

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 388 | MARZO 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El sistema bancario griego, entre la espada y la pared

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La gran apuesta de Arabia Saudí

UNIÓN EUROPEA

Financiación en francos suizos en la Europa emergente: un riesgo acotado

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Vientos de cola ayudarán a reducir el déficit público

DOSSIER: EL QE DEL BCE: CAUSAS Y EFECTOS

Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE

El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE

El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo

La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad



“la Caixa” Research

INFORME MENSUAL

Marzo 2015

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

28 de febrero de 2015

Jordi GualDirector Ejecutivo de Planificación
Estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *El sistema bancario griego, entre la espada y la pared*10 *Acumulación de liquidez en las empresas estadounidenses,
¿por fin la hora del cambio?***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Turquía: un balance de riesgos más manejable en 2015*16 *La gran apuesta de Arabia Saudí***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Reforma laboral en Italia: un gran paso adelante*22 *Financiación en francos suizos en la Europa emergente:
un riesgo acotado***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Del barril al surtidor: ¿cómo se determina el precio del gasóleo?*28 *Empleo e innovación: un binomio clave para la recuperación
del mercado de trabajo*29 *Vientos de cola ayudarán a reducir el déficit público***32 DOSSIER: EL QE DEL BCE: CAUSAS Y EFECTOS**32 *Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE*

Judith Montoriol-Garriga

34 *El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas
del BCE*

Joan Daniel Pina

36 *El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo*

Carlos Martínez Sarnago

38 *La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad*

Sandra Jódar-Rosell y Ariadna Vidal Martínez

Eurozona: ¿en manos del BCE?

Los datos más recientes de actividad económica en la eurozona están sorprendiendo al alza, tras unos trimestres en los que el pesimismo se había impuesto entre los analistas. Algunos observadores atribuyen el incipiente cambio de tendencia al nuevo tono de la política monetaria, con el inicio del *quantitative easing* (QE) a principios de marzo. Sin embargo, la tendencia positiva se inició durante el otoño y solo indirectamente puede atribuirse a factores de índole monetaria. Es posible que los agentes económicos anticipasen una actuación significativa del BCE, pero esta estuvo rodeada de incertidumbre durante largo tiempo.

La mejoría económica de la eurozona responde, en primer lugar, a cambios significativos en los precios del petróleo y del euro. El petróleo (cotizado en euros) ha caído prácticamente un 35% desde mediados de 2014. El euro, por su parte, se ha depreciado un 6,5% frente a una cesta representativa de monedas. Ciertamente, en este último caso, la política monetaria esperada en la eurozona habrá jugado un papel indirecto. Otros factores que explican la recuperación tienen que ver con las decisiones tomadas en otros renglones de la política económica: reformas estructurales que dan frutos en algunos países miembros (incluida España), las reformas institucionales en el seno de la zona euro (unión bancaria, examen satisfactorio a los bancos) y una posición de política fiscal que, para el agregado de países, ha ido pasando de contractiva a neutral, sin apoyar ahora la expansión de la demanda agregada, pero tampoco frenándola.

En este número del *Informe Mensual* dedicamos el Dossier a examinar a fondo la naturaleza y la efectividad de las políticas de expansión cuantitativa (QE), con especial foco en la eurozona, dado el papel preponderante que ha tomado en la discusión pública. A modo de resumen, cabría resaltar cuatro grandes cuestiones sobre esta política en el caso europeo.

Primero, el QE ya es un éxito por su mera existencia, en la medida en que muestra que el BCE (la única instancia verdaderamente federal y ejecutiva de la UE), dispone de suficiente autonomía política y administrativa para tomar decisiones osadas, incluso cuando estas sitúan a la institución en terreno contencioso. Dado el diseño institucional incorrecto de la Unión Económica y Monetaria, es imprescindible que el BCE tenga y utilice amplias facultades para asegurar la integridad y continuidad de la misma.

Segundo, el QE era, y es, una respuesta obligada al contexto macroeconómico, en la medida en que el resto de grandes bancos centrales del mundo se han embarcado desde hace tiempo en políticas similares. El BCE no había hecho uso de este instrumento, lo que condenaba a la eurozona a una política monetaria comparativamente restrictiva, con efectos indeseados, por ejemplo, en términos de la apreciación del tipo de cambio.

Tercero, la política monetaria ultraexpansiva, por sí sola, va a ser insuficiente si no va acompañada, como Mario Draghi ha repetido diversas veces, de una posición fiscal más acomodaticia de aquellos países que tienen cuentas públicas saneadas y, muy especialmente, de reformas estructurales, es decir, de acciones que potencien el lado de la oferta de la economía.

En cuarto lugar, el Dossier nos recuerda que el QE del BCE es un paso más de los principales bancos centrales en un camino incierto que plantea grandes interrogantes para el orden monetario global. Es una política que coloca en una posición muy incómoda a algunos bancos centrales de países pequeños. Y, lo que es más importante, es una política que tal vez tenga su lógica desde la perspectiva de cada uno de los grandes bancos centrales, dadas las acciones del resto de autoridades monetarias, pero que no está nada claro que sea la correcta desde el punto de vista colectivo, puesto que conduce a los principales países del planeta a prolongar la espiral alcista de los niveles de deuda de sus economías.

Jordi Gual
Economista jefe
28 de febrero de 2015

CRONOLOGÍA

FEBRERO 2015

- 23 El Gobierno griego** llega a un acuerdo con las instituciones para **prorrogar cuatro meses el programa de rescate**. Como contrapartida, se ha comprometido a llevar a cabo una ambiciosa agenda de reformas estructurales.

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 titulaciones de créditos.**

OCTUBRE 2014

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

SEPTIEMBRE 2014

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

AGENDA

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).

ABRIL 2015

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 10** Índice de producción industrial (febrero).
- 15** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Cuentas financieras (4T).
- 17** Créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
- 20** Comercio exterior (febrero).
- 23** Encuesta de población activa (1T).
- 28** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29** Índice de sentimiento económico de la eurozona (abril).
Avance PIB de EE. UU. (1T).
- 30** Avance PIB (1T).
Avance IPC (abril).
Balanza de pagos (febrero).

La expansión económica global se abre paso

Tras un arranque de 2015 un tanto preocupante por el aumento de los riesgos bajistas, febrero ha atemperado los pronósticos más aciagos. Un buen barómetro para valorar este cambio de tono es el pulso que han presentado los mercados financieros: mientras que la volatilidad financiera repuntó en enero, en febrero se ha vuelto a calmar. A nivel global, ello ha sido fruto de la combinación de una intensificación de las políticas expansivas de los bancos centrales (18 de ellos han rebajado sus tipos de intervención en lo que va de año); de unos datos de actividad positivos en muchas economías, y de la solución, desafortunadamente solo parcial, de algunos focos de conflicto geoestratégico y político (tregua en Ucrania y extensión del programa de ayuda financiera para Grecia). Este alivio temporal permite aumentar la confianza en que la expansión global, a pesar de su carácter notablemente desigual entre países, tienda a afianzarse en los próximos meses.

Expansión más sólida en EE. UU., China en fase de desaceleración controlada y Japón saliendo de la recesión al ralentí. La desigualdad de la recuperación se vislumbra, especialmente, en las divergencias cíclicas de las grandes economías no europeas. EE. UU. ha empezado 2015 manteniendo un buen ritmo de crecimiento, en gran medida, gracias al buen tono del consumo privado (especialmente beneficiado por el abaratamiento del petróleo), al relanzamiento de la inversión, tanto empresarial como residencial, y a un menor ajuste fiscal. En este contexto de expansión, el debate fundamental sigue siendo en qué momento la Reserva Federal iniciará la subida del tipo de referencia. Por el momento, dada la baja inflación y una evolución salarial contenida, todo apunta a que la Fed esperará al tramo final de 2015 antes de empezar a normalizar su política monetaria. Frente a la situación norteamericana, China sigue pilotando un proceso de aterrizaje suave mediante la toma de medidas de carácter expansivo (bajadas del tipo de intervención y descenso del coeficiente de caja, adelanto de distintos proyectos de infraestructuras y medidas de apoyo al sector inmobiliario), que deberían evitar que la situación se convierta en un aterrizaje brusco. En cuanto a Japón, continúa luchando por salir de forma clara de la recesión de 2014. El crecimiento positivo del 4T 2014 le permite superar dos trimestres consecutivos de caída del PIB, pero lo hace a un ritmo más débil de lo esperado.

Europa mejora, pero el horizonte dista de estar despejado. La eurozona ha disipado algunos de sus interrogantes más apremiantes, pero se mantienen las dudas a medio plazo. Así, al buen dato de crecimiento económico del 4T

2014 (avance del 0,3% intertrimestral), le han seguido unos indicadores de actividad de enero y febrero que permiten pensar que, poco a poco, la recuperación va ganando dinamismo. Asimismo, a pesar de seguir en terreno negativo, la inflación repuntó en febrero, lo que aleja los temores deflacionistas. Este riesgo también se ve mitigado por la puesta en marcha, en marzo, del QE (*quantitative easing*) del Banco Central Europeo (BCE). Con todo, es preciso apuntar que la aceleración del crecimiento que esperamos para los próximos trimestres responde, en gran medida, a la combinación de cuatro factores: la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro, la expansión monetaria del BCE y el Plan Juncker de inversiones. En definitiva, la expansión europea está encarrilada, pero, en parte, es tributaria de factores de carácter temporal, lo que pone de relieve la necesidad de continuar con nuevas reformas estructurales que, a su vez, permitan dar mayor juego a la política fiscal. Un segundo frente problemático es el que deriva del proceso de negociación de los términos de la ayuda financiera entre Grecia y el Eurogrupo. Tras numerosos desencuentros, las partes en litigio han acordado extender cuatro meses el programa de rescate bajo la condición de llevar a cabo una serie amplia de reformas. El acuerdo ha rebajado notablemente la incertidumbre a corto plazo, pero representa una solución temporal hasta que se adopte un nuevo marco de ayuda financiera. Mientras se gesta este nuevo acuerdo, de carácter más definitivo, no cabe descartar repuntes puntuales de la volatilidad financiera.

España se beneficia de un entorno favorable. La economía española sigue capitalizando ventajosamente una serie de condiciones que, temporalmente, la favorecen. Así, de la mano del abaratamiento del crudo y de la depreciación del euro, la economía ha finalizado 2014 e iniciado 2015 con un tono mejor de lo esperado. El impulso de estos factores transitorios, que presentan inercia, y el hecho de que el crecimiento del 4T 2014 fuese mayor de lo previsto nos llevan a revisar al alza las previsiones de crecimiento de 2015 (del 2,3% anterior al actual 2,5%) y de 2016 (2,3%, frente al 2,1% anterior). Aunque prevemos que los principales motores en esta trayectoria seguirán siendo el consumo privado y la inversión, a medida que avance el escenario, la aportación del sector exterior al crecimiento mejorará. Los datos positivos se extienden a otros ámbitos de la economía: la creación de empleo sigue manteniéndose vigorosa, el sector inmobiliario muestra signos de mejora tanto por el lado de la demanda como de la oferta y la inflación repuntó en febrero. Prevemos que estas tres tendencias se prolonguen en 2015.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2013	2014	2015	2016	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,3	3,3	3,6	3,8	3,3	3,3	3,5	3,6	3,5	3,6
Países desarrollados¹	1,1	1,6	2,3	2,2	1,5	1,5	2,1	2,3	2,3	2,4
Estados Unidos	2,2	2,4	3,5	2,7	2,7	2,4	3,9	3,6	3,1	3,3
Eurozona	-0,4	0,9	1,4	1,8	0,8	0,9	0,9	1,3	1,6	1,7
Alemania	0,2	1,6	1,6	1,9	1,2	1,5	1,1	1,6	2,0	1,8
Francia	0,4	0,4	0,8	1,3	0,4	0,2	0,5	0,9	0,9	1,1
Italia	-1,9	-0,4	0,5	1,2	-0,4	-0,3	-0,1	0,4	0,7	0,9
España	-1,2	1,4	2,5	2,3	1,6	2,0	2,5	2,6	2,7	2,4
Japón	1,6	0,0	0,8	1,1	-1,3	-0,4	-1,3	0,9	1,9	1,7
Reino Unido	1,7	2,6	2,3	2,1	2,6	2,7	2,6	2,3	2,1	2,1
Países emergentes¹	6,2	5,8	5,6	5,7	5,9	5,8	5,7	5,5	5,4	5,6
China	7,7	7,4	7,0	6,6	7,3	7,3	7,3	7,1	6,8	7,0
India ²	6,7	7,4	6,7	6,7	8,2	7,5	7,6	6,8	6,6	7,0
Indonesia	5,7	5,1	5,7	6,1	4,9	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
Brasil	2,5	0,2	0,7	1,9	-0,2	-0,2	0,0	0,7	0,9	1,0
México	1,4	2,1	3,1	3,7	2,2	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2
Chile	4,1	1,7	2,6	4,1	0,8	1,5	1,6	2,6	2,8	3,2
Rusia	1,3	0,5	-3,3	-0,8	0,7	-0,2	-2,8	-3,5	-3,5	-3,2
Turquía	4,1	2,9	3,6	4,3	1,7	2,9	2,9	3,5	3,9	4,1
Polonia	1,6	3,3	3,4	3,9	3,3	3,2	3,0	3,3	3,5	3,6
Sudáfrica	2,2	1,5	2,3	2,8	1,5	1,3	2,1	2,4	2,7	2,4
INFLACIÓN										
Mundial¹	3,7	3,4	3,3	3,8	3,5	3,1	3,2	3,3	3,3	3,6
Países desarrollados¹	1,4	1,3	0,4	2,1	1,4	1,0	0,1	0,0	0,4	1,2
Estados Unidos	1,5	1,6	0,3	2,5	1,8	1,2	-0,1	-0,2	0,2	1,1
Eurozona	1,4	0,4	0,3	1,6	0,4	0,2	-0,4	-0,1	0,4	1,1
Alemania	1,6	0,8	0,5	1,7	0,8	0,4	-0,3	0,1	0,6	1,4
Francia	1,0	0,6	0,3	1,6	0,5	0,3	-0,2	0,0	0,4	1,1
Italia	1,3	0,2	0,1	1,6	-0,1	0,1	-0,4	-0,2	0,2	0,8
España	1,4	-0,1	-0,1	1,9	-0,3	-0,5	-1,1	-0,6	0,1	2,4
Japón ³	0,4	2,7	1,1	1,5	3,3	2,5	2,4	0,3	0,5	1,3
Reino Unido	2,6	1,5	1,0	1,9	1,5	0,9	0,3	0,6	1,1	1,7
Países emergentes¹	4,4	3,8	4,2	4,2	3,8	3,1	4,1	4,4	4,0	4,1
China	2,6	2,0	1,8	2,4	2,0	1,5	1,1	1,8	2,0	2,2
India	10,1	7,2	4,6	6,4	7,4	5,0	5,4	4,8	3,4	4,7
Indonesia	6,4	6,9	8,1	5,8	4,5	8,4	8,2	9,0	8,4	6,9
Brasil	6,2	6,3	6,5	5,8	6,6	6,5	6,8	6,5	6,5	6,4
México	3,8	4,0	3,5	3,1	4,1	4,2	3,7	3,9	3,3	3,2
Chile	2,1	4,4	3,2	3,0	4,7	5,3	3,9	3,4	2,9	2,6
Rusia	6,8	7,8	13,0	6,6	7,7	9,6	14,0	14,5	13,4	10,0
Turquía	7,5	8,9	6,3	6,5	9,2	8,8	6,6	6,1	6,0	6,3
Polonia	1,2	0,2	0,4	1,9	-0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,7	1,4
Sudáfrica	5,8	5,9	3,7	6,1	5,9	5,3	3,0	3,3	3,3	4,9

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en abril de 2014.

Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,29	0,88	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	0,24	0,30	0,48	0,61	0,68
Líbor 12 meses	0,68	0,56	1,00	1,68	0,56	0,57	0,71	0,94	1,10	1,25
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,98	1,77	0,50	0,52	0,61	0,90	1,11	1,31
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,38	3,26	2,49	2,27	1,94	2,23	2,49	2,84
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,05	0,06	0,16	0,08	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,25	0,30	0,44	0,33	0,27	0,25	0,25	0,25
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,19	0,02	-0,01	-0,04	-0,17	-0,20	-0,20	-0,20
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,36	0,81	1,06	0,76	0,37	0,35	0,35	0,35
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,33	1,33	1,13	1,10	1,33	1,25	1,15	1,13	1,13	1,12
¥/euro	129,65	140,42	140,73	139,14	137,68	142,89	136,58	139,48	142,13	144,74
£/euro	0,85	0,81	0,74	0,72	0,79	0,79	0,75	0,74	0,74	0,73
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	60,20	78,68	103,38	77,03	54,59	56,52	62,13	67,55
Brent (euros/barril)	81,67	74,83	53,14	71,26	78,02	61,68	47,59	49,84	55,08	60,20

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Vientos favorables en los mercados financieros

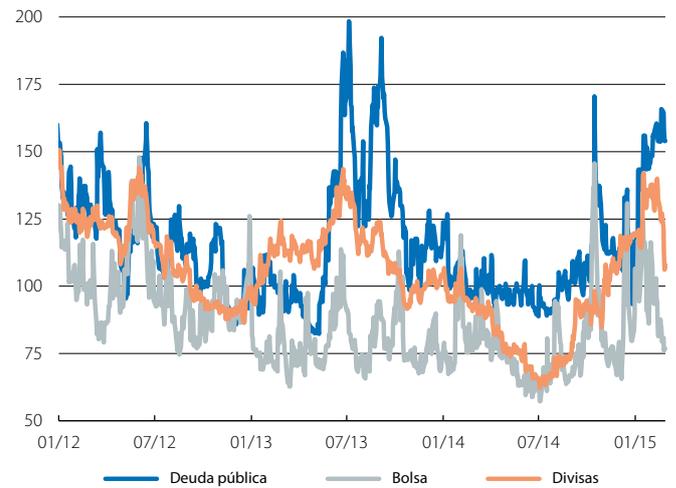
Europa encabeza la mejora del entorno financiero global. Tras un inicio de año marcado por la volatilidad, los acontecimientos de las últimas semanas han mitigado algunos de los riesgos de cola presentes en los mercados financieros. Especialmente relevantes han sido los avances observados en el ámbito europeo, donde el inicio inminente del *quantitative easing* (QE) por parte del Banco Central Europeo (BCE) y la mayor tracción de la actividad se han visto acompañados por el acuerdo alcanzado en torno al rescate de Grecia y por el acercamiento de posiciones en el conflicto de Ucrania. Todo ello ha favorecido la reactivación del ímpetu alcista de las bolsas del Viejo Continente. Fuera de la eurozona, el tono de los mercados también sigue dominado por la estrategia acomodaticia de las autoridades monetarias: desde el inicio del año, 18 bancos centrales han rebajado los tipos de interés, una cifra sin precedentes. Sin embargo, los claroscuros en la evolución de los activos emergentes y la incertidumbre sobre la estrategia de subida de tipos de la Reserva Federal (Fed) siguen siendo focos de riesgo. Con todo, esperamos que el contexto de elevado apetito por el riesgo tenga continuidad, especialmente en el caso de los activos europeos, y a los niveles de volatilidad bajo control.

El debate acerca de la primera subida del tipo de interés por parte de la Reserva Federal gana intensidad. En su comparecencia semestral ante el Congreso y el Senado, la presidenta de la Fed, Janet Yellen, mantuvo el tono prudente de los últimos comunicados respecto a la estrategia de normalización del tipo de interés. Yellen descartó la posibilidad de que la primera subida del tipo oficial en más de ocho años tenga lugar antes de la reunión de la Fed de junio. A pesar de este planteamiento parsimonioso, el sólido crecimiento de la economía y la robustez del mercado laboral han llevado a los inversores a vislumbrar, en un horizonte no muy lejano, el inicio de los aumentos. La intención por parte de la autoridad monetaria de evaluar la decisión «reunión a reunión», basándose en los datos económicos, seguirá intensificando el debate. Por el momento, mantenemos nuestra previsión de inicio de la normalización del tipo de interés en noviembre de 2015, si bien el mercado anticipa una subida ligeramente anterior.

La rentabilidad de los *treasuries* repunta en febrero, especialmente en el tramo largo de la curva. Este viraje alcista recoge factores de diversa naturaleza: macroeconómica (solidez de la economía estadounidense y mejora de las expectativas de inflación); monetaria (subida cada vez más próxima del tipo rector por parte de la Fed); y financiera (reducción del refugio de capitales en activos seguros). Simultáneamente, la incertidumbre presente en estos tres frentes ha elevado la volatilidad existente en el mercado de deuda pública estadounidense. De cara a los próximos meses, el mantenimiento de estos factores debería seguir presionando al alza las *yields* de la deuda soberana de los EE. UU., aunque de forma muy gradual y con posi-

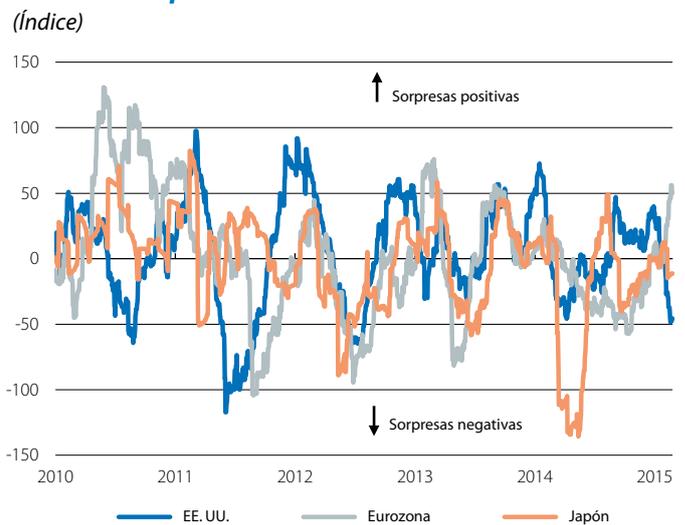
Volatilidad implícita en los mercados financieros

Índice (enero 2013 = 100)



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

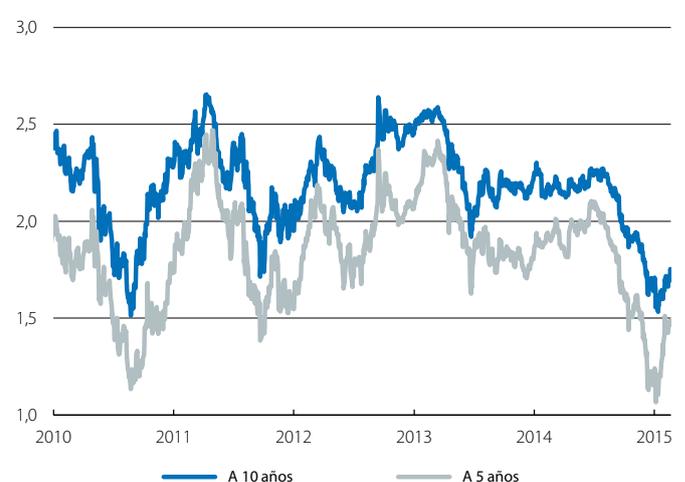
Índice de sorpresas económicas (Índice)



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

EE. UU.: expectativas de inflación

(%)



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

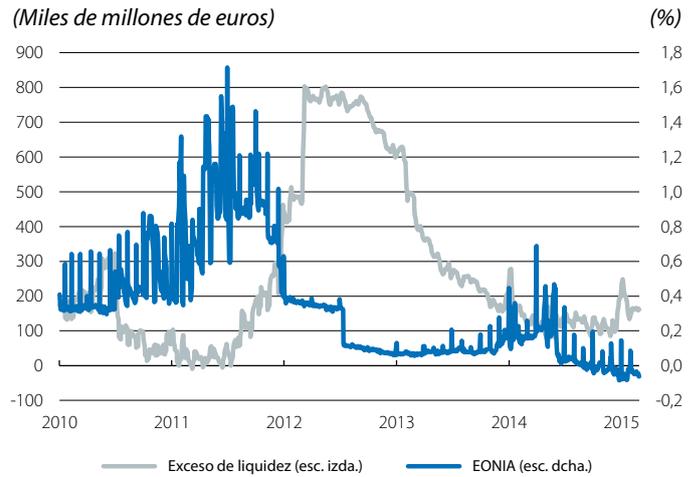
bles intermitencias, al hilo de la entrada de flujos inversores en búsqueda de rentabilidad ante los efectos del QE europeo. No obstante, la política de comunicación de la Fed deberá ser concisa y clara para evitar la aparición de mayores dosis de inestabilidad en el mercado de deuda pública estadounidense.

El BCE inicia el programa de compra de deuda soberana con la cuestión griega todavía de trasfondo. La reunión del Consejo del BCE de marzo centrará la atención de los mercados por dos cuestiones de distinta índole. La primera, el inicio del QE de deuda soberana en marzo, que permitirá que se conozcan más detalles sobre su operativa. Se espera que el aumento resultante del balance del BCE, cercano al billón de euros, hasta, como mínimo, septiembre de 2016, respalde el aumento de la cotización de los activos financieros, aunque con un alcance limitado (véase el artículo «El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo» del Dossier). La segunda cuestión girará alrededor de los próximos pasos a seguir tras el acuerdo alcanzado con Grecia. Es probable que el BCE decida incrementar el importe que los bancos griegos pueden solicitar bajo el esquema de la ELA a la espera de la readmisión de la deuda griega como colateral en las operaciones regulares de liquidez. De todas formas, este último aspecto precisa el cumplimiento, por parte del Gobierno heleno, de los compromisos alcanzados con las instituciones acreedoras.

Las tensiones resultantes de la negociación del rescate de Grecia se circunscriben al ámbito heleno. Las negociaciones del nuevo Gobierno griego con el Eurogrupo en torno a las condiciones del programa de rescate centraron la atención de los mercados financieros durante buena parte de febrero. Finalmente, tras largas reuniones, el Ejecutivo de Alexis Tsipras alcanzó un acuerdo que permite suavizar las condiciones impuestas a su economía a cambio de presentar una lista de reformas estructurales. De todas formas, este pacto se deberá ratificar en abril tras haberse evaluado los esfuerzos del Gobierno griego, por lo que no se descartan nuevas tensiones en la deuda soberana griega. En este sentido, durante el último mes, el repunte de la rentabilidad fue significativo a lo largo de la curva soberana helena y, especialmente, en los tramos corto y medio (la TIR de la deuda a tres años superó el 20% frente al 10% de la deuda a 10 años). Por lo que respecta al resto de países de la eurozona, el impacto sobre las *yields* soberanas ha sido testimonial, lo que supone un claro cambio de escenario respecto a episodios anteriores. Así, la TIR de los títulos de deuda de algunos países del núcleo cayó, alcanzando, en el caso del *bund* alemán, un mínimo histórico por debajo del 0,3%. Un fenómeno similar sucedió con las *yields* periféricas. En ambos casos, este comportamiento se vio favorecido por la red de seguridad que subyace a la puesta en marcha del QE del BCE.

Las bolsas europeas avanzan con ímpetu. Tras una evolución dubitativa y poco definida desde enero, en febrero la renta variable europea ha exhibido un marcado tono alcista. En primer lugar, ello obedece al favorable desenlace de la cuestión griega. En segundo lugar, también responde al inminente inicio de las compras de deuda pública en la eurozona (QE) por parte

Eurozona: tipo de interés EONIA y exceso de liquidez *



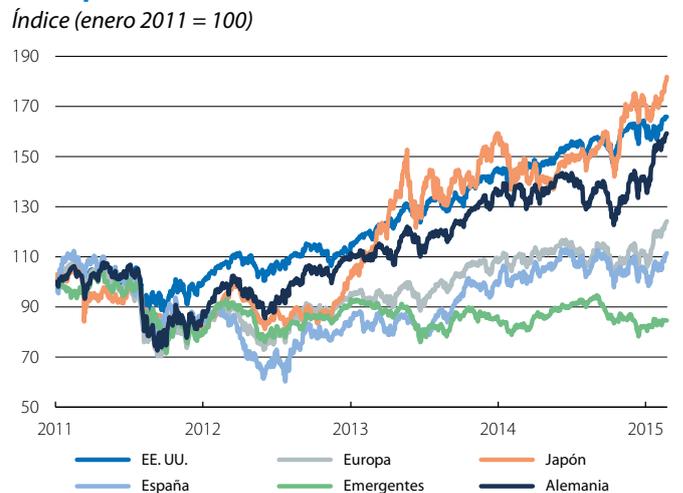
Nota: * Activos a la vista de los bancos en el BCE por encima de las reservas obligatorias.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



Nota: * Promedio de las rentabilidades de Italia, Irlanda, España y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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

del BCE, lo cual se ha traducido en notables flujos de los inversores hacia las bolsas europeas, en busca de mayor rentabilidad. Por último, figuran las sorpresas positivas de crecimiento en la eurozona, que han contribuido a reforzar el optimismo inversor en forma de mayores beneficios esperados en el futuro. Esta pauta contrasta con los tímidos avances de la bolsa de EE. UU. Pese a los resultados positivos de la campaña de beneficios estadounidense del 4T 2014, los inversores se muestran cautos ante el discreto crecimiento de la facturación de las empresas norteamericanas. El mejor comportamiento relativo de las bolsas europeas frente a la estadounidense previsible tendrá continuidad a medio plazo. No obstante, ello está sujeto a dos condiciones: que el buen pulso del crecimiento en la eurozona prosiga, tal y como esperamos, y que los focos de riesgo geopolíticos permanezcan bajo control. Por su parte, las bolsas del bloque emergente han presentado claroscuros, atribuibles a la desaceleración controlada de la economía china.

