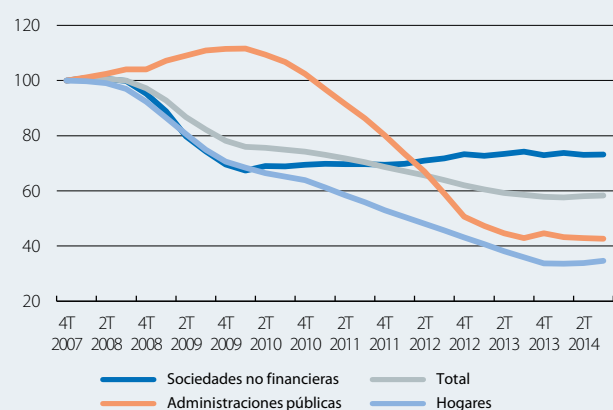
Índice (100 = 1T 1994 y 2T 2013)



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

### Inversión por sectores institucionales

Índice (100 = 4T 2007)



Nota: Inversión nominal.

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



## PRINCIPALES INDICADORES

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

### Indicadores de actividad

	2012	2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14	01/15
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-0,3	1,0	0,3	-1,4	-1,1	-2,5	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	1,5	2,6	0,6	0,9	-0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-9,1	-8,2	-5,7	-6,0	-4,0	-5,8	-4,5
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	52,5	53,4	53,1	52,6	54,7	53,8	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva	-42,7	-21,4	-8,9	14,4	26,5	15,6	-13,7	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,4	-9,3	6,5	7,8	16,0	14,0	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros	2,0	5,8	8,1	7,8	7,6	7,8	2,9	5,6	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	54,2	55,7	56,7	55,9	52,7	54,3	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-0,1	0,7	0,4	0,7	2,1	6,0	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	11,8	23,2	17,0	26,1	17,4	21,4	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-11,8	-6,1	-7,9	-10,0	-11,8	-7,1	-1,5

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-1,3	0,0	0,6	0,6	0,9	1,1
Construcción	-17,0	-12,1	-5,3	-2,3	-0,5	0,5	1,6	2,6
Servicios	-1,7	-2,0	1,1	2,2	2,6	2,7	2,8	3,0
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	0,1	1,4	1,9	1,9	2,5	2,6
No asalariados	-1,4	-0,6	1,4	2,3	2,5	2,6	2,5	2,4
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-</b>	<b>2,5</b>	<b>-</b>
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	29,7	-14,2	6,8	24,0	21,5	24,7	25,1	19,2
Temporales	-4,0	6,4	19,4	14,2	11,1	6,2	10,5	6,4
<b>TOTAL</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>18,2</b>	<b>15,0</b>	<b>11,8</b>	<b>7,6</b>	<b>11,6</b>	<b>7,2</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-9,4	-10,9	-5,5	-6,9	-7,8	-6,0
Resto de edades	11,7	3,7	-3,7	-5,9	-5,9	-5,8	-6,0	-5,3
<b>TOTAL</b>	<b>10,9</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,4</b>

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14	01/15
<b>General</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>
Subyacente	1,6	1,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	0,7	-2,3	-4,1	1,7	1,2	-0,4	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,0	2,4	-0,2	-1,1	-3,2	-8,5	...

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	11/14
<b>Comercio de bienes</b>								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	3,2	-2,0	4,8	9,6	4,1	3,2
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	7,0	3,7	7,3	7,5	7,7	2,0
<b>Saldo corriente</b>	<b>-3,0</b>	<b>15,1</b>	<b>11,2</b>	<b>3,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>
Bienes y servicios	16,5	35,7	33,6	29,0	26,7	26,7	25,6	25,5
Rentas primarias y secundarias	-19,4	-20,6	-22,4	-25,5	-26,6	-26,6	-27,0	-26,4
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>2,3</b>	<b>22,0</b>	<b>18,3</b>	<b>9,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	11/14
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-10,1</b>	<b>-6,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-</b>	<b>...</b>
Estado <sup>1</sup>	-7,9	-4,8	-0,9	-2,5	-3,1	-3,1	-2,9	-3,4
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-0,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Corporaciones locales	0,3	0,5	0,1	0,1	0,4	0,4	-	...
Seguridad Social	-0,9	-1,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>84,4</b>	<b>92,1</b>	<b>94,9</b>	<b>96,4</b>	<b>96,8</b>	<b>96,8</b>	<b>-</b>	<b>...</b>

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	09/14	10/14	11/14	Saldo 11/14 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>									
Sector privado	-4,3	-8,2	-6,4	-5,5	-4,4	-4,3	-4,8	-4,4	1.727,9
Empresas no financieras	-4,7	-10,6	-7,0	-5,7	-4,0	-4,0	-4,9	-4,2	970,7
Hogares <sup>3</sup>	-3,8	-5,0	-5,6	-5,2	-5,0	-4,7	-4,7	-4,7	757,2
Administraciones públicas <sup>4</sup>	15,0	16,8	8,5	6,6	5,9	6,1	6,2	6,8	1.023,1
<b>TOTAL</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>2.750,9</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>									
Total depósitos	-4,5	2,1	0,2	-0,8	-1,2	-1,4	-1,7	-1,9	1.163,6
A la vista	0,2	4,2	7,4	7,4	13,6	13,5	12,8	15,1	324,6
De ahorro	-2,8	-0,1	3,8	5,9	6,9	7,1	6,4	6,4	216,5
A plazo	-6,7	1,7	-3,6	-6,1	-9,4	-10,0	-10,2	-11,7	601,0
En moneda extranjera	-4,0	16,8	-1,1	0,1	0,3	0,5	6,1	8,7	21,4
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-13,2	-16,8	-11,1	-8,3	-6,8	-10,7	-6,7	-8,1	117,6
<b>TOTAL</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>1.281,1</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>10,4</b>	<b>13,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,1</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>-</b>
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>73,8</b>	<b>58,0</b>	<b>58,6</b>	<b>59,4</b>	<b>59,1</b>	<b>59,1</b>	<b>59,3</b>	<b>59,5</b>	<b>-</b>

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.

## EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

**Inflación a la baja y riesgo de deflación**

Los últimos datos de inflación están sorprendiendo a la baja en las principales economías del globo. En la eurozona, la tasa de inflación descendió hasta el  $-0,2\%$  en diciembre, dejando el promedio para 2014 en el  $0,4\%$ . En el Reino Unido, a pesar de que la tasa de crecimiento sorprendiera al alza en 2014, la inflación ha mantenido una tendencia claramente decreciente hasta situarse en el  $0,5\%$  en diciembre, el registro más bajo en 15 años. EE. UU. se encuentra en una situación similar. Cuando parecía que la recuperación económica finalmente empezaba a tomar cuerpo en la mayoría de economías avanzadas, el fantasma de la deflación ha vuelto a reaparecer en escena.

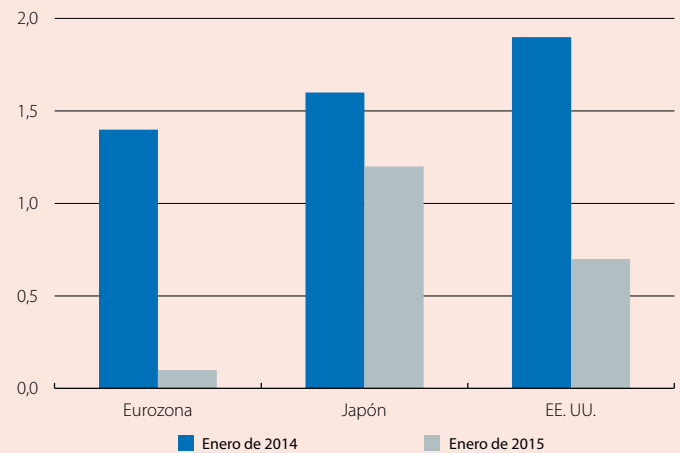
*Per se*, un escenario en el que los precios bajan no necesariamente es perjudicial para la evolución de la actividad económica. Si el coste nominal de los factores de producción, léase capital y trabajo, se pudiera ajustar al mismo ritmo que el de los precios, la evolución de la actividad económica no debería verse afectada. Sin embargo, esto no es así. Los salarios, por ejemplo, en muchos casos son difíciles de ajustar a la baja. En estas circunstancias, si los precios cayeran de forma sostenida, muchas empresas podrían verse en aprietos.

Son igualmente preocupantes las derivadas que un escenario de caída sostenida de precios pueda tener sobre el coste del capital: si los precios caen y el tipo de interés nominal no se ajusta a la baja, el tipo de interés real aumenta. Para compensar la caída de los precios y mantener el tipo de interés real constante, hay que disminuir el tipo de interés nominal. Pero, ¿hasta qué nivel puede disminuir el tipo de interés nominal? ¿Es posible situarlo en tasas negativas?

En parte, esta pregunta ha quedado respondida recientemente. El BCE, por ejemplo, situó el tipo de interés de la facilidad de depósito en el  $-0,10\%$  en junio de 2014 y volvió a bajarlo hasta el  $-0,20\%$  en septiembre. Unas decisiones que, hasta hace muy poco tiempo, parecían impensables. Otros bancos centrales han seguido un camino similar, como el suizo y el danés. Asimismo, ya hay varios activos de renta fija que tienen un tipo de interés nominal negativo. Por ejemplo, la deuda pública alemana con vencimiento inferior a dos años cotiza en el mercado secundario con un tipo de interés negativo de forma más o menos sostenida desde hace seis meses.

Por lo tanto, en la práctica, ya hace varios meses que los tipos de interés han roto la barrera psicológica del  $0\%$ . Sin embargo, el escenario que los economistas tememos de verdad es aquel en el que la caída de los precios acaba haciendo mella en las expectativas de los hogares y las empresas sobre la evolución futura de estos. En el caso de los hogares, por ejemplo, si anticipan que los precios van a caer de forma sostenida, y el tipo de interés nominal no se ajusta a la baja, pospondrán sus decisiones de consumo e inversión, ya que aumentará el tipo de interés real y, por tanto, también la compensación por sus ahorros. En este escenario, de todas formas, el papel que pueda jugar el tipo de interés nominal puede ser limitado, puesto que, a medida que este se ajusta a la baja, los hogares cambiarán la composición de su cartera hacia activos más arriesgados para obtener una mayor rentabilidad. Además, si el tipo de interés nominal se acaba situando en terreno negativo, puede aumentar la preferencia por el dinero en efectivo, dado que este tendría un tipo de interés real positivo (la capacidad de compra de un billete o una moneda aumenta con el tiempo si los precios caen), aunque ello conlleve unos costes de almacenamiento y de seguridad importantes.

La disyuntiva a la que se enfrentarían las empresas sería similar. En un escenario de expectativas de caídas sostenidas de los precios y en el que el tipo de interés nominal se sitúa muy cerca de cero o en terreno negativo, estas también tenderán a posponer las decisiones de inversión. Todo ello deprimiría la economía y presionaría los precios a la baja todavía más, lo que generaría la temida espiral deflacionista.

**Evolución de las previsiones de inflación para 2015** (%)

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

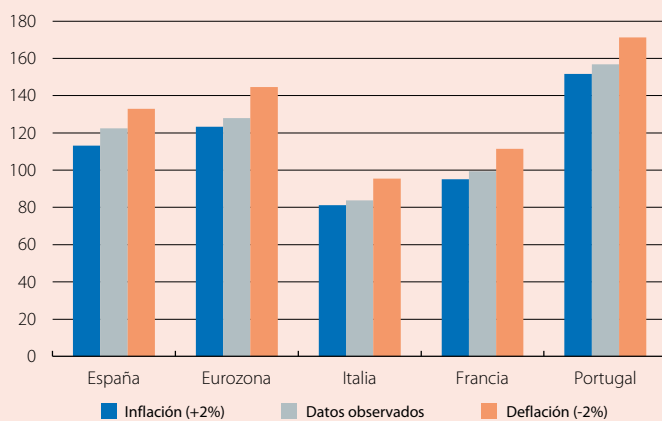
Existen importantes indicios, sin embargo, que hacen pensar que la situación actual de las economías desarrolladas y, en particular, de la eurozona, no es la antesala de una deflación. En primer lugar, es obligado apuntar que, en gran medida, la caída de la inflación que se ha producido durante los últimos meses se ha debido a la caída del precio del petróleo. En la eurozona, por ejemplo, de los 0,6 p. p. que se ha reducido la tasa de inflación entre julio de 2014 y diciembre de 2014, el componente de carburantes ha contribuido de forma directa en 0,5 p. p. De hecho, la inflación subyacente (sin alimentos ni energía) se ha mantenido prácticamente estancada en el 0,7% durante este mismo periodo. En los próximos meses es de esperar que, poco a poco, se vayan materializando los efectos indirectos del descenso del precio del petróleo, con bajadas en los precios de los bienes manufacturados intensivos en petróleo y los servicios de transporte. Según estimaciones del BCE,<sup>1</sup> dos tercios del impacto de la reducción del precio del petróleo se manifiestan a través de los efectos directos y un tercio a través de los efectos indirectos. En cualquier caso, la presión a la baja del precio del petróleo sobre la tasa de inflación irá desapareciendo durante los próximos meses, a medida que el efecto de base se vaya diluyendo.

En segundo lugar, el dinamismo que presenta el consumo privado y la inversión en muchas economías avanzadas muestra que ni los consumidores ni las empresas parecen estar postergando decisiones de consumo e inversión, más bien lo contrario. Aunque con importantes diferencias entre países, parece que finalmente se están empezando a aprovechar las buenas condiciones de financiación para llevar a cabo las decisiones de consumo e inversión pospuestas durante la recesión.

Con todo, hay dos factores que hacen que en aquellos países que todavía tienen ajustes macroeconómicos pendientes se siga con especial atención, y preocupación, la evolución de la inflación. Por un lado, muchos de ellos deben mejorar la competitividad para relanzar su sector exportador y, así, poder reequilibrar su posición exterior. Un contexto de inflación baja, o desinflación, en los socios comerciales hace que sea difícil seguir ganando competitividad por la vía de la contención salarial y de los precios (devaluación interna). El segundo factor es el proceso de desapalancamiento que muchos países desarrollados todavía están llevando a cabo. Como puede apreciarse en el segundo gráfico, el impacto que tiene un escenario de inflación moderada, o de deflación, sobre la evolución de la ratio de deuda sobre el PIB no es despreciable. Sirva de ejemplo el hecho de que si la inflación en España se hubiera mantenido en el 2% desde 2010, la deuda de las empresas no financieras sobre el PIB habría cerrado 2014 en el 113%, 9 p. p. por debajo de lo que ha sucedido en realidad. Por el contrario, en un escenario con una inflación promedio del -2%, la deuda sobre el PIB sería del 133%, 11 p. p. por encima de lo observado.

### Deuda de las sociedades no financieras en el 1T 2014 en distintos escenarios de inflación

(% del PIB)



**Nota:** Los escenarios asumen una inflación (o deflación) anual del +2% (-2%) desde 2010.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

nómica nos invita a pensar que debería ir remontando. No obstante, hay que mantener la cautela. La efectividad de las políticas llevadas a cabo hasta ahora no ha sido la esperada, y un escenario de deflación, aunque parezca poco probable, podría tener graves consecuencias.

Además, en estos países se observa con especial preocupación la falta de instrumentos de política económica para poder relanzar la inflación. ¿Cómo puede ser que, con los tipos de interés en mínimos y tras las inyecciones de liquidez que los principales bancos centrales de los países desarrollados han llevado a cabo, la inflación se mantenga tan baja? También resulta sorprendente que en numerosos países, como por ejemplo, Alemania, el Reino Unido y EE. UU., donde parece que la tasa de paro está cerca de la tasa de equilibrio y que el *output gap* está prácticamente cerrado, la tasa de inflación subyacente se mantenga muy baja. Estas cuestiones se analizan con detalle en los artículos «Inflación: ¿solo un fenómeno monetario?» y «Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?», del presente Dossier.

En definitiva, muchos de los países desarrollados están pendientes de la inflación, y, más allá del efecto temporal que el precio del petróleo está imprimiendo sobre esta, la lógica eco-

Gerard Masllorens

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

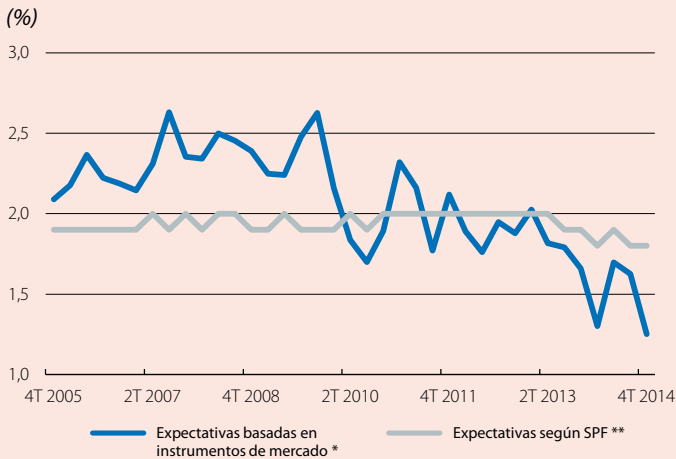
1. Para más información véase «Box 3: Indirect effects of oil price developments on Euro Area inflation», Monthly Bulletin, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, diciembre de 2014.

## Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles

Un factor clave de la dinámica de la inflación reside en las expectativas que los agentes económicos manejan sobre esta variable. Desde hace tiempo, tanto los economistas teóricos como los responsables de la política monetaria vienen dedicando esfuerzos a estudiar los pormenores de este vínculo. Ben Bernanke, que ha desempeñado ambas funciones, sintetizó la cuestión cuando afirmó que «un prerequisite esencial para controlar la inflación es controlar las expectativas de inflación». Este propósito de control entraña, cuando menos, cuatro grandes desafíos: comprender cómo interaccionan las expectativas de inflación con el resto de variables macroeconómicas relevantes; identificar el proceso que conduce a su formación; medir cómo evolucionan para comprobar si se ajustan a lo deseado; y evaluar las políticas que el banco central puede adoptar para incidir en ellas. A continuación se presentan algunas pinceladas sobre el tercero de estos retos.

La importancia de las expectativas de inflación se debe a la poderosa influencia que ejercen sobre la toma de decisiones por parte de los individuos. No es de extrañar, pues, que el deseo u objetivo de las autoridades monetarias cuyo mandato es velar por la estabilidad de los precios sea preservar el anclaje de las expectativas de inflación. Es decir, las oscilaciones de las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben ser moderadas y ajenas a *shocks* temporales sobre los precios actuales. Un comportamiento significativamente distinto a este puede suponer un serio riesgo para la estabilidad de los precios y debe ser corregido, en la medida de lo posible. Por consiguiente, la medición de las expectativas de inflación constituye un aspecto de suma relevancia. Sin embargo, algunos detalles son complejos y capaces de provocar errores de bulto.