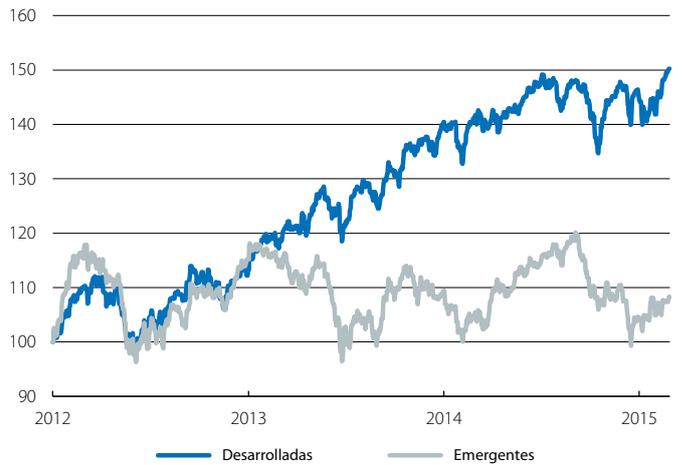
Los bancos centrales emergentes intensifican su estrategia expansiva. Durante las últimas semanas, la espiral acomodaticia iniciada por el QE del BCE, y seguida por otros bancos centrales europeos, se ha ampliado a las autoridades monetarias emergentes. Los motivos de estas actuaciones han sido básicamente tres: la pérdida de tracción de algunas economías durante los últimos trimestres; la reducción de las presiones inflacionistas a raíz de la caída del precio del petróleo; y la apreciación de sus divisas ante las políticas ultralaxas adoptadas en el bloque desarrollado. En este sentido, los bancos centrales de Turquía y de la India rebajaron los tipos de interés oficiales. Más destacable aún es la confirmación del giro expansivo que ha adoptado la autoridad monetaria china, con la reducción de los tipos oficiales de crédito y depósitos por segunda vez en menos de cuatro meses, hasta el 5,35% y el 2,5%, respectivamente.

En el plano de las divisas, el dólar se toma un respiro. La pausa en la senda depreciatoria del euro frente al dólar de las últimas semanas, que ha llegado hasta los 1,12 \$ a cierre de febrero, responde a la reiteración de la estrategia parsimoniosa de la Fed. Sin embargo, el comienzo del QE del BCE y el previsible endurecimiento del discurso de la Fed contribuirán a que la fortaleza del dólar frente al euro se reanude.

Perspectivas poco halagüeñas para las materias primas. Tras las intensas caídas durante los primeros compases de 2015, la cotización del petróleo Brent ha virado al alza hasta el entorno de los 60 dólares/barril. Este repunte responde a los menores niveles de oferta esperados en el futuro, fruto de la cancelación de proyectos de explotación y de extracción de crudo. A corto plazo, la evolución del precio del petróleo se prevé errática y poco definida. La evolución del resto de materias primas no ha deparado movimientos de envergadura, aunque el trasfondo de debilidad es generalizado. Uno de los factores que subyace a esta dinámica es el débil pulso de algunas economías emergentes, particularmente de China. De cara al medio plazo, el tono dubitativo reinante en el mercado de *commodities* persistirá al calor del proceso de desaceleración controlada conducido por las autoridades chinas.

Bolsas desarrolladas y emergentes

Índice (enero 2012 = 100)



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

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar

(Dólares por euro)

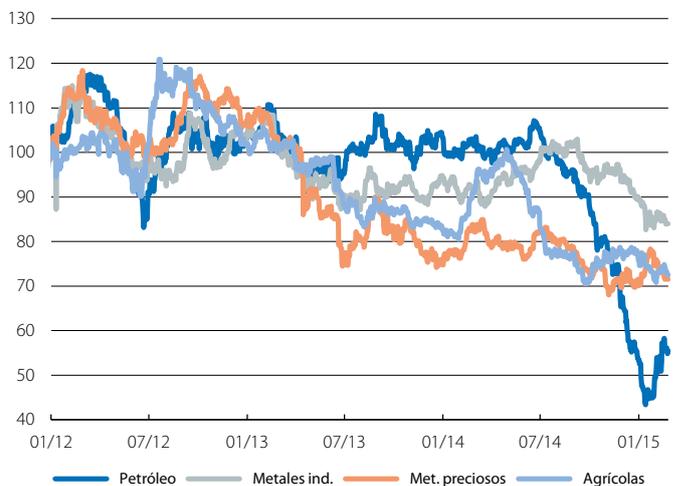
(Miles de contratos)



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

Materias primas

Índice (enero 2012 = 100)



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

FOCUS · El sistema bancario griego, entre la espada y la pared

Las principales fuentes de financiación de la banca europea suelen ser los depósitos, el mercado interbancario y de deuda privada, y las operaciones de liquidez del Banco Central Europeo (BCE). Durante la crisis, los mercados quedaron cerrados para muchas entidades, cuya dependencia de la financiación del Eurosistema aumentó notablemente. En concreto, el BCE proporciona dos canales de financiación: las operaciones de liquidez regulares (MRO y LTRO) y las líneas de liquidez de emergencia (ELA). La segunda se considera una fuente de financiación de último recurso empleada solo cuando las entidades tienen problemas de liquidez puntuales, por lo que su uso es poco frecuente. Sin embargo, la banca griega ha tenido que recurrir a ella para compensar la fuga de depósitos originada por la reciente inestabilidad política.

En términos generales, los bancos recurren a las ELA cuando no tienen suficientes activos elegibles como garantía para obtener financiación en las operaciones ordinarias. Al no cumplir con estos criterios, optan por las ELA proporcionadas por los bancos centrales nacionales (que asumen el riesgo crediticio) pero a un coste mayor, dado que las condiciones del colateral son más flexibles. A pesar de que estas subastas quedan supeditadas a los bancos nacionales, la autoridad monetaria mantiene el control fijando unos fondos máximos (de 68.300 millones de euros en el caso griego) y la posibilidad de cancelarlas si considera que interfieren con el mandato de política monetaria.

Durante los últimos meses, la inestabilidad política de Grecia ha propiciado una fuga de depósitos bancarios, que han llegado a acumular una caída del 9,7% entre noviembre y enero. Esta contracción del pasivo ha disparado las necesidades de liquidez del sistema bancario heleno, que, en última instancia y a falta de activos elegibles, ha tenido que recurrir a las ELA. Dos decisiones de la autoridad monetaria han acentuado esta escasez de colateral. La primera y más reciente ha sido la suspensión de la elegibilidad de los bonos soberanos griegos como garantía en las operaciones de liquidez del BCE.¹ La segunda fue la exclusión de los bonos bancarios garantizados por el Gobierno como colateral a partir de marzo. La primera reduce el colateral elegible en el BCE en 8.000 millones de euros, mientras que la segunda afecta a cerca de 50.000 millones. Si bien ya se sabía que estos bonos garantizados dejarían de ser elegibles y que muchos de ellos vencen próximamente, los bancos han seguido dependiendo de ellos para financiar el 50% de los fondos que obtienen del Eurosistema.

El hecho de que una parte importante del colateral del sistema bancario griego en las operaciones regulares solo se pueda aceptar vía ELA, y que la limitación de estos fondos

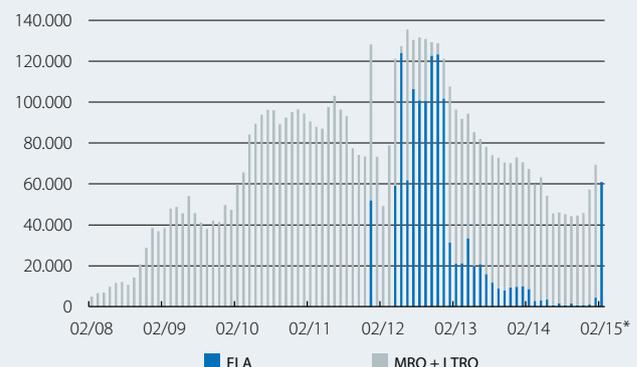
1. La participación en el programa de rescate convertía esta deuda en elegible, a pesar de tener una clasificación crediticia baja. Tras la extensión del programa, podría volver a aceptarse.

de emergencia ascienda hasta los 68.300 millones de euros (ya se han empleado cerca de 60.000) puede dificultar la financiación del sistema bancario si la fuga de depósitos persiste. Para ejemplificar cuán necesario es reducir la inestabilidad política mediante un acuerdo entre el Gobierno y las instituciones europeas, simulamos la capacidad de financiación del sistema bancario griego en el Eurosistema² en distintos escenarios. Si los depósitos siguen cayendo a la misma velocidad que en enero (7,3%), en abril los bancos se verían en dificultades para financiarse por falta de suficiente colateral elegible. Pero si los depósitos se contraen a la velocidad media alcanzada entre noviembre y enero (3,3%), los problemas se retrasarían hasta junio.

No se espera que los depósitos sigan contrayéndose a este ritmo. Sin embargo, las cifras enfatizan el riesgo que existiría si no se consigue reducir la inestabilidad política y la consiguiente fuga de depósitos.

Financiación de la banca griega a través del Eurosistema

(Millones de euros)

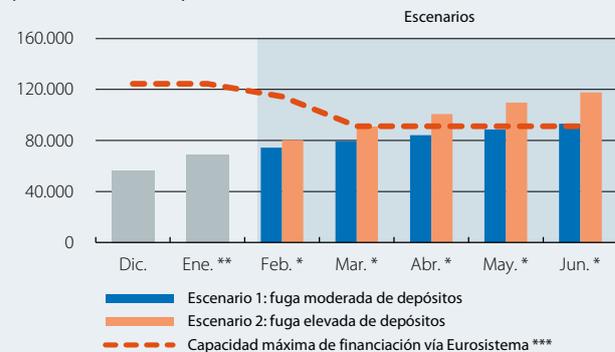


Nota: * Solo incluye financiación vía ELA (estimada a partir del balance del BCE).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Nacional de Grecia y del BCE.

Necesidades de financiación de la banca griega

(Millones de euros)



Notas: * Estimaciones asumiendo que toda la caída que se produce en depósitos es financiada por el Eurosistema. Escenario 1, caída de los depósitos promedio entre noviembre y enero (3,3% intermensual). Escenario 2, caída de los depósitos igual a la de enero (7,3% intermensual). ** Dato estimado a partir del balance del BCE. *** Estimación condicionada a la limitación de fondos vía ELA.

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

2. Tanto vía el BCE como vía ELA.

FOCUS · Acumulación de liquidez en las empresas estadounidenses, ¿por fin la hora del cambio?

La crisis financiera iniciada a mediados de 2007 marcó un cambio en la estrategia empresarial a nivel global. Durante los últimos años, la mayoría de compañías han rediseñado sus estrategias de crecimiento y han procurado controlar su apalancamiento, combinando la optimización de costes con la venta de activos no estratégicos. Sin embargo, la falta de claridad sobre la evolución de la demanda agregada, la incertidumbre vinculada al ciclo económico en general y el escenario monetario ultralaxo han sido motivos poderosos para que las empresas hayan registrado excedentes crecientes de tesorería en sus balances. Este fenómeno de acumulación de liquidez ha sido especialmente destacado en el caso de EE. UU. y conduce a plantearse qué empleo se le dará ahora que la economía presenta una senda de crecimiento más robusto.

Una perspectiva histórica de la evolución de la liquidez (calculada como las reservas de caja y otros activos líquidos) en el sector corporativo estadounidense muestra la singularidad del repunte registrado en los últimos años. En 2014, llegó a representar el 11,9% del total de los activos de las corporaciones, frente al 6,4% de media entre 1995 y 2005. Además de los factores enunciados, que impulsaron el ahorro preventivo de las empresas, también fueron relevantes otros aspectos de carácter tributario y regulatorio, que desincentivaron la reinversión de los beneficios. Concretamente, el elevado coste, en términos del Impuesto sobre Sociedades, de repatriar los beneficios generados en el extranjero ha contribuido a la acumulación de liquidez en filiales fuera de las fronteras del país. Con el fin de lograr cierta suavización de la carga fiscal, uno de los argumentos esgrimidos por los *lobbies* empresariales ante las autoridades es el impacto negativo que supone esa inmovilización sobre la inversión en capital (*capex*). Una variable cuya debilidad en los últimos años ha lastrado el avance de la economía de los EE. UU.

Sin embargo, la tendencia a acumular liquidez podría estar comenzando a cambiar. La mejora de las perspectivas de crecimiento a nivel global, la robusta recuperación de la economía norteamericana y la estabilización de los riesgos financieros están dibujando un nuevo marco para el sector empresarial. Según la última encuesta realizada por la Association for Financial Professionals a directores financieros de empresa, las compañías norteamericanas habrían comenzado el año con la firme intención de reducir el tamaño de sus excedentes de caja. Si bien este ha venido siendo un propósito recurrente a inicios de año, que no ha impedido su incumplimiento, en esta ocasión, la contundente respuesta se alinearía con un cambio de tendencia en la acumulación de liquidez.

Este viraje permitiría satisfacer las peticiones de los inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones, etc.), también según revelan las encuestas. La mayoría abrumadora reclama poner en movimiento las reservas de caja, que apenas generan retornos inmovilizadas en los balances. A partir de ahí, la gran cuestión que se plantean los analistas y los inversores reside en el uso que las compañías podrían dar a ese exceso de liquidez. Las principales opciones que se barajan son cuatro. Primero, aumentar el *capex*, invirtiendo en la propia compañía con el fin de lograr un mayor crecimiento orgánico. Segundo, abordar operaciones de fusión o adquisición de otras compañías. Tercero, mejorar la política de retribución al accionista, a través de dividendos y recompras de acciones. Y, cuarto, reducir el endeudamiento a medio y a largo plazo. Las encuestas a gestores y analistas revelan que sus preferencias se decantan, de forma clara, por la primera y luego por la tercera alternativa, dejando las otras dos en un plano secundario (salvo casos específicos). De momento, las actuaciones de las empresas estadounidenses muestran cierta desviación respecto a esas preferencias. La potenciación del *capex* todavía es modesta (aunque prometedora) y el desapalancamiento, muy gradual (sin ser apremiante). En cambio, sí se ha observado, ya en los últimos meses, un notable aumento de la actividad en los ámbitos de las fusiones y de las recompras de acciones. Esto hace pensar que el cambio de estrategia de las compañías estadounidenses hacia enfoques menos conservadores en las políticas de liquidez está en curso, aunque parece que no será muy agresivo en materia de *capex* durante este ejercicio.

Liquidez en las empresas estadounidenses *

(% de activos)



Nota: * Liquidez incluye las reservas de caja y el resto de activos líquidos.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	27-feb	30-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0	-20
Euríbor 3 meses	0,04	0,05	-2	-4	-25
Euríbor 12 meses	0,23	0,27	-4	-10	-32
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,19	-0,14	-5	-13	-29
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,23	-0,18	-5	-13	-32
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,33	0,30	3	-21	-123
Deuda pública a 10 años (España)	1,26	1,42	-16	-35	-223
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	93	112	-19	-14	-100
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,26	0,25	1	0	2
Líbor 12 meses	0,68	0,62	6	5	13
Deuda pública a 1 año	0,19	0,14	5	-2	9
Deuda pública a 2 años	0,62	0,45	17	-5	30
Deuda pública a 10 años	1,99	1,64	35	-18	-65

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	27-feb	30-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	50	60	-10	-13	-23
Itraxx Financiero Sénior	54	68	-14	-13	-35
Itraxx Financiero Subordinado	122	143	-21	-27	-10

Tipos de cambio

	27-feb	30-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,120	1,129	-0,8	-7,5	-18,3
€/euro	133,940	132,650	1,0	-7,5	-4,3
£/euro	0,725	0,750	-3,2	-6,6	-11,7
¥/\$	119,630	117,490	1,8	-0,1	17,1

Materias primas

	27-feb	30-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	420,9	422,5	-0,4	-3,8	-11,5
Brent (\$/barril)	61,8	50,8	21,7	10,9	-43,3
Oro (\$/onza)	1.213,2	1.283,8	-5,5	2,4	-8,9

Renta variable

	27-feb	30-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.104,5	1.995,0	5,5	2,2	13,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.599,0	3.351,4	7,4	14,4	14,8
Ibex 35 (España)	11.178,3	10.403,3	7,4	8,7	10,0
Nikkei 225 (Japón)	18.797,9	17.674,4	6,4	7,7	26,0
MSCI emergentes	990,3	961,6	3,0	3,6	2,8
Nasdaq (EE. UU.)	4.963,5	4.635,2	7,1	4,8	14,9

Nota: 1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.

COYUNTURA · Liderados por Estados Unidos

EE. UU. lidera una recuperación desigual, con Japón sumido en la atonía y China inmersa en su proceso de aterrizaje «controlado». Entre el resto de los emergentes, la India y Turquía mejoran sus perspectivas, mientras que los países exportadores de petróleo (como Rusia) siguen sufriendo las consecuencias de un petróleo barato.

ESTADOS UNIDOS

El PIB del 4T 2014 se revisó a la baja, del 0,7% al 0,5% intertrimestral (2,4% interanual), por un peor comportamiento del sector exterior y de los inventarios con respecto a la primera estimación del avance trimestral. Con todo, este cambio no modifica el cómputo anual para 2014 (2,4%) ni nuestro escenario central para 2015 (3,5%). A medio plazo, la expansión estadounidense proseguirá gracias al apoyo del consumo interno, al empuje de la inversión empresarial, a un menor ajuste fiscal y a una recuperación del sector inmobiliario que irá asentándose gracias a la mejora sostenida del mercado laboral. La apreciación del dólar, que incide en sentido contrario, se compensará, en gran medida, por la debilidad del precio del petróleo.

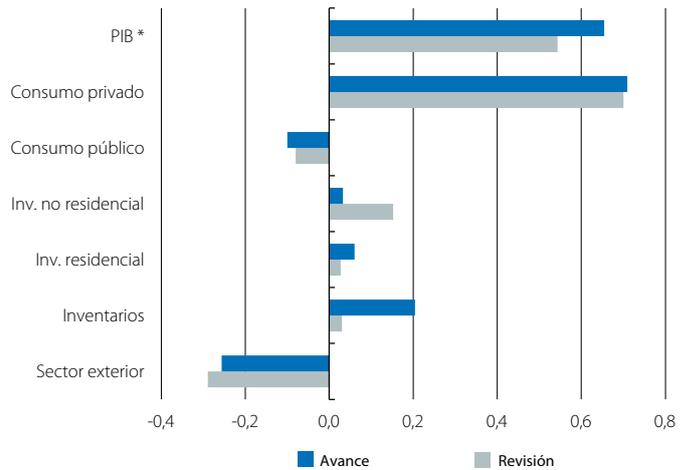
Los indicadores de actividad confirman la fortaleza del consumo. El índice de confianza del consumidor del Conference Board, rebasó en enero la referencia de los 100 puntos por primera vez desde noviembre de 2000 (la media histórica se sitúa en los 93 puntos), y pese al retroceso de febrero (hasta los 96,4 puntos), el indicador describe una marcada trayectoria de mejora sostenida. La debilidad de las ventas minoristas de enero, calculadas con precios corrientes, se debió, en gran parte, al bajo precio de los carburantes.

El clima empresarial apunta a una recuperación de la inversión, después de la pausa del 4T 2014. Los índices de sentimiento empresarial ISM (53,5 puntos en manufacturas y 56,7 en servicios) se mantienen en unos niveles que coinciden con crecimientos robustos del conjunto de la economía, especialmente en el caso de los servicios, que aglutinan el 83,6% del empleo privado.

El mercado laboral tuvo un buen comportamiento en enero, pero el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado. En enero se crearon 257.000 puestos de trabajo, por encima de los 200.000 indicativos de un mercado fuerte. La tasa de paro subió, solo marginalmente, hasta el 5,7%, y la tasa de actividad mejoró dos décimas, hasta el 62,9%. Sin embargo, la tasa de paro que incluye tanto a los desempleados como el subdesempleo (personas que trabajan a tiempo parcial obligadas por la coyuntura), aumentó una décima, hasta el 11,3%, lo que frena un crecimiento mayor de los salarios. En este sentido, las subidas salariales (2,2% interanual en enero) están todavía por debajo de la zona que Janet Yellen, la presidenta de la Reserva Federal (Fed), considera de «normalidad» (entre el 3% y el 4%).

EE. UU.: PIB

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

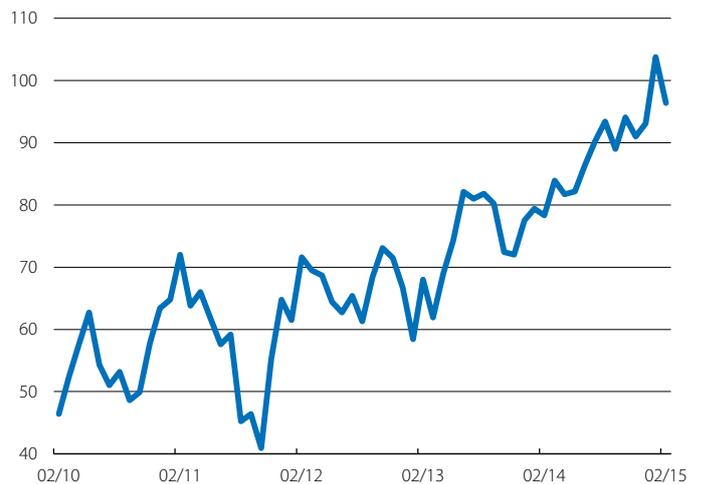


Nota: *Variación intertrimestral.

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

EE. UU.: confianza del consumidor

Índice



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

EE. UU.: salario por hora

Variación interanual (%)



Notas: * De los trabajadores del sector privado (excepto agricultura), en términos nominales. ** Rango en el que la Fed considera que debería situarse el salario por hora.

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

La inflación se sitúa en terreno negativo en EE. UU. por primera vez desde la crisis de 2008. El IPC de enero bajó nueve décimas, hasta el -0,1% interanual, ligeramente por debajo de nuestras previsiones y las del consenso. De nuevo, el fuerte descenso de los precios energéticos, del 9,7% entre diciembre y enero, ha apoyado este brusco ajuste. Con todo, el IPC subyacente subió un 0,2% intermensual, lo que mantuvo plano el avance interanual en el 1,6%, una cifra que mantiene abierto el debate sobre el inicio de la subida de tipos de la Fed.

JAPÓN

El PIB del 4T 2014 saca a Japón de la recesión pero decepciona. La economía japonesa creció un 0,6% intertrimestral en el 4T 2014, tras dos trimestres consecutivos de retrocesos a raíz de la subida del IVA (del 5% al 8%) del pasado 1 de abril. Pero el avance intertrimestral fue netamente inferior a lo esperado por el consenso y dejó el crecimiento para el conjunto de 2014 en el 0,0%. Asimismo, el PIB del 4T tuvo una mala composición: (i) el consumo privado fue la mayor sorpresa negativa, con un incremento del 0,3% intertrimestral que no tiene visos de mejorar; (ii) la significativa aportación de las existencias no tendrá continuidad; y (iii) la inversión sigue mostrándose débil. Todo ello nos hace bajar nuestra previsión de crecimiento en 2015 del 1,2% al 0,8%.

Japón crece en términos nominales pero vuelve a rozar la deflación. La expansión cuantitativa del Bank of Japan (BOJ), cuyos activos alcanzaron el 63,8% del PIB en enero frente al 33,6% a principios de 2013, para revitalizar los precios y el crecimiento en términos nominales, ha tenido cierto éxito, lo que ayuda a reducir el porcentaje de la deuda pública respecto al PIB (en el 245% del PIB en 2014 según estimaciones del FMI). Pero, también aquí, los riesgos están sesgados a la baja. El IPC sin alimentos pero con energía (utilizado como referencia por el BOJ) subió en enero un 2,2% interanual y un 0,2% descontando el efecto del IVA (el IPC general subió un 2,4%, un 0,3% descontando el IVA), muy lejos del objetivo del 2,0% del BOJ.

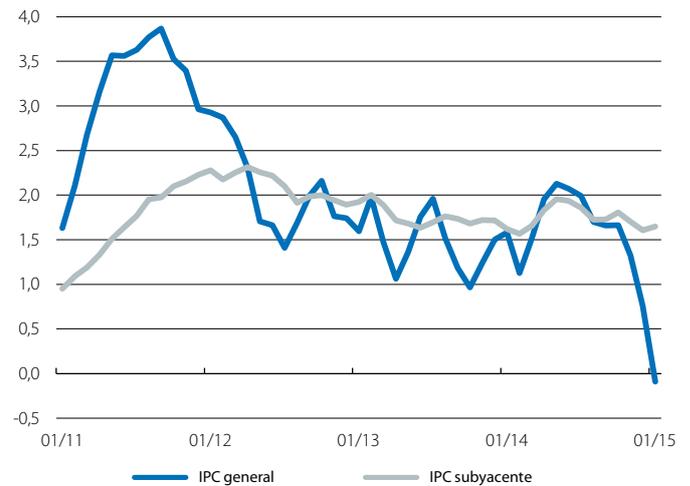
Los salarios, clave para reactivar la demanda interna, siguen estancados. La práctica totalidad de los incrementos salariales entre 2012 y 2014 descansó en el aumento de los bonos y las pagas extra (y no en el incremento del salario base), lo que indica que los empresarios todavía no vislumbran mejoras en el crecimiento a largo plazo.

EMERGENTES

El escenario central para China es de aterrizaje suave, en línea con la ralentización controlada que persigue el Ejecutivo, que, probablemente, rebajará en marzo el objetivo de crecimiento oficial del 7,5% al 7,0%. Los indicadores de enero introducen un sesgo bajista en nuestro escenario, con un índice PMI de manufacturas que se situó ligeramente por debajo de la referencia de los 50 puntos, por primera vez desde septiembre de 2012, y unas exportaciones e importaciones que cayeron un 3,3% y un 19,2% interanual en términos nominales, respectiva-

EE. UU.: IPC

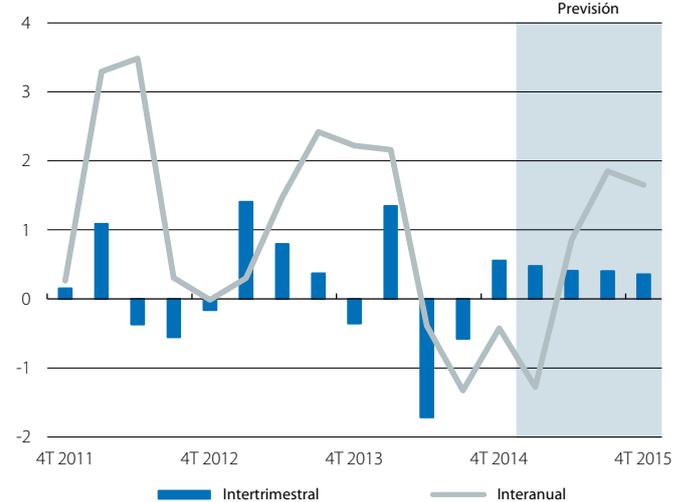
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

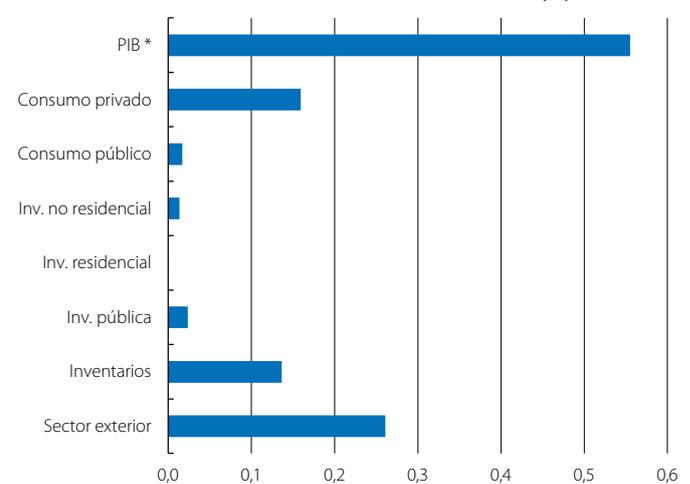
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Japón: PIB

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



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

mente. Aunque los indicadores de actividad de enero y febrero deben ser interpretados con precaución, a causa de las distorsiones derivadas del cambio de fecha del Año Nuevo chino, la ralentización continuada de las importaciones no deja de ser preocupante. En este sentido, el Ejecutivo no ha dudado en recortar el tipo de interés de referencia por segunda vez en menos de cuatro meses (hasta el 5,35%), para apoyar la economía. La baja inflación de enero, de un 0,8% interanual, también deja un amplio margen para nuevas políticas expansivas.

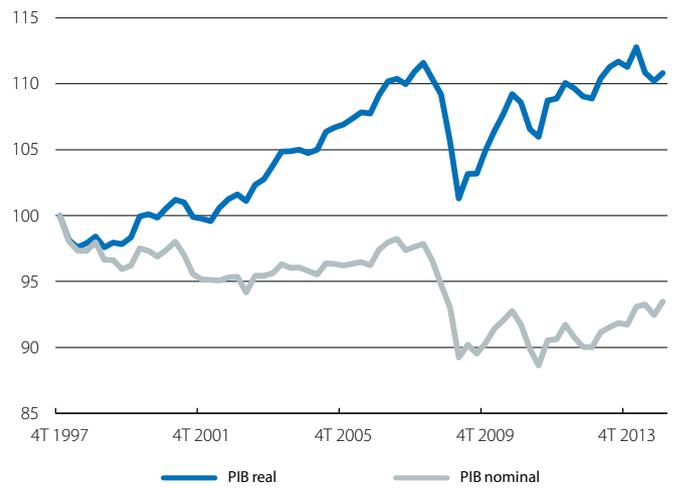
La India mejora sus estadísticas y revisa el crecimiento del PIB notablemente al alza. Según la nueva medición oficial, el PIB avanzó un 7,5% interanual en el 4T, por debajo del 8,2% del 3T, aunque muy por encima del avance del 5% de la serie antigua. La nueva serie del PIB introduce cambios profundos para acercarse a los estándares de contabilidad internacionales: el criterio de precio de mercado (PM) sustituye al de coste de los factores (CF), y se incluyen partidas de minería y de industrias locales, de propiedad intelectual y de *software*. Por el lado de la oferta, la nueva serie da mayor peso a las manufacturas (tradicionalmente débiles en comparación con China) y, por el lado de la demanda, aumenta el peso de la formación de capital fijo y del consumo privado.

En el resto de los emergentes, Turquía mejora sus perspectivas, mientras que Brasil y México las empeoran. En Brasil, la frenada de la actividad a finales de 2014, las dificultades para implementar el ajuste fiscal anunciado y una política monetaria más restrictiva de lo previsto nos hacen rebajar nuestra previsión de avance para 2015, del 1,0% al 0,7%. Asimismo, las subidas de impuestos indirectos y el alza de los precios administrados implican un aumento de la previsión de la inflación, del 6,0% al 6,5% en 2015. México aceleró hasta el 2,6% interanual en el 4T 2014 (2,2% en el 3T), lo que situó el cómputo anual de 2014 en el 2,1% (1,4% en 2013). Pese a esta aceleración del crecimiento, el anunciado ajuste del gasto público (0,7% del PIB), que afectará a las inversiones de Pemex, hace esperar un crecimiento ligeramente menor en 2015 (del 3,1% frente al 3,4% anterior). En contraste, en Turquía los indicadores sugieren que la actividad se aceleró a finales de 2014, lo que justifica que revisemos al alza nuestro escenario central para 2014 (del 2,8% al 2,9%). En 2015, además del buen término de 2014, jugará a favor del crecimiento la relajación monetaria, lo que nos lleva a revisar nuestra previsión para 2015, del 3,4% al 3,6%.