### Expectativas de inflación a cinco años



Notas: \* Calculada a partir de swaps de inflación a cuatro y cinco años.

\*\* Survey of Professional Forecasts.

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

Hay dos tipos de medidas, de naturaleza muy distinta: las basadas en encuestas y las que derivan implícitamente de la cotización de diversos instrumentos financieros. Una de las principales fortalezas de las primeras es que proporcionan directamente las expectativas de inflación de los encuestados, ya sean consumidores, empresarios o analistas económico-financieros. En consecuencia, apenas necesitan tratamiento posterior de los datos. El Banco Central Europeo (BCE) lleva a cabo un seguimiento sistemático de varios tipos de encuestas. Sobresale la realizada a los analistas, que se publica trimestralmente. Los resultados históricos y recientes son muy interesantes en el marco del debate sobre el riesgo de deflación en la eurozona (véase el gráfico). En primer lugar, destaca la convergencia de las respuestas de los analistas hacia el nivel de inflación objetivo del BCE (cerca pero por debajo del 2%) a lo largo del tiempo, así como su menor grado de oscilación. Esto denota un anclaje notable de las expectativas de inflación y sugiere un aumento gradual de la credibilidad de la política monetaria del BCE. En segundo

lugar, la volatilidad de las expectativas de inflación se reduce a medida que aumenta el horizonte de la previsión, lo que significa que el impacto de los *shocks* temporales se hace notar a corto plazo pero desaparece a largo. Así, por ejemplo, la intensa caída de la inflación europea en los últimos meses, impulsada por el notable retroceso del precio del petróleo, ha conducido a que los analistas reduzcan su previsión de inflación para 2015 del 1,2% en junio de 2014 al 0,3% en diciembre. Por el contrario, las previsiones a largo plazo (cinco años vista), solo han sido rebajadas una décima entre esas dos fechas, situándose en diciembre en el 1,8%, muy cerca del objetivo del BCE. Esta pauta también se ha observado en encuestas análogas para los EE. UU.

Respecto a la medición de las expectativas a través de instrumentos financieros, existen tres grandes tipos de productos: los bonos indicados a la inflación, los *swaps* de inflación y las opciones de tipo *cap* y *floor* sobre la inflación.<sup>1</sup> Debido a su tamaño y liquidez, el mercado de bonos soberanos *inflation-linked* (I/L) se erige como la referencia más importante a la hora de analizar y evaluar las dinámicas de las expectativas de inflación que prevalecen entre los agentes que participan en los mercados financieros. Este tipo de valores, emitidos por un número de Gobiernos cada vez mayor, ofrece a sus tenedores protección ante la erosión de poder adquisitivo provocada por la inflación sobre los rendimientos (nominales) de cualquier inversión. Esto se consigue mediante la actualización del principal de acuerdo con la inflación registrada durante la vida del bono. En consecuencia, la diferencia entre la rentabilidad de un bono nominal (TIR nominal) y la de un bono I/L (TIR real) de igual vencimiento y emisor, denominada *break-even inflation rate*

1. Para una descripción más detallada de estos instrumentos, véase el Focus «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso» del *Informe Mensual* de abril de 2014.

(BEIR), constituye un indicador aproximado de la inflación promedio esperada por los inversores a ese plazo. Por su parte, un *swap* de inflación es un instrumento en que una de las partes se compromete a pagar un tipo de interés fijo a cambio de recibir la tasa de inflación promedio observada durante el plazo de vida del *swap*. El tipo fijo del *swap* constituye un indicador de la inflación promedio esperada al plazo de vida del *swap*, análogo a la BEIR en ausencia de arbitraje.

En el plano comparativo, ambas alternativas de medición de las expectativas de inflación han presentado, a lo largo de los años, una precisión similar respecto a la inflación finalmente observada (véase el segundo gráfico). No obstante, su distinta naturaleza se traduce en diferencias significativas en determinados momentos. El actual es uno de ellos. La principal ventaja de las medidas de inflación contenidas en los precios de los activos financieros radica en la elevada frecuencia de observación de las mismas: diaria o intradiaria en la mayoría de casos, frente a la periodicidad mensual o trimestral de las encuestas.

También es muy importante la disponibilidad de medidas relativas a distintos horizontes temporales, desde un año hasta 30, al menos en los principales países. Por el contrario, el principal inconveniente de las BEIR y del resto de variables con origen financiero reside en dos factores interrelacionados: la mayor volatilidad de estas medidas en comparación con las procedentes de encuestas y el efecto distorsionador derivado de la presencia de primas de riesgo que dificultan el cómputo de la «verdadera» expectativa de inflación. De forma más específica, además de una prima de riesgo de liquidez,<sup>2</sup> existe una prima de riesgo por inflación (IRP, en adelante). Esta última puede entenderse como la compensación que reciben los inversores por el riesgo que afrontan ante posibles desviaciones de sus expectativas de inflación respecto a la inflación que acabe materializándose. De este modo, un aumento del riesgo (mayor varianza de las expectativas), conlleva una mayor IRP. Así pues, la presencia de esta prima debe tenerse en cuenta antes de interpretar el nivel y las fluctuaciones de la BEIR y de las tasas de los *swaps* de inflación.<sup>3</sup>