Rusia sigue presentando los mayores riesgos entre los grandes emergentes. Los acuerdos de Minsk II podrían representar el inicio de un proceso de reducción de los riesgos geopolíticos y, a medio plazo, el levantamiento de las sanciones. Dada la incertidumbre todavía existente, es prematuro mejorar nuestro escenario central (-3,3% en 2015). En cambio, el reciente repunte de la inflación y una depreciación del rublo mayor de la esperada justifican una revisión al alza de la inflación: del 9,4% al 13%.

Japón: PIB nominal y real

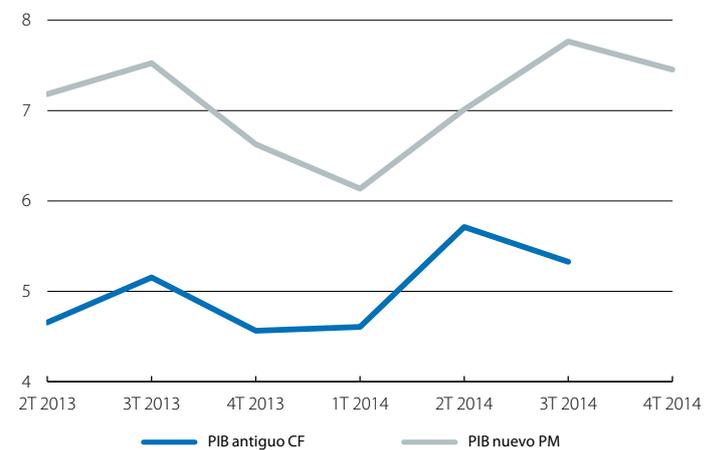
Índice (100 = 1T 1997)



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

India: PIB

Variación interanual (%)

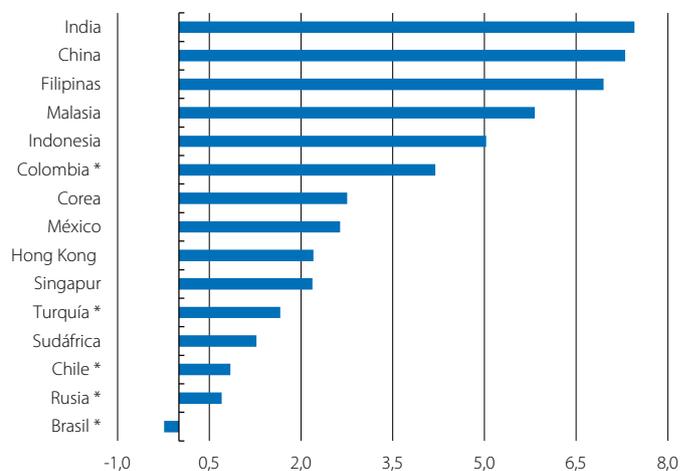


Nota: Antiguo CF: coste de factores (antigua referencia). Nuevo PM: precio de mercado (nueva ref.). PM = CF + impuestos indirectos - subsidios producción.

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

Emergentes: crecimiento del PIB en el 4T 2014

Variación interanual (%)



Nota: * Datos para el 3T 2014.

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

FOCUS · Turquía: un balance de riesgos más manejable en 2015

En los últimos años, ha sido relativamente frecuente incluir a Turquía entre los llamados emergentes frágiles, etiqueta bajo la cual se engloban distintos países que presentan desequilibrios macroeconómicos. En el caso turco, los más preocupantes son la inflación y el déficit por cuenta corriente. Los datos sugieren que, durante el ejercicio pasado, se ha avanzado en la reconducción del segundo, aunque no tanto de la inflación. Así, el desequilibrio corriente pasó del 7,9% del PIB de finales de 2013 al 5,9% en el 3T 2014. Esta notable mejoría se ha debido fundamentalmente a dos factores. El primero: la caída del precio del petróleo. En Turquía las importaciones de petróleo ascienden al 6% del PIB, por lo que el abaratamiento del crudo ha supuesto un impacto de primer orden. Un segundo elemento ha sido el ajuste de la demanda interna derivado, en gran medida, de unas condiciones financieras más restrictivas (en enero de 2014, se aumentó el tipo de referencia del 4,5% al 10,0%).

En cambio, la inflación se mantuvo en cotas elevadas durante gran parte del año pasado. Concretamente, la tasa de inflación fue del 8,9% en promedio y alcanzó máximos anuales del 9,5% en agosto. En gran medida, ello fue debido al aumento de los márgenes de los distribuidores de los productos agrícolas, lo que disparó su precio final.¹ Aunque la desaceleración del componente energético permitió reducir temporalmente la inflación en el tramo final de 2014, lo cierto es que tanto las cifras actuales (7,2% en enero) como las expectativas de inflación siguen alejadas del objetivo del 5% del Banco Central de Turquía. En esta tesitura, la decisión del organismo de rebajar el tipo de intervención en 250 p. b. durante los últimos meses ha sido controvertida.

Con todo, las previsiones de crecimiento y de inflación permiten matizar un tanto la controversia. Para 2015 se espera una cierta aceleración del crecimiento. El factor más importante que explica esta recuperación es la plena materialización de los efectos beneficiosos para el país de la actual etapa de precios más bajos del petróleo. El abaratamiento del crudo facilita, a un tiempo, mayor crecimiento, menor inflación y nuevas reducciones del déficit por cuenta corriente. Adicionalmente, la actividad se verá apoyada por el efecto de la relajación monetaria de 2014 y de principios de 2015. En este escenario, Turquía registraría en 2015 una inflación promedio del 6,3% y un déficit por cuenta corriente del 4,3% del PIB. Además, cabe destacar que, incluso siendo 2015 año electoral, la evolución prevista de las finanzas públicas es notablemente favorable, en parte, gracias al aumento de los ingresos fiscales ante las privatizaciones previstas.

1. De hecho, la distancia entre el PIB y el PIB potencial turco aumentó en 2014, según estimaciones de la OCDE, lo que debería haber reducido las presiones inflacionistas.

Aunque se espera que la recuperación, poco a poco, se afiance en 2016, Turquía seguirá moviéndose en un escenario con importantes riesgos bajistas. En primer lugar, porque la mejora del cuadro macro que experimentará a corto plazo no es de carácter estructural: la recuperación del precio del petróleo volverá a presionar la inflación y el déficit corriente al alza. Con todo, la recuperación de los principales socios comerciales, la eurozona y Rusia, debería apoyar el saldo externo turco.

Dos riesgos adicionales rodean el porvenir de la economía turca. El primero es la reacción de los inversores internacionales en el momento en que la Reserva Federal empieza a aumentar su tipo de referencia. Aunque la apelación a la financiación exterior es claramente menor que en años precedentes, llegado el caso, no se puede descartar un episodio de debilidad de la lira y un incremento del tipo de referencia al tratar de defenderla. Un segundo riesgo es de naturaleza geoestratégica, dado que la conflictividad de la región en la que se encuentra Turquía se ha agravado notablemente en los últimos años.

Turquía: tipo de interés de referencia y expectativas de inflación



Notas: * Expectativas de inflación a 12 meses vista, encuesta del Banco Central de Turquía. ** Repo a una semana.

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

Turquía: principales indicadores macroeconómicos

	2007-2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento del PIB real (%)	3,7	2,1	4,1	2,9	3,6	4,3
Inflación IPC (%) (f)	8,3	6,8	7,5	8,8	6,3	6,8
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-5,8	-6,2	-7,9	-5,4	-4,3	-5,0
Saldo fiscal (% del PIB)	-2,9	-2,1	-1,2	-1,5	-1,7	-1,5
Deuda pública (% del PIB)	44,7	40,1	39,6	38,2	37,4	35,1

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

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

FOCUS · La gran apuesta de Arabia Saudí

El desplome del precio del petróleo desde el verano de 2014, que todavía se sitúa en el 45%, a pesar del leve repunte de las últimas semanas, responde, sobre todo, a factores de oferta. En particular, destaca el cambio de estrategia de Arabia Saudí, que, en un entorno de producción mundial creciente, ha dejado de ejercer su papel de «productor de equilibrio» (*swing producer*) con la finalidad de desbancar a nuevos competidores.

Durante los últimos años, Arabia Saudí se ha valido de su posición privilegiada para actuar como *swing producer* y mantener la oferta mundial de petróleo acorde con la demanda del momento, lo que ha favorecido la estabilidad de los precios. Sin embargo, en el contexto actual de incremento de oferta, el máximo productor de la OPEP ha decidido no rebajar su producción, lo cual ha repercutido claramente en la rebaja de los precios, algo que puede asumir fácilmente dados sus bajos costes de extracción (véase el primer gráfico).

Esta es una baza que no todos los países productores de crudo pueden jugar. Con los precios actuales, una parte de la oferta no resulta rentable, lo cual debería contribuir a una paulatina subida del precio del petróleo, puesto que los productores más afectados por la menor rentabilidad recortarán sus inversiones, lo que generará una reducción de la oferta a medio plazo. Cabe tener en cuenta que el coste de producción del petróleo depende tanto de la región como del tipo de extracción: el petróleo más barato de extraer es, precisamente, el continental de Oriente Medio, seguido a cierta distancia por el marino de plataforma y por el petróleo ruso continental. Entre los más caros está el petróleo *shale* o de esquisto norteamericano. Según estimaciones de Rystad Energy, el precio medio que rentabiliza la explotación del *shale* se sitúa en los 62 dólares por barril, una cifra 2,5 veces superior a la de Arabia Saudí. Unos precios inusualmente bajos durante un periodo prolongado castigarían seriamente la producción de crudo *shale* en EE. UU.¹

¿Está consiguiendo Arabia Saudí eliminar a sus competidores? Pues parece ser que sí. En EE. UU. el número de plataformas petrolíferas en funcionamiento ha caído hasta mínimos desde 2011. Asimismo, el número de licencias de explotación *shale* también se ha reducido, desde las cerca de 3.000 mensuales que se concedían en septiembre de 2014 hasta las 1.500 en diciembre de 2014. De manera más general, las grandes empresas petroleras han anunciado recortes en sus inversiones por valor del 20% (véase el segundo gráfico). Este anuncio encaja con la retirada de nu-

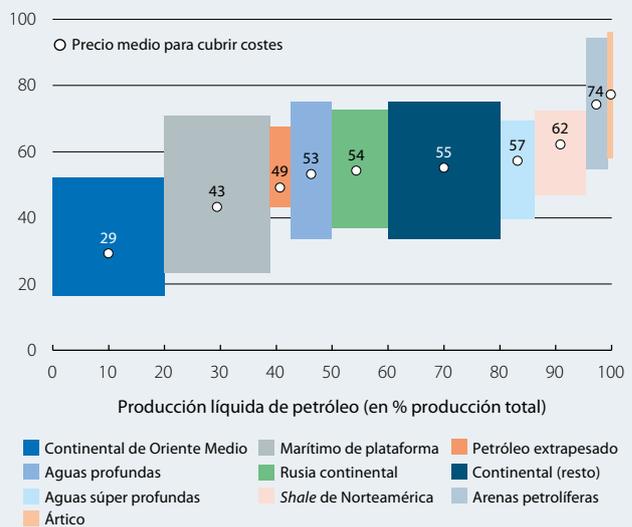
1. Es necesario matizar que el gráfico de costes corresponde a los costes a niveles actuales de producción. Así, por ejemplo, si Arabia Saudí aumentara sustancialmente su producción su coste medio sería mayor, ya que cada vez le resulta más costoso aumentar su producción.

merosos proyectos de prospección en la zona ártica, donde todavía no se explota el crudo existente por su alto coste de extracción.

En definitiva, es de esperar que el precio del petróleo se vaya recuperando poco a poco ante las menores inversiones de capital por parte de las empresas energéticas. Con todo, no podemos descartar algún que otro nuevo sobresalto en el precio, en especial, en un contexto de almacenaje que ha aumentado de manera notable recientemente.

Curva de los costes de oferta mundial de petróleo líquido

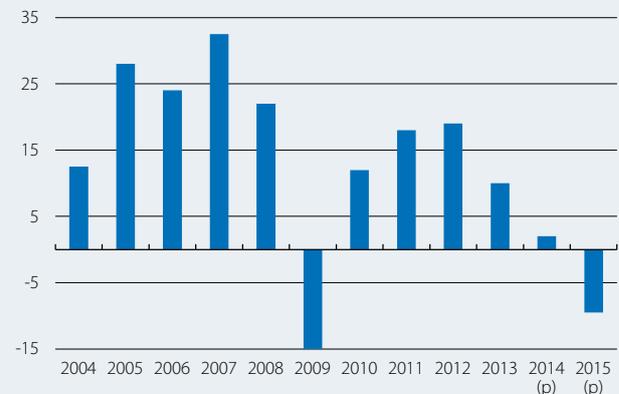
Equivalente al \$/barril Brent



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Rystad Energy research & analysis.

Inversiones en el sector petrolero a nivel mundial*

Variación interanual (%)



Nota: * Inversiones de capital destinadas a la exploración y explotación del sector petrolero; (p) Previsiones.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de J. P. Morgan.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
Actividad								
PIB real	2,2	2,4	1,9	2,6	2,7	2,4	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,5	3,9	2,3	4,1	4,4	4,8	5,7	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	80,5	83,4	90,9	92,7	103,8	96,4
Producción industrial	2,9	4,2	3,3	4,2	4,7	4,5	4,8	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	53,5	55,5	56,9	56,9	53,5	...
Viviendas iniciadas (miles)	930	1.001	925	985	1.030	1.065	1.065	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	169	171	170	173	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,6	6,2	6,1	5,7	5,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	58,9	58,9	59,0	59,2	59,3	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,9	-2,8	-2,9	-2,8	-2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,5	1,6	1,4	2,1	1,8	1,2	-0,1	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,6	1,9	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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15
Actividad							
PIB real	1,6	0,0	2,2	-0,4	-1,3	-0,4	-
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	38,8	39,1	40,9	38,5	39,1
Producción industrial	-0,6	2,1	8,3	2,6	-1,1	-1,2	-1,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	17,0	12,0	13,0	12,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,4	-2,6	-2,8	-2,9	-2,9	-2,6	-2,3
Precios							
Precios de consumo	0,4	2,7	1,5	3,6	3,3	2,5	2,4
Precios de consumo subyacente	-0,2	1,8	0,6	2,3	2,3	2,1	2,0

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	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15
Actividad							
PIB real	7,7	7,4	7,4	7,5	7,3	7,3	-
Ventas al por menor	13,1	10,3	11,9	12,3	11,9	11,7	...
Producción industrial	9,9	9,8	8,7	8,9	8,0	7,6	...
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,3	50,7	51,3	50,4	49,8
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	258	380	233	253	321	0	408
Exportaciones	7,8	6,1	-3,4	5,0	13,0	8,6	-3,3
Importaciones	7,3	0,6	1,6	1,4	1,1	-1,7	-19,9
Precios							
Precios de consumo	2,6	2,0	2,3	2,2	2,0	1,5	0,8
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	6,00	6,00	5,60	5,60
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,1	6,2	6,2	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 · Datos más optimistas aunque rodeados de incertidumbre

El PIB de la eurozona creció un 0,3% intertrimestral en el 4T 2014 (0,2% en el 3T), una décima por encima de lo esperado. Esto sitúa el crecimiento total del año en el 0,9% (-0,4% en 2013). El fuerte avance de la economía alemana en el 4T, del 0,7% intertrimestral (0,1% en el 3T), superó las expectativas y fue un factor clave para la recuperación de la eurozona. El crecimiento del PIB en España, del 0,7% intertrimestral, y en Portugal y en los Países Bajos, del 0,5%, también contribuyó a acelerar el ritmo de recuperación de la eurozona. En cambio, Francia siguió mostrando signos de debilidad, con un crecimiento del 0,1%, consecuencia, sobre todo, del mal comportamiento de la inversión, e Italia no consiguió abandonar por completo la recesión (0,0%). Por tanto, se mantiene la disparidad entre países, con España y Alemania en el grupo a la cabeza y Francia e Italia en el grupo a la cola.

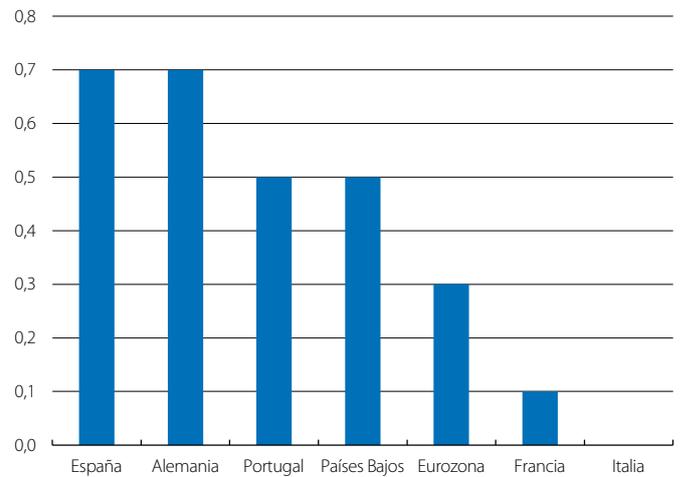
La Comisión Europea (CE) ha mejorado las perspectivas de crecimiento del PIB de la eurozona hasta el 1,3% en 2015 y el 1,9% en 2016, dos décimas por encima de sus previsiones de otoño. Por primera vez desde 2007, se espera un avance positivo en 2015 para todos los países de la eurozona, aunque a distintas velocidades. Parte del aumento del crecimiento en 2015 viene apoyado por factores temporales, como la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro y la puesta en marcha, por parte del Banco Central Europeo (BCE), del programa de compra de activos a gran escala. Destaca la mejora de las previsiones para España (+0,6 p. p.) y para Alemania (+0,4 p. p.). No obstante, para que esta mejora tenga continuidad durante los próximos meses, es importante eliminar factores de incertidumbre en la eurozona, como la crisis griega.

La CE permite a Francia retrasar la corrección del déficit, a cambio de incrementar la reducción del déficit estructural. El país tendrá hasta el 2017 para reducir el déficit fiscal por debajo del 3,0% del PIB. Paralelamente, no obstante, la CE solicita que Francia reduzca la parte de déficit que corresponde a factores estructurales, y que se encuentra en niveles elevados con respecto a otros países de la eurozona. En concreto, la CE insta a Francia a hacer un esfuerzo de reducción del déficit estructural del 0,5% del PIB en 2015, dos décimas más de lo que le pedía hasta ahora. Además, anuncia una revisión en mayo para supervisar la reducción del déficit y la implementación de reformas de este país. En el caso de Italia, la CE alerta sobre su elevado nivel de deuda (133% previsto en 2015) y el incumplimiento del objetivo de déficit para este año (2,6% en lugar del 2,2% previsto), aunque decide no imponer sanciones al reconocer el difícil contexto macroeconómico y el esfuerzo reformador del Gobierno italiano.

Acuerdo entre Grecia y el Eurogrupo para extender el programa de rescate hasta junio. Las instituciones han dado su

PIB del 4T 2014

Variación intertrimestral (%)



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

Previsiones del crecimiento del PIB de la Comisión Europea

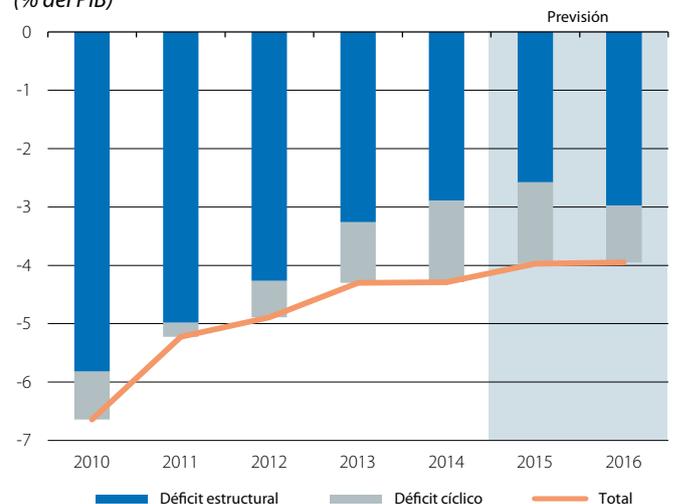
Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de otoño de 2014	
	2015	2016	2015	2016
Eurozona	1,3	1,9	▲ 0,2	▲ 0,2
Alemania	1,5	2,0	▲ 0,4	▲ 0,2
Francia	1,0	1,8	▲ 0,3	▲ 0,3
Italia	0,6	1,3	=	▲ 0,2
España	2,3	2,5	▲ 0,6	▲ 0,3
Portugal	1,6	1,7	▲ 0,3	=
Grecia	2,5	3,6	▲ 0,4	▼ 0,1

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

Francia: déficit público

(% del PIB)



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

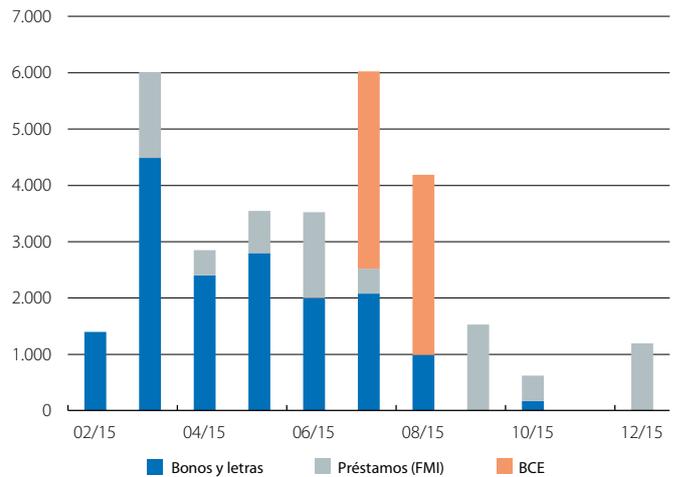
aprobación a la lista inicial de medidas presentadas por el Gobierno griego, que incluyen, entre otras: una reforma del IVA y del IRPF; la lucha contra la corrupción y la evasión fiscal; la flexibilización del mercado laboral (aunque se revisará al alza el salario mínimo), y la continuidad de las privatizaciones ya programadas (aunque se revisarán las no iniciadas). Si bien la primera impresión es favorable, la falta de concreción en las medidas hace que el BCE y el Fondo Monetario Internacional se mantengan cautos. En todo caso, los 7.200 millones de euros pendientes del rescate no se desembolsarán hasta que Grecia demuestre que está implementando las reformas propuestas. Así pues, la incertidumbre todavía estará presente durante unos meses. A corto plazo, el Parlamento griego aún debe aprobar estas medidas, y el primer ministro necesitará el apoyo de su partido y de sus aliados de coalición, lo que podría ser complicado debido a las discrepancias que mantienen entre sí. Además, es previsible que haya repuntes de las tensiones financieras derivadas de las dificultades que pueda tener el Tesoro griego para hacer frente a los próximos vencimientos de deuda, y de la delicada situación en la que se encuentra el sistema bancario griego.

El ritmo de la recuperación de la eurozona se intensifica en el 1T 2015. El índice PMI compuesto de la eurozona alcanzó los 53,5 puntos en febrero, el máximo nivel de los últimos siete meses. La mejora se produjo, sobre todo, gracias al fuerte aumento registrado en el sector de servicios. Por países, Francia sorprendió favorablemente, ya que su índice PMI compuesto subió hasta los 52,2 puntos, el valor más alto desde agosto de 2011. Además, la senda alcista del índice PMI alemán corrobora que esta economía sigue siendo el motor de la recuperación. El dinamismo alemán también se observa en la evolución de los indicadores IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas), que mejoraron por cuarto mes consecutivo en febrero. La composición del PIB germano en el 4T también fue favorable: la contribución de la demanda interna y externa al crecimiento intertrimestral fue de 0,7 y 0,2 p. p., respectivamente, mientras que la variación de existencias restó 0,2 p. p.

Mejora generalizada de los indicadores de demanda. A juzgar por las cifras de las ventas minoristas, cuyo ritmo de crecimiento se aceleró hasta el 2,8% interanual, el consumo privado está mejorando. Otra muestra de ello es el fuerte incremento de la confianza del consumidor en febrero, que se situó en niveles no observados desde verano de 2007. La recuperación del mercado laboral, aunque gradual, sin duda está ayudando a dinamizar la demanda interna. Las expectativas de empleo, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios, han seguido avanzando en los dos primeros meses del año. Por países, destaca el fuerte incremento de las perspectivas de creación de empleo en Alemania, una muestra más de la fortaleza del país, y también en España, cuyo mercado laboral va recuperándose, poco a poco, de su mala situación. En cambio, Francia tuvo avances más contenidos, acordes con la moderada recuperación de su actividad.

Grecia: vencimientos de deuda pública

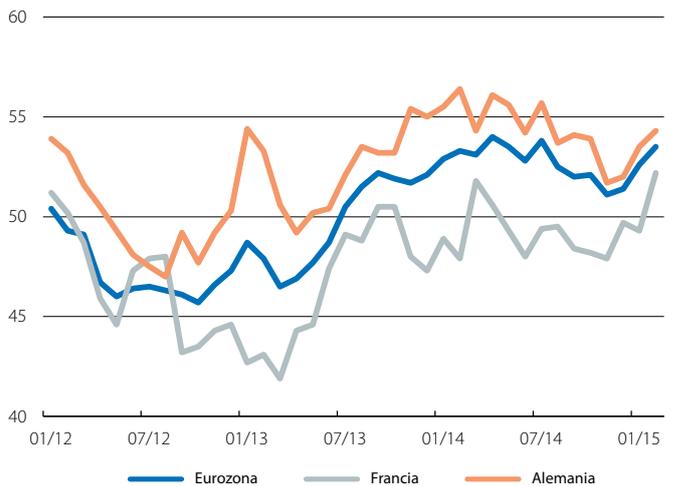
(Millones de euros)



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

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

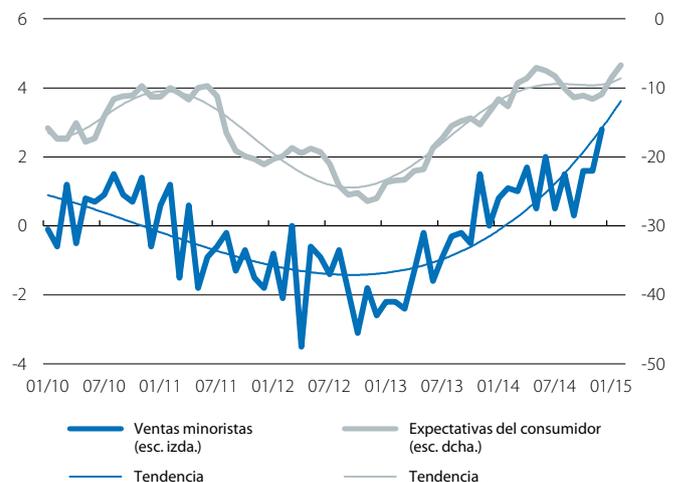


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



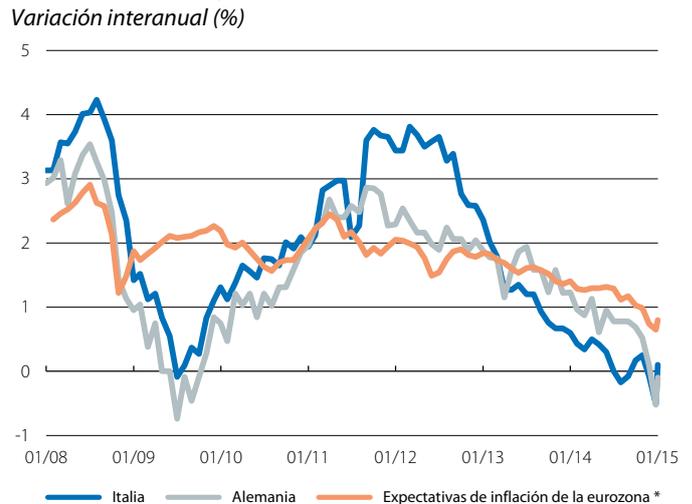
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

La inflación se mantiene en terreno negativo pero inicia una fase de recuperación. Se espera que la tasa de inflación haya aumentado en febrero, ya que, tras la fuerte caída de los meses anteriores, el precio del petróleo creció entonces un 18,3% intermensual. De hecho, en Alemania, Italia y España, países en los que ya se conoce el dato de febrero, se observa un claro repunte de la inflación. El aumento de las expectativas de inflación en el segundo mes del año, tras el anuncio del programa de expansión cuantitativa por parte del BCE, también parece corroborar el cambio de tendencia. De esta forma, prevemos que la inflación se recupere gradualmente a medida que los precios del petróleo regresen a cotas más elevadas y el crecimiento de la demanda interna se intensifique. Así, la eurozona cerrará 2015 con una inflación promedio del 0,4%. En 2016, esta subirá hasta el 1,6%, en promedio, una vez que desaparezca el efecto nivel del componente energético.

El abaratamiento del petróleo y la depreciación del euro apoyarán el superávit corriente en 2015. La balanza por cuenta corriente de la eurozona mantuvo la buena tónica del último año y registró un superávit del 2,4% del PIB en diciembre (acumulado de 12 meses). A ello ha contribuido, en gran medida, el superávit de la cuenta de bienes de diciembre, gracias al fuerte aumento de las exportaciones, del 8% interanual, que superó con creces el incremento de las importaciones, del 1% interanual. De cara a los próximos meses, el superávit por cuenta corriente se verá reforzado por dos factores. Por un lado, el precio del petróleo se mantendrá en niveles bajos, lo que permitirá contener la factura energética de las importaciones. Por otro lado, las exportaciones se verán favorecidas por la depreciación del euro. En efecto, una de las consecuencias del programa del BCE de compra de deuda pública y privada a gran escala ha sido que, desde su anuncio, el euro se haya depreciado el 3,6%, hasta los 1,12 €/\$, a finales de febrero. Prevemos que el tipo de cambio se mantenga en estos niveles unos meses y vuelva a depreciarse a finales de año una vez la Fed emprenda la subida de los tipos de interés.