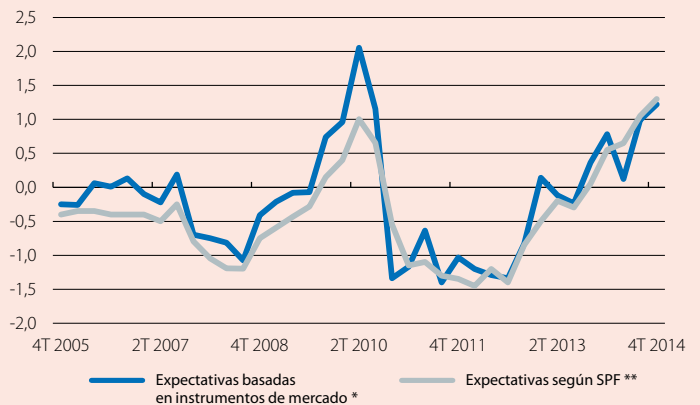
La lectura inicial que en la actualidad presentan los productos financieros de inflación evaluados en conjunto (bonos, *swaps* y opciones) muestra un rasgo muy llamativo: el descenso en las expectativas de inflación a largo plazo es sensiblemente más acusado de lo que se observa en las encuestas, tanto en la eurozona como en EE. UU. Como muestra el primer gráfico, en el cuarto trimestre de 2014, la expectativa de inflación de la eurozona para 2019 implícita en los *swaps* de inflación había descendido hasta el 1,2%, frente al 1,8% que resulta de la encuesta de analistas de la misma fecha. ¿Qué puede explicar esta divergencia entre las medidas de mercados y las basadas en encuestas? Buena parte de la respuesta se halla en la IRP. En efecto, durante los últimos trimestres, el tamaño de la IRP se ha reducido considerablemente hasta situarse por debajo del promedio de la última década en EE. UU. y en la eurozona (40 y 50 p. b., respectivamente).<sup>4</sup> Adicionalmente, cabe destacar que la influencia que ejerce este descenso de la IRP sobre las fluctuaciones de las expectativas de inflación es mayor en horizontes temporales más extensos.<sup>5</sup> Este último punto constituye un elemento clave a la hora de juzgar acertadamente la severidad de la reciente senda bajista que se observa en las BEIR y las tasas contenidas en los *swaps* de inflación. Parece, por tanto, que en el contexto desinflacionario actual las medidas basadas en encuestas toman cierta ventaja.

En suma, tanto las medidas de inflación basadas en encuestas como aquellas inferidas a través de la cotización de instrumentos financieros están sujetas a limitaciones que deben ser tenidas en cuenta. Por tanto, es de suma importancia que su lectura se ajuste al contexto económico que prevalezca en cada momento. De ello depende que las decisiones de los bancos centrales avanzados sean más acertadas y que su credibilidad no se vea menoscabada.

*Carlos Martínez Sarnago y Joan Daniel Pina*  
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

### Comparativa del error entre las expectativas de inflación a dos años y la inflación observada

(p. p.)



Notas: \* Basada en *swaps* de inflación europea a dos años. \*\* Survey of Professional Forecasts.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.

2. Las medidas de inflación contenidas en los precios de los activos financieros también contienen una prima de riesgo de liquidez. No obstante, los estudios empíricos ponen de manifiesto que la magnitud e importancia de la misma ha disminuido considerablemente en los últimos años, especialmente en el mercado de bonos I/L.

3. Este sería el caso cuando la distribución de las funciones de probabilidad de las expectativas de inflación tiende a concentrarse alrededor de valores extremos (como la deflación), lo que está asociado a fuertes oscilaciones de la prima de riesgo por inflación.

4. Véase Hördahl, P. y Tristani, O., (2014), «Inflation Risk Premium in the Euro Area and the United States» International Journal of Central Banking.

5. Véase García, J. A. y Werner, T., (2010), «Inflation Risks and Inflation Premium», European Central Bank Working Paper Series No. 1162. Los autores documentan que las fluctuaciones de la IRP explican el 88% de la volatilidad observada en la BEIR a cinco años de la zona euro.



## Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?

El año 2015 ha empezado con unas perspectivas económicas que no acaban de ser satisfactorias en la mayor parte de las economías avanzadas: si bien se espera un crecimiento del PIB superior al del año anterior, la inflación todavía no da signos de retomar una senda ascendente. Factores volátiles, como el desplome del precio del petróleo, explican gran parte de la reciente caída de la inflación. Pero incluso antes del *shock* del petróleo, el crecimiento de los precios no parecía acompañar la recuperación económica. ¿Qué factores explican este crecimiento sin inflación?

El marco teórico habitualmente utilizado para analizar la dinámica de la inflación a corto plazo se basa en la curva de Phillips, que relaciona la inflación de una economía con su brecha de producción u *output gap* (diferencia entre la producción observada y la potencial). Esta relación implica que la tasa de inflación será estable cuando el PIB observado sea igual al potencial, mientras que desviaciones de la producción respecto al potencial tienden a generar presiones inflacionarias o deflacionarias (producción por encima o por debajo del potencial, respectivamente). Su versión original, propuesta por el economista británico William H. Phillips en 1958, relaciona de forma similar el crecimiento de los salarios con la tasa de desempleo: cuanto mayor es la infrautilización de recursos en el mercado laboral (desempleo por encima de la tasa de desempleo estructural), menores serán los incrementos salariales acordados entre los trabajadores y las empresas.

Según la curva de Phillips, por lo tanto, la baja inflación durante la actual fase de recuperación se explicaría por un *output gap* que es todavía muy elevado en la mayoría de las economías avanzadas. Es decir, la profundidad de la recesión habría generado un *output gap* mucho más elevado que en otras recesiones. Así, por ejemplo, en el caso de la economía española, a pesar de encadenar seis trimestres consecutivos de crecimiento del PIB, el nivel de infrautilización de recursos productivos es aún muy alto respecto al nivel precrisis, tal y como refleja el elevado paro, lo que estaría impidiendo presiones sobre los precios y salarios. Desafortunadamente, la predicción de la evolución de los precios a partir de la curva de Phillips depende, de forma crucial, de la estimación del *output* potencial, que no es directamente observable y cuya medición está sujeta a importantes limitaciones.<sup>1</sup> Además, la incertidumbre alrededor de su estimación es todavía más elevada después de una recesión, ya que es difícil distinguir entre la incidencia de los factores cíclicos, como la infrautilización de los recursos productivos existentes, y la de los factores estructurales, como una reducción permanente de la capacidad productiva de la economía.

Además del *output gap*, cabe mencionar otros factores adicionales que también han incidido sobre la falta de dinamismo de los precios en la recuperación. Un primer factor es la rigidez a la baja de los salarios nominales. Esta rigidez impidió un ajuste pronunciado de los salarios durante la recesión y, en consecuencia, explicaría los menores incrementos en los primeros trimestres de la recuperación, dado que, en cierto modo, se estarían compensando unas reducciones salariales que no se materializaron. El análisis de Daly y Hobijn (2015)<sup>2</sup> aporta evidencia empírica a favor de esta hipótesis para la economía estadounidense. Concretamente, estos autores explican la evolución de los salarios de los distintos sectores económicos en la recuperación en función de las rigideces salariales durante la recesión. Los sectores en los que los salarios se contrajeron menos con relación al aumento del desempleo en ese sector durante la recesión son aquellos en los que el crecimiento de los salarios está siendo más contenido durante la recuperación. Este sería el caso, por ejemplo, de la construcción. En cambio, en aquellos sectores con una fijación de salarios más flexible, donde estos se ajustaron rápidamente ante la caída de la producción, es donde se observan mayores incrementos en la actualidad. Este es el caso del sector financiero, de los seguros y el inmobiliario.