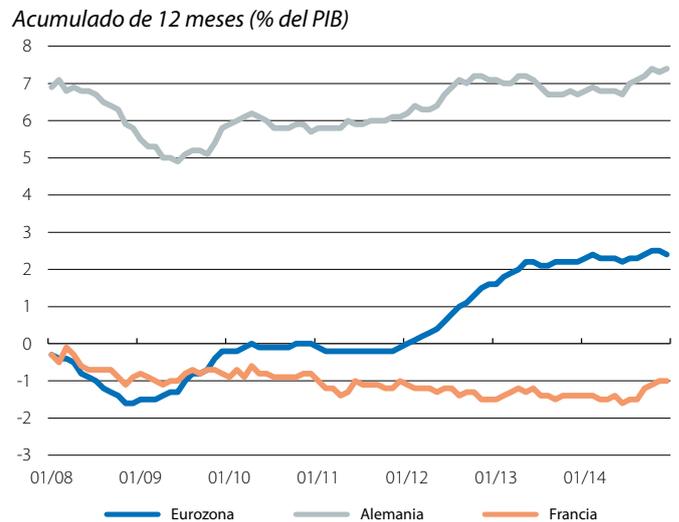
Los buenos datos del Reino Unido reabren el debate sobre el inicio de la subida de tipos por parte del Bank of England (BoE). El crecimiento del PIB alcanzó el 2,6% en 2014, apoyado, sobre todo, en el buen comportamiento de la demanda interna. El ritmo de avance de las ventas minoristas en enero de 2015, del 5,5% interanual, y la baja tasa de paro (5,7% en noviembre) apuntan a que este patrón de crecimiento se está manteniendo en el 1T 2015, lo que ha avivado el debate sobre cuándo tendrá lugar la primera subida de tipos por parte del BoE. De momento, la inflación se mantiene en cotas bajas por la caída del precio del petróleo, pero los salarios crecieron en el 4T 2014 por encima de la inflación por primera vez desde mediados de 2008. En los próximos meses, esperamos que la inflación se vaya normalizando y que las presiones al alza en los salarios vayan cogiendo pulso. Ello, junto con el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento, debería permitir al BoE empezar a normalizar gradualmente la política monetaria a partir del 3T 2015.

IPC armonizado y expectativas de inflación



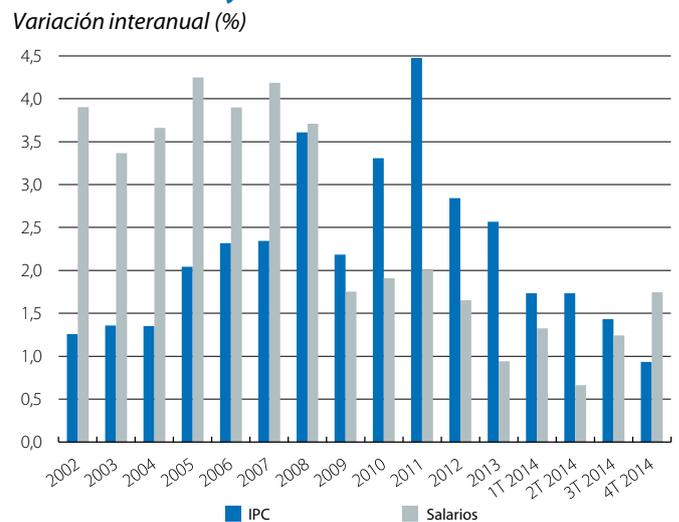
Nota: * Swap de inflación a 5 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis, Istat y Bloomberg.

Saldo de la cuenta corriente



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

Reino Unido: IPC y salarios



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

FOCUS · Reforma laboral en Italia: un gran paso adelante

La fuerte dualidad del mercado laboral italiano ha provocado que la crisis económica se saldara con importantes pérdidas de puestos de trabajo temporales, en particular entre los jóvenes. En el 3T 2014, la tasa de paro juvenil alcanzó el 42,8% (respecto al 12,8% total) y, en el conjunto de 2013, la precariedad laboral era tal que el 52,5% de los contratos de los jóvenes empleados era temporal (respecto al 13,2% total). En este contexto, en diciembre de 2014, se aprobó una reforma laboral como parte de una serie de importantes medidas (reforma del sistema judicial, tributario, de administraciones públicas, etc.) impulsadas por el primer ministro, Matteo Renzi, para dinamizar la economía italiana. La *Jobs Act*, que entrará en funcionamiento a lo largo de este año, supondrá un importante cambio para el mercado laboral italiano. A continuación analizamos los principales elementos de la reforma.

Un primer elemento que cabe destacar son los cambios en la contratación indefinida. En concreto, la indemnización por despido será menos costosa, y se elimina la readmisión en caso de despido sin causa justificada. Con la nueva ley, los costes de despido serán crecientes en función del tiempo trabajado en la empresa y corresponderán a dos meses por año trabajado, con un mínimo de cuatro meses y un máximo de 24. Además, se clarifican las razones objetivas del despido, definiéndose los motivos que lo justificarían, ya sean económicos, de demanda o por cambios tecnológicos u organizativos de la empresa. La nueva ley también posibilita la conciliación de mutuo acuerdo entre empresarios y trabajadores en caso de despido, lo que supone otro avance para dinamizar el mercado laboral y reducir la incertidumbre a la hora de contratar. Esta indemnización tendría un coste todavía menor, pero también creciente en función de la antigüedad en la empresa (un mes por año trabajado, con un máximo de 18 meses).

La segunda y más polémica novedad de la reforma laboral es que los empresarios, en caso de perder el juicio, ya no están obligados a readmitir a aquellos trabajadores indefinidos que hayan sido despedidos, y los pueden compensar económicamente. Antes de la reforma, la reincorporación del trabajador era obligatoria, lo que incrementaba la incertidumbre del empresario y encarecía los costes laborales. La readmisión del trabajador, sin embargo, se mantiene sin cambios para casos de discriminación o despidos fraudulentos.

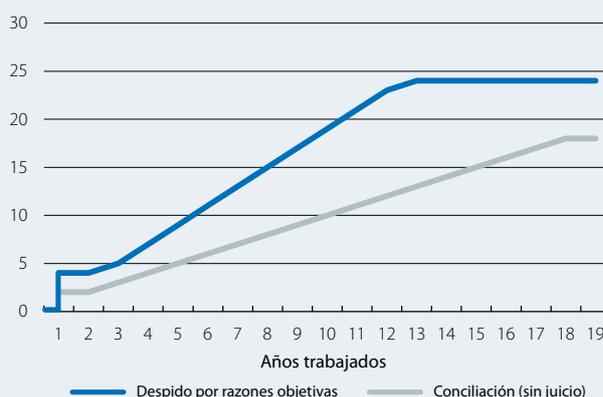
La mayor flexibilidad en la contratación indefinida se complementa con una mayor cobertura del subsidio de desempleo y del salario mínimo. Hasta ahora, el subsidio de desempleo en Italia cubría principalmente a trabajadores de empresas de más de 15 empleados y dejaba sin protección a una parte considerable de la fuerza laboral. El nuevo seguro de desempleo tendrá ahora mayor cober-

tura. Asimismo, se extenderá el salario mínimo para los sectores sin convenios colectivos nacionales.

Los cambios introducidos deberían aumentar de forma significativa los incentivos a la contratación indefinida (que tendrá, además, una bonificación fiscal durante el primer año) y podrían reducir, al menos en parte, la dualidad del mercado de trabajo italiano, beneficiando especialmente a los jóvenes. El éxito de la reforma dependerá en gran medida de su correcta implementación y de si consigue aumentar la celeridad y la predictibilidad de la contratación de trabajadores. Además, el Gobierno italiano tiene previsto completarla con cambios adicionales, como un contrato que sustituirá a los contratos temporales atípicos para evitar su abuso en trabajos que, por su naturaleza, deberían ser fijos. Asimismo, se pretende reducir el número de contratos laborales existentes. Otra importante tarea que se deberá llevar a cabo es el desarrollo de políticas activas de empleo, por el momento muy escasas y de poca efectividad. En todo caso, la legislación laboral, por sí sola, no podrá dinamizar la economía italiana, sino que debe formar parte de un proceso de modernización global con transformaciones en el sistema judicial, impositivo, educativo, etc. Italia tiene, pues, un trabajo gigantesco por delante, pero parece que ya se está poniendo manos a la obra.

Italia: costes de despido de un trabajador con contrato permanente tras la reforma laboral

Número de meses de indemnización



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de la legislación vigente.

FOCUS · Financiación en francos suizos en la Europa emergente: un riesgo acotado

La decisión del Banco Central de Suiza de suspender, el pasado 14 de enero, el límite de flotación del franco suizo frente al euro tuvo como resultado inmediato una sensible apreciación de la moneda helvética frente a las principales divisas, entre ellas las de Europa central. Así, desde esa fecha, la corona croata ha perdido un 14% de su valor frente al franco suizo; el lev búlgaro, un 13%; el esloti polaco y el leu rumano, un 12%; y el florín húngaro, un 10%. Esta depreciación ha recordado una práctica que a veces se olvida: ciertos países de la Europa emergente han tendido a utilizar profusamente los créditos en divisa extranjera (entre ellas, el franco suizo) tanto a particulares como a empresas. El caso más extremo es el de Croacia, donde cerca del 75% del crédito total está instrumentado en créditos denominados en divisa extranjera, mientras que Bulgaria, Rumanía, Hungría y Polonia se mueven en proporciones que van del 40% al 60% del crédito total. En esta tesitura, algunas voces han alertado sobre la posibilidad de que la apreciación del franco suizo provoque dificultades de pago de estas deudas.

Afortunadamente, este diagnóstico alarmante queda matizado cuando se amplía el foco del análisis y se incorporan más datos. El error más habitual ha sido considerar que todos los países han aprovechado el recurso de la financiación barata en francos suizos en la misma medida. Aunque los datos que proporcionan los bancos nacionales no siempre son exhaustivos, la divisa usada mayoritariamente para la financiación en Croacia, Bulgaria y Rumanía, y también para los créditos corporativos en Hungría,¹ ha sido el euro, no el franco suizo. Así pues, dado que las divisas de estos países se han apreciado frente al euro, la amenaza cambiaria se disipa notablemente. El riesgo se mantiene, no obstante, en el crédito a hogares de Hungría y Polonia, que sí se han financiado ampliamente en francos suizos.²

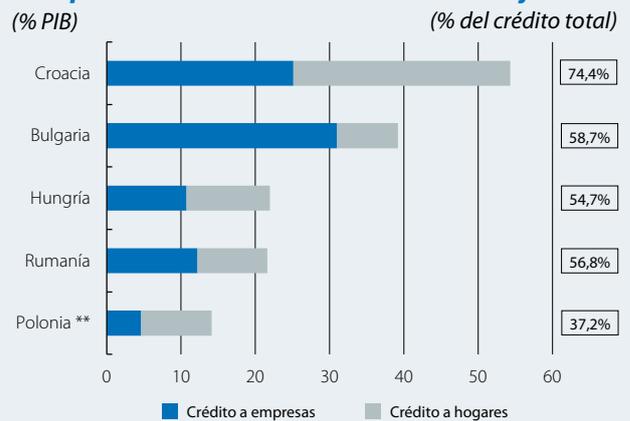
En ambos casos, ciertos factores mitigan el efecto de la depreciación de sus monedas nacionales. Así, con el fin de reducir el elevado grado de exposición al riesgo de cambio de los créditos de las familias, en Hungría se introdujo una normativa altamente polémica por su efecto adverso sobre la banca, que determina que el tipo de cambio aplicado entre el florín y el franco suizo sea el vigente en noviembre de 2014. Asimismo, los bancos húngaros realizaron en su día la cobertura del riesgo de cambio, con lo cual el impacto de la depreciación del florín queda cubier-

1. En Bulgaria, la práctica totalidad del crédito en divisas es en euros, mientras que, en Croacia y en Rumanía, la proporción es de aproximadamente el 90%. En Hungría, un 83% del crédito corporativo en divisas es en euros. No se dispone de cifras detalladas para Polonia, pero sería razonable asumir que su patrón no difiere del de otras economías centroeuropeas, de manera que la opción mayoritaria sería el euro para los créditos a empresas.
2. En Hungría, un 90% de los créditos a los hogares en divisas son en francos suizos, mientras que, en Polonia, la proporción de financiación hipotecaria en francos suizos es del 80% de las hipotecas en divisas (no hay datos de otras modalidades de créditos a las familias).

to. En cuanto a Polonia, el factor clave que reduce el efecto de la apreciación del franco suizo es de tipo contractual, ya que la mayoría de créditos tienen cláusulas de revisión que establecen que el tipo de interés hipotecario pagado en francos suizos siga de cerca al interbancario de la divisa helvética. Puesto que este último ha evolucionado a la baja desde la flotación del franco (específicamente, el tipo hipotecario podría pasar del 2% al 1%, aproximadamente, si se mantiene el diferencial actual), el menor coste financiero paliará, en parte, el aumento del nominal de las deudas derivado de la depreciación del esloti.

Para concluir, un elemento adicional que debería matizar los temores sobre el efecto de la apreciación del franco suizo es que la situación de solvencia bancaria de los cinco países se sitúa en cotas razonables (véase el segundo gráfico). Con todo, conviene no bajar la guardia, ya que no sería la primera vez que episodios de elevada volatilidad en las divisas acaben poniendo en aprietos al sistema bancario.

Europa central: crédito en divisas extranjeras *



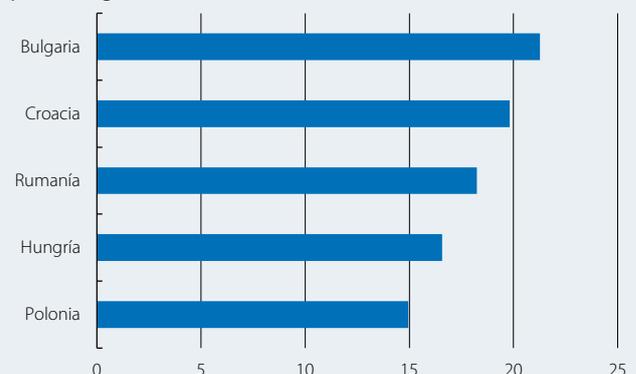
Notas: * Los datos son del 3T 2014, excepto para Croacia, de finales de 2013.

** El crédito de los hogares de Polonia solo incluye el crédito hipotecario.

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

Ratio de solvencia del sistema financiero *

Capital total computable ** sobre los activos ponderados por el riesgo (%)



Notas: * Datos de junio de 2014. ** Suma de CET1, Tier 1 adicional y Tier 2.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,6	-0,8	1,0	1,4	0,9	2,0	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,4	-0,7	1,3	1,0	0,4	-0,1	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-11,2	-7,7	-9,9	-11,2	-8,5	-6,7
Sentimiento económico	90,6	93,6	101,5	102,2	100,8	100,7	101,4	102,1
PMI manufacturas	46,2	49,6	53,4	52,5	50,9	50,5	51,0	51,1
PMI servicios	47,6	49,3	52,1	53,0	53,2	51,7	52,7	53,9
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,6	...	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	11,3	12,0	11,8	11,6	11,5	11,4	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	4,9	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,1	10,1	10,3	10,3	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,7	12,5	12,9	13,2	...	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	25,3	24,7	24,1	23,8	...	...