Con todo, es importante señalar que la falta de sensibilidad de la inflación al ciclo económico no es un fenómeno nuevo. De hecho, la inflación se ha mantenido notablemente estable desde la década de los ochenta en la mayoría de las economías avanzadas, dando lugar a un aplanamiento de la curva de Phillips (véase el gráfico). Ello implica que la inflación responde en menor medida a los cambios en el *output gap*, es decir, parece que el proceso de formación de los precios es menos sensible a la infrautilización de los recursos productivos en el mercado laboral y en el mercado de productos. Los economistas atribuyen este aplanamiento a dos transformaciones fundamentales que han tenido lugar en estas últimas décadas. Por un lado, el anclaje de las expectativas de inflación y, por otro, el impacto de la globalización sobre los precios.

Empezando por el primero, las políticas antiinflacionarias adoptadas por la mayoría de los bancos centrales y la mayor confianza en su compromiso de mantener la inflación baja y estable han contribuido a mantener las expectativas de inflación ancladas. Ello

1. Véase el Dossier «PIB potencial, un concepto clave pero difuso» del *Informe Mensual* de mayo de 2013.

2. Daly, M. y Hobijn, B. (2015), «Why Is Wage Growth So Slow?», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2015-01, 5 de enero.

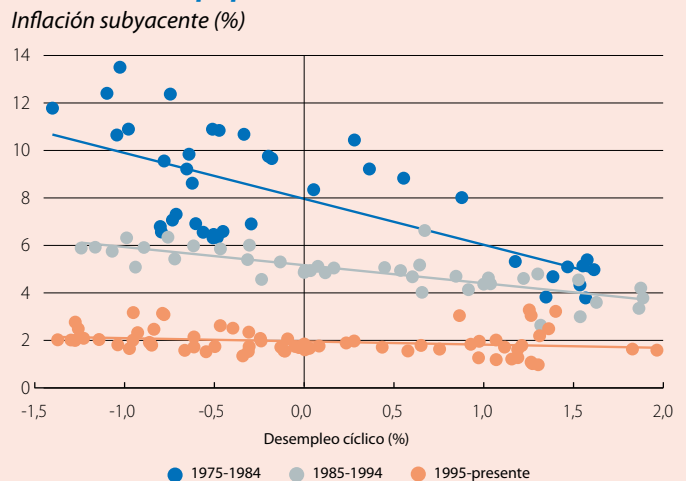
supone que las empresas y trabajadores no responden a sorpresas positivas o negativas de inflación, de manera que los salarios y los precios no cambian con tanta frecuencia. Por lo tanto, unas expectativas de inflación firmemente ancladas se traducen en menores fluctuaciones de precios de carácter cíclico. En este respecto, Coibion y Gorodnichenko (2014)<sup>3</sup> construyen una curva de Phillips para EE. UU. que relaciona la brecha de producción con las expectativas de inflación de los hogares, medida por la Encuesta de los Consumidores de Michigan. Esta formulación permite explicar la falta de presiones deflacionarias desde 2009, puesto que las expectativas de inflación de los hogares experimentaron un notable aumento desde el 2,5% en 2009 hasta el 4% en 2014, mientras que otras medidas de expectativas de inflación, como las basadas en los mercados financieros o en las encuestas a profesionales de la predicción, se quedaron estancadas alrededor del 2% en ese mismo periodo. Los autores muestran que el principal factor que explica la divergencia en las expectativas es el precio del petróleo, al cual parecen responder de forma mucho más acusada los hogares. Es decir, el aumento de los precios del petróleo desde 2009 explicaría en gran medida el comportamiento de la inflación tras la Gran Recesión en EE. UU. Si el incremento que se produjo en las expectativas de inflación explica la falta de desinflación en la recesión, el descenso que se ha producido recientemente podría ser un factor determinante de la falta de inflación en la recuperación.

Por otro lado, la globalización es el segundo factor que explicaría por qué la inflación es ahora menos dependiente de la situación cíclica doméstica. La reducción de las barreras al comercio y de los costes de transporte ha provocado que los bienes producidos en un país sean más sustituibles por los producidos en otro, de manera que el precio doméstico de estos bienes no puede diferir demasiado del precio de bienes similares producidos en el exterior. En consecuencia, su precio no depende solamente del *output gap* local, sino también del nivel de utilización de los recursos a nivel global. Este efecto se puede analizar mediante una curva de Phillips que incluye el índice de precios de las importaciones como una variable explicativa adicional. Estimaciones del FMI<sup>4</sup> no encuentran una tendencia clara del precio de las importaciones sobre los precios domésticos, aunque para algunos países sí se observa un aumento con el tiempo de la importancia de la inflación importada. Alternativamente, se pueden incorporar medidas de *output gap* global en la estimación de la curva de Phillips. Estimaciones del BIS<sup>5</sup> muestran que el papel del *output gap* global es cada vez más importante para explicar las dinámicas de inflación.

En definitiva, la baja inflación en la recuperación es un fenómeno que, en primera instancia, parece sorprendente, sobre todo tras las ingentes inyecciones de liquidez de los bancos centrales. Sin embargo, lo es menos cuando se analizan tanto los factores específicos de esta crisis como los factores estructurales de fondo que explican las dinámicas de los precios a nivel global. Por lo tanto, a corto plazo, es de esperar que la inflación permanezca en niveles bajos, también debido al *shock* del petróleo. A medio plazo, sin embargo, a medida que la recuperación económica gane tracción y los *output gaps* se vayan cerrando, la inflación volverá a tasas más cercanas al objetivo de los bancos centrales.

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

### Curva de Phillips para las economías avanzadas



*Nota:* Cada círculo representa la media de la inflación y el desempleo cíclico en un trimestre para las economías avanzadas.

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

3. Coibion O. y Gorodnichenko, Y. 2014. «Is the Phillips Curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation». *American Economic Journal: Macroeconomics* forthcoming.

4. International Monetary Fund (2013), «The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?», capítulo 3 del *World Economic Outlook*, abril.

5. *84th Bank for International Settlements Annual Report*, 2013/2014.

## Inflación: ¿solo un fenómeno monetario?

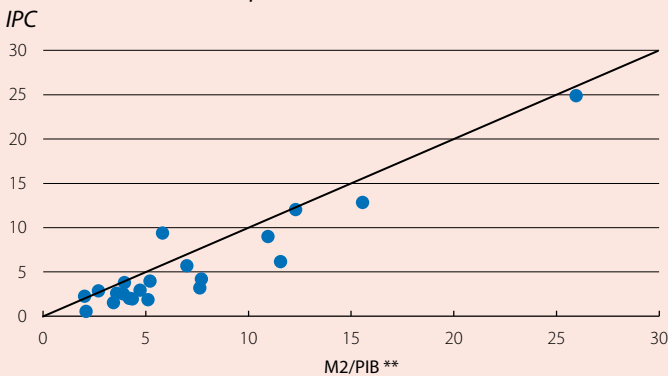
El 22 de enero de 2015, Mario Draghi anunció una importante ampliación del programa de compra de activos públicos y privados (QE), con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a medio plazo y reactivar la economía, algo unimaginable hace un año. Con este anuncio, el BCE se sumó al resto de bancos centrales, como la Reserva Federal, el Banco de Japón o el Banco de Inglaterra, que ya llevan tiempo aumentando sus balances a través de la compra de activos. Mediante estas políticas monetarias expansivas se ha inyectado abundante liquidez a la economía de cada país. Sin embargo, la inflación ha seguido contrayéndose de forma persistente y, de hecho, el anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo ha empezado a ponerse en riesgo. En este contexto inusual, algunos incluso han llegado a poner en duda una de las pocas leyes económicas que parecían sostenerse, conocida internacionalmente gracias a una frase célebre del economista Milton Friedman:

*La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario en el sentido de que solo es y puede ser producido por un incremento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción.*

La afirmación de que la inflación es un fenómeno monetario se sustenta en la teoría cuantitativa del dinero, según la cual los precios varían proporcionalmente respecto a la oferta monetaria. Dicha relación se basa en la identidad<sup>1</sup> según la cual el valor de las transacciones que se llevan a cabo en la economía (entendido como el PIB nominal) es equivalente a la cantidad de dinero que circula en ella (entendida como la cantidad de dinero que hay en una economía multiplicada por las veces que cambia de manos, es decir, la velocidad del dinero). Si se asume que la velocidad del dinero es constante, en una economía sin crecimiento económico, la tasa de inflación es igual a la tasa de crecimiento del dinero. Por lo tanto, si se incrementa la oferta monetaria tendremos más dinero persiguiendo los mismos bienes, con lo que los precios subirán. De forma similar, si la tasa de crecimiento de la actividad económica y de la cantidad de dinero es la misma, los precios deberían mantenerse constantes.

### Relación a largo plazo entre los precios y la oferta monetaria por países \*

Variación interanual (%) (promedio 1984-2013)



**Notas:** \* Cada punto representa el promedio de la inflación y del crecimiento de la oferta monetaria por encima del crecimiento del PIB para las economías avanzadas. \*\* M2 es una medida de oferta monetaria.

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

El enunciado de Friedman se ve reforzado por la evidencia empírica. En ella también se observa una relación positiva entre la inflación y el crecimiento del exceso de oferta monetaria (crecimiento de la oferta monetaria por encima del crecimiento del PIB real) para un amplio grupo de países. Esta relación es fuerte y robusta a largo plazo, pero, a corto plazo y de forma transitoria, la relación entre ambas variables puede debilitarse por factores como la rigidez de los precios o que la velocidad del dinero no sea constante. Así, por ejemplo, una contracción de la velocidad de circulación del dinero sería compatible con un aumento de la oferta monetaria sin presiones en los precios.

En base a lo anterior, tanto la teoría como la evidencia empírica sugieren que, si se da un crecimiento de la oferta monetaria por encima del crecimiento del PIB real, ello debería presionar al alza la inflación a medio plazo. Sin embargo, desde inicios de 2012, se observa cómo la relación entre ambas variables se ha debilitado hasta el punto de ser prácticamente nula. Por un lado, el crecimiento de la oferta monetaria se ha acelerado más que el crecimiento del PIB, mientras que,

por el otro, la inflación subyacente<sup>2</sup> ha seguido reduciéndose. A continuación apuntamos los principales factores que explican el desacoplamiento entre los agregados monetarios y los precios en los últimos años.

Un análisis de la efectividad de la política monetaria y, concretamente, de cómo esta influye en los agregados monetarios es clave en este sentido. De forma genérica, cuando un banco central ofrece liquidez al sistema bancario, ya sea mediante la oferta de crédito a largo plazo, ya sea mediante la compra directa de algunos de sus activos, aumenta la base monetaria.<sup>3</sup> Que ello se traduzca en un aumento de la oferta monetaria,<sup>4</sup> sin embargo, no es automático. Tradicionalmente, los bancos utilizaban la liquidez proporcionada por el Banco Central para aumentar la oferta de crédito.<sup>5</sup> Así, los movimientos de la oferta monetaria eran históricamente paralelos a los de la base monetaria y se traducían, en última instancia, en un incremento del consumo y de la inversión, que acababa presionando los precios al alza.

Sin embargo, el notable aumento de la base monetaria que se ha producido durante los últimos años no se ha traducido en un aumento de la oferta monetaria de la misma magnitud (véase la tabla). Los factores que han limitado la capacidad de crecimiento

1.  $M \times V = P \times Y$  o  $dM + dV = dP + dY$ . Donde M es oferta monetaria (dM son las variaciones en esa variable), V es la velocidad de circulación del dinero, P son los precios e Y, el PIB en términos reales.

2. Nos fijamos en la inflación subyacente para aislar el efecto de la caída del precio del petróleo en los últimos meses.

3. Se entiende por base monetaria la cantidad de liquidez proporcionada por los bancos centrales, ya sea en forma de moneda en circulación o en reservas que tienen depositadas los bancos en estos.

4. La relación entre base monetaria y oferta monetaria se conoce como multiplicador monetario.

5. Se entiende por oferta monetaria la moneda en circulación y la que se encuentra en su forma más líquida, es decir, depósitos bancarios.

## Evolución de agregados monetarios y precios

Variación interanual (%)

	Base monetaria	Oferta monetaria *	IPC subyacente
Estados Unidos (promedio 2000-2007)	5,1	6,2	2,2
Estados Unidos (promedio 2009-2013)	31,1	6,6	1,6
Eurozona (promedio 2000-2007)	8,3	7,3	1,8
Eurozona (promedio 2009-2013)	9,7	3,4	1,4

**Nota:** \* Oferta monetaria medida con el agregado M2.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE, la Reserva Federal, Eurostat y el Bureau of Economic Analysis.

nuevos requisitos regulatorios. Con la liquidez restante, los inversores buscaron una combinación de rentabilidad-riesgo más atractiva, ya fuese en otros activos financieros o en otras economías que estaban en pleno crecimiento. Así, mucha de la liquidez proporcionada por los bancos centrales ha acabado dirigiéndose hacia las principales economías emergentes.

Un último factor que cabe tener en cuenta es la creciente importancia de las fuentes de financiación alternativas a los depósitos en el periodo anterior a la crisis.<sup>6</sup> Tradicionalmente, cuando la intermediación financiera se canalizaba fundamentalmente a través de los bancos, su pasivo, al que se refieren los tradicionales agregados monetarios, era un buen indicador de la cantidad de dinero en la economía. Sin embargo, con la expansión del mercado de financiación mayorista, esta relación ha perdido fuerza. Por ejemplo, en EE. UU., cuando los bancos comerciales vendían las titulizaciones de créditos, podían volver a prestar con la liquidez obtenida. Por su parte, los vehículos constituidos para la compra de titulizaciones de créditos se financiaban mediante la emisión de deuda financiera a corto plazo (deuda comercial o *commercial paper*, por su nombre en inglés), que no se incluye en los agregados monetarios. En la práctica, por tanto, se producía un aumento del crédito, sin que los agregados monetarios aumentaran.

Otro caso paradigmático con resultados similares lo constituyen las cesiones temporales de activos, también llamadas *repos*, utilizadas por los bancos para prestarse dinero entre sí usando como garantía un activo. Como en el caso de las titulizaciones, esta práctica se convirtió en una fuente de liquidez importante que permitió aumentar la oferta de crédito. Además, en EE. UU. las *repos* tampoco se incluyen en la medida tradicional de oferta monetaria, por lo que, también en este caso, el impulso del crédito que se generó no se tradujo en un aumento de los agregados monetarios. Como puede observarse en el gráfico correspondiente, durante los años de fuerte crecimiento, el volumen de papel comercial financiero y de *repos* aumentó vigorosamente pero, tras el estallido de la crisis, experimentaron una fuerte contracción, de la que todavía no se han recuperado. Así pues, las medidas de oferta monetaria tradicionales que se muestran en el cuadro anterior estiman a la baja la liquidez disponible antes de la crisis y no capturan su posterior contracción. Si bien la expansión de la base monetaria por parte de los bancos centrales buscaba sustituir esta falta de liquidez, no ha sido suficiente y, en consecuencia, la presión sobre los precios sigue siendo baja.

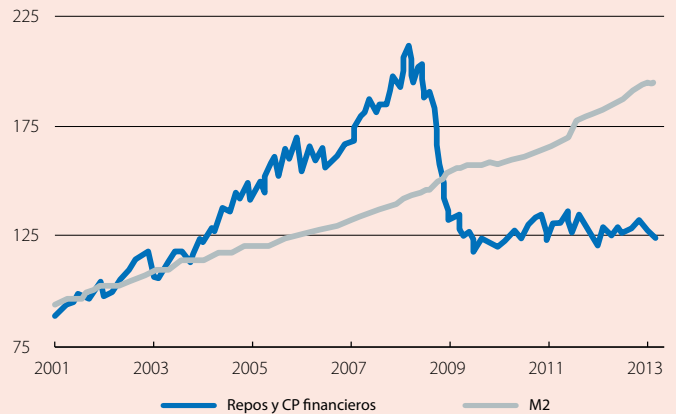
En definitiva, a pesar de que la relación entre los precios y los agregados monetarios parezca que ha perdido fuerza, en parte responde a factores temporales, como los relacionados con la demanda y la oferta de crédito. Por tanto, es de esperar que, a medida que la recuperación económica vaya tomando cuerpo, ambas vayan sincronizándose de nuevo. Más difícil de determinar es el papel que juega la mayor integración de los mercados financieros globales. La experiencia de los últimos años muestra que para los bancos centrales es muy difícil controlar la liquidez que inyectan, ya que fácilmente se dirige hacia otras economías. Una lección que se debe tener en cuenta a la hora de evaluar la eficacia de las medidas recién anunciadas por el BCE.

del crédito se encuentran tanto en la demanda de crédito como en la oferta. Concretamente, una parte importante de la demanda se hallaba inmersa en un profundo proceso de desapalancamiento. Además, la parte del sector privado más saneado tampoco demandaba crédito, aquejada por un entorno de elevada incertidumbre que invitaba a ahorrar y a posponer las decisiones de consumo e inversión. Por el lado de la oferta, el proceso de ajuste que la banca ha tenido que llevar a cabo para cumplir con la nueva normativa de regulación bancaria (Basilea III), tanto por el lado de la solvencia con mayores ratios de capital como por el lado de la liquidez, ha invitado a la banca a ser muy prudente en la concesión de crédito y a mantener un buen colchón de liquidez.

Ante este escenario, muchos bancos han optado por utilizar la liquidez que han recibido para aumentar las reservas en el banco central y disponer, así, de cierto margen de maniobra para poder hacer frente a posibles repuntes de tensión financiera o a

### EE. UU.: evolución de los pasivos del sistema financiero

Índice (noviembre 2011 = 100)



**Nota:** CP son commercial papers. M2 es oferta monetaria.

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

Ariadna Vidal Martínez

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

6. Véase Singh, Manmohan y Stella, Peter (2012), «Money and Collateral», *IMF Working Paper* y «Low inflation in a world of securitization», *Economic Synopses*, Reserva Federal de St. Louis, 2013.



## PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
 Correo electrónico: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto: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 2014

### Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos de clientes	271.270
Créditos sobre clientes	195.809
Resultado atribuido al Grupo	622

### Actividad comercial y medios

Clientes (millones)	13,4
Empleados	32.590
Oficinas en España	5.251
Terminales de autoservicio	9.544

### Obra Social: presupuesto por actividades para 2015

	MILLONES €
Sociales	336
Ciencia y medio ambiente	56
Culturales	67
Educativas e investigación	41
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

## 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](http://www.cege.es)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