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	12/14	01/15	02/15
Saldo corriente: eurozona¹	1,6	2,2	2,3	2,2	2,4	2,4	...	...
Alemania	7,1	6,7	6,8	6,7	7,2	7,4	...	...
Francia	-1,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,2	-1,0	...	...
Italia	-0,4	1,0	1,2	1,3	1,6	...	...	...
España	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,0	0,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	98,0	101,7	104,0	103,9	101,7	99,7	95,9	94,0

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	12/14	01/15
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,3	-2,2	-3,1	-2,5	-2,0	-1,4	-1,1	-0,9
Crédito a hogares ^{1,2}	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	2,2	2,1	1,9	1,8	1,9	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,8	2,7	2,6	2,4	2,5	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,9	5,2	5,9	7,2	8,2	9,2
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,5	-2,0	-1,7	-2,1	-2,4	-3,1
Instrumentos negociables	-14,8	-7,2	-12,7	-11,7	-6,1	1,5	5,5	4,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	...

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 · El ritmo de crecimiento se intensifica

El consumo privado y la inversión: motores del crecimiento. El detalle del desglose del PIB del 4T ha confirmado que la economía española creció un 0,7% intertrimestral (0,5% en el 3T), gracias al aumento del consumo privado y de la inversión, que compensaron un menor consumo público. Este buen dato del 4T, ligeramente mejor de lo esperado, y los buenos datos de los indicadores de actividad de enero muestran que los *shocks* positivos recientes (la bajada del precio del petróleo y la depreciación del euro) están teniendo un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad económica. El impulso de estos factores transitorios, que tiene inercia, nos lleva a revisar al alza tanto la previsión de crecimiento del PIB para el año 2015, hasta el 2,5% (+0,2 p. p.), como la de 2016, hasta el 2,3% (+0,2 p. p.). Estas previsiones están en línea con las publicadas a principios de febrero por la Comisión Europea, que sitúa el crecimiento en el 2,3% para 2015 (anterior: 1,7%) y en el 2,5% para 2016 (anterior: 2,2%).

El sector exterior se sumará poco a poco al crecimiento. El buen comportamiento de la demanda interna explica prácticamente la totalidad del avance del PIB en el 4T, pero también es destacable que la demanda externa dejara de restar al crecimiento por primera vez en este episodio de recuperación. De todas formas, para el conjunto del año 2014, en el cual el crecimiento del PIB alcanzó el 1,4%, la aportación de la demanda interna fue de 2,2 p. p., mientras que la aportación de la demanda externa fue negativa, de -0,8 p. p., concretamente. Esperamos que la depreciación del euro y la recuperación de la eurozona den un impulso a las exportaciones a lo largo de 2015, de manera que el sector exterior, poco a poco, vaya mejorando su aportación al crecimiento. Sin embargo, esta aportación será limitada, ya que las importaciones seguirán creciendo con fuerza, de acuerdo con la evolución de la demanda interna.

Los datos de contabilidad nacional confirman la buena evolución del mercado laboral en el 4T 2014. El crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,7% intertrimestral, en línea con lo previsto tras los buenos datos de la EPA del 4T y reflejo de que la buena marcha de la actividad se traslada al mercado de trabajo. Con este dato, la tasa de variación anual se sitúa en el 1,2% en 2014, lo que equivale a la creación neta de 392.000 empleos equivalentes a tiempo completo. Las cifras también muestran que la moderación salarial siguió apoyando las mejoras de competitividad. Así, en el 4T, la remuneración por asalariado se mantuvo constante, con una tasa de variación del 0,0% intertrimestral. El hecho de que los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos se hayan mantenido estables en el 0,6% interanual desde hace más de un año apunta a que la contención salarial se mantendrá. Para la evolución futura de los salarios, será clave el acuerdo que deberían alcanzar próximamente la patronal y los sindicatos.

La creación de ocupación continúa en 2015. La cifra de afiliados a la Seguridad Social creció en enero (12.613 en términos deses-

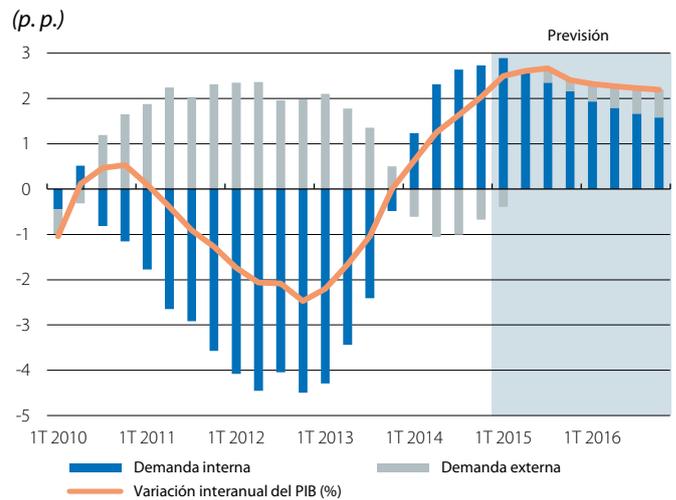
PIB

Variación intertrimestral

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

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

Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento interanual del PIB

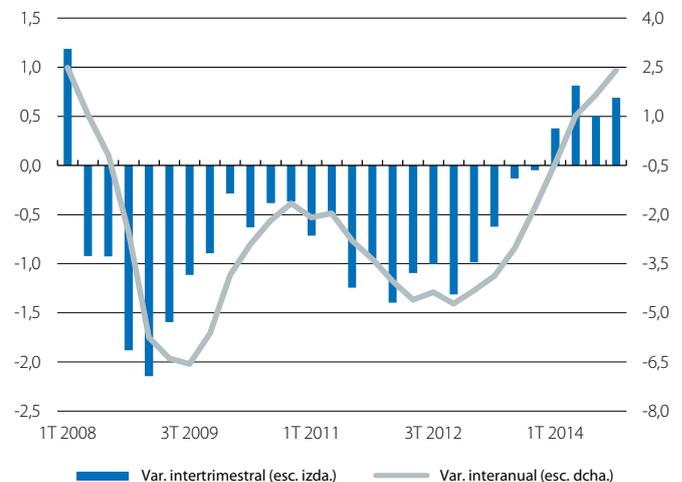


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Empleo

Variación intertrimestral (%)

Variación interanual (%)



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

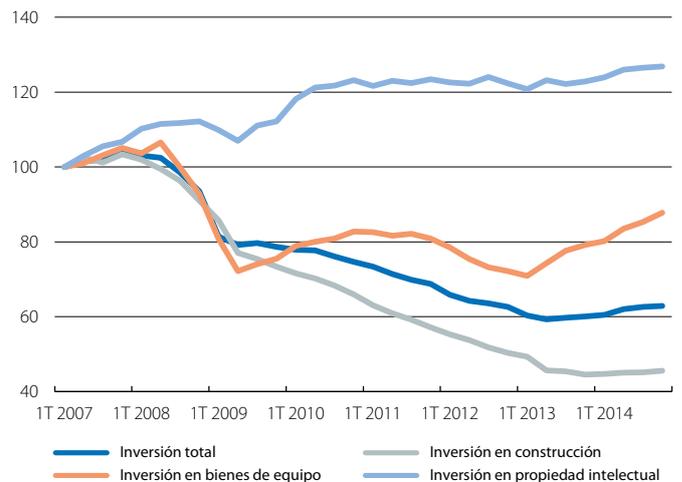
tacionalizados) y acumula 18 meses consecutivos de subidas. La evolución negativa de la agricultura ocultó la mejora registrada en el resto de sectores, que aceleraron el ritmo de creación de empleo. Por su parte, el paro registrado descendió en 42.723 personas, en términos desestacionalizados. La senda creciente de las expectativas de creación de empleo, especialmente en la industria, muestra que la reactivación del mercado laboral continuará expandiéndose a todo el tejido productivo. Parece, pues, que el ritmo de mejora del mercado de trabajo se está intensificando en el 1T, lo que refleja, en parte, el impacto positivo de los factores de apoyo mencionados anteriormente, por lo que procedemos a mejorar en una décima el crecimiento del empleo previsto para 2015 y 2016, hasta el 2,3% y el 2,0%, respectivamente, y revisamos la tasa de paro una décima a la baja, también para ambos años.

Se mantiene el impulso de la demanda interna. La fortaleza del consumo privado, que creció un 0,9% intertrimestral en el 4T, tiene visos de seguir en 2015 gracias al crecimiento de la ocupación y a la mejora de las condiciones de financiación. Así, el indicador de la confianza del consumidor se situó en los -1,8 puntos en el promedio de enero y febrero, un registro claramente superior a los -9,6 puntos del 4T. Respecto a la inversión, el aumento del indicador de confianza de la industria (-4,4 en enero y febrero frente a -5,3 en el 4T) y el repunte del índice PMI de manufacturas en enero (54,7 frente a 53,7 en el 4T) señalan la buena marcha del sector industrial, lo que sería compatible con un nuevo avance de la inversión en equipo, que creció un 1,8% intertrimestral en el 4T. Además, se consolida el cambio de tendencia de la inversión en construcción, que anotó el primer crecimiento intertrimestral positivo en el 2T 2014 (la inversión residencial en el 3T 2014).

El sector inmobiliario muestra signos de mejora tanto por el lado de la demanda como de la oferta. Tras seis años de ajuste, las compraventas de viviendas aumentaron un 2,2% en 2014 respecto al año anterior (319.000 frente a 312.000). A pesar de esta mejora, lo cierto es que el número de transacciones se encuentra todavía en niveles muy bajos. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva, con un crecimiento del 4,0% interanual promedio en el 4T (acumulado de 12 meses), apuntan a que la recuperación de la actividad irá ganando tracción. Además del incremento de la inversión en construcción, el empleo en el sector también creció en el 4T, concretamente un 3,3% interanual. El precio de la vivienda se contrajo un 2,4% en el conjunto de 2014, pero creció un 0,5% intertrimestral en el 4T. Este fue el primer avance positivo desde marzo de 2008, fecha desde la cual los precios acumulan una corrección del 30%. Así pues, parece que 2014 fue el año en el que el sector inmobiliario tocó fondo. Las perspectivas son favorables para 2015: esperamos que tanto la actividad como los precios continúen recuperándose, apoyados en la mejora de la actividad, del mercado laboral y de las condiciones de financiación, pero a un ritmo muy moderado dado el elevado stock de viviendas por vender. Con todo, la evolución será dispar entre regiones: en las grandes ciudades, donde el stock es más escaso, se podrían observar repuntes en los precios que nos pueden sorprender al alza, mientras que en otras regiones, todavía con un amplio exceso de oferta por vaciar, los precios pueden seguir cediendo.

Evolución de los componentes de la inversión

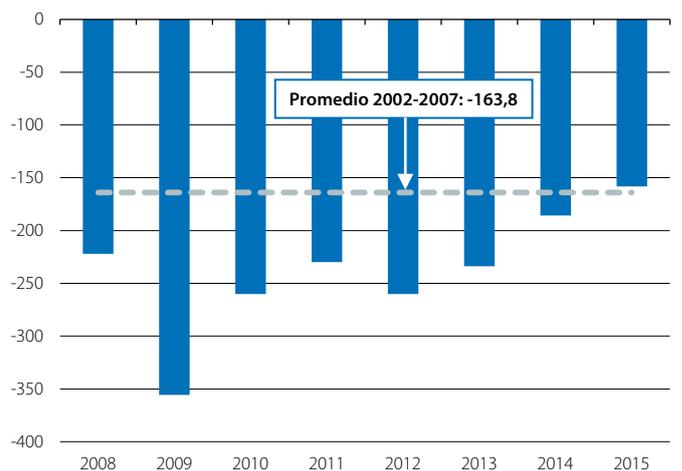
Índice (100 = 1T 2007)



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

Afiliados a la Seguridad Social *

Variación en enero (miles)



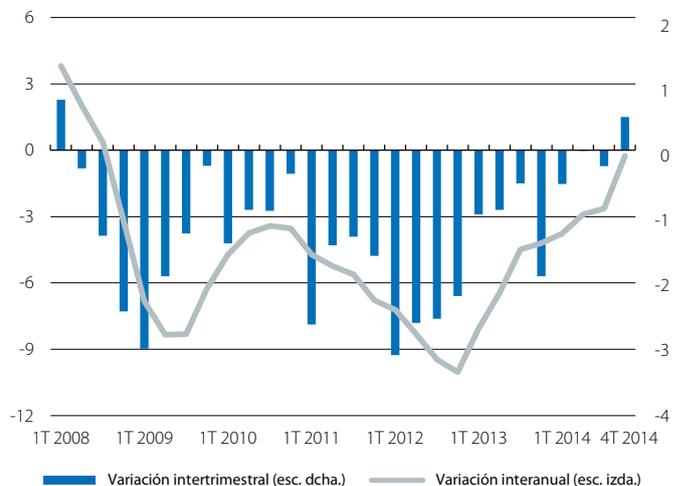
Nota: * Excluye agricultura.

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

Precio de la vivienda

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)



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

Cambio de rumbo de la inflación. La evolución del IPC general en los últimos meses ha estado marcada por la del precio del petróleo. En enero, la inflación se situó en el -1,3% interanual, reflejando la caída del 11,5% interanual en el componente energético. Del mismo modo, la subida del precio del petróleo en febrero (del 18% intermensual) empujó al alza la inflación, hasta el -1,1%. La incorporación del repunte del precio del petróleo nos lleva a revisar al alza la previsión de inflación hasta el -0,1% en 2015 (anterior: -0,3%). Con todo, prevemos que la inflación se mantendrá en terreno negativo hasta mediados de año, cuando se desharrá el efecto nivel del componente energético.

El año 2014 se cerró con un superávit por cuenta corriente del 0,1% del PIB, un registro notablemente inferior al de 2013, cuando el superávit alcanzó el 1,4% del PIB. Este deterioro se explica en gran medida por el significativo empeoramiento del déficit comercial de bienes (-2,3% en 2014 frente a -1,2% en 2013), motivado en buena parte por el fuerte repunte de las importaciones (+6,3%) ante un crecimiento moderado de las exportaciones (+2,4%) en términos nominales. Con todo, la balanza de pagos de diciembre arroja unos datos notablemente mejores que los del mes anterior, lo que vendría a confirmar un cambio de tendencia que se apoya en los *shocks* temporales mencionados, cuyo efecto se prevé que persista a lo largo del año, y que permitirán que el saldo por cuenta corriente mejore hasta el 0,6% del PIB a finales de 2015. En primer lugar, la caída del precio del petróleo supone una reducción del valor de las importaciones energéticas. En segundo lugar, se benefician de la depreciación del euro las exportaciones y, en especial, el sector turístico, que en enero superó los 65 millones de turistas. En tercer lugar, la reducción de los costes de financiación gracias al QE del BCE mejorará el saldo de rentas. En 2016 el apoyo de los factores temporales perderá fuerza, de manera que no prevemos ganancias adicionales en el superávit por cuenta corriente. A largo plazo, para que el saldo exterior mejore será imprescindible seguir ganando competitividad.

El Gobierno aprueba un decreto ley para relanzar su agenda social. La principal medida aprobada es la ley de «segunda oportunidad» para particulares que amplía a personas físicas (además de las empresas) la capacidad de reestructurar deudas antes de concurso (acuerdo extrajudicial) y se refuerza la figura del mediador para facilitar acuerdos. En procesos concursales, se permitirán quitas de las deudas (excepto las públicas) a las personas físicas aunque no se cubran con la totalidad de los bienes. En contrapartida, el deudor deberá someterse a un plan de pagos durante cinco años. También se aprobaron medidas para incentivar la contratación indefinida. Concretamente, se exigen de cotización 500 euros del salario durante dos años para los nuevos contratos indefinidos. También se aprobaron ayudas para los autónomos (bonificación del 100% de las cuotas a la Seguridad Social durante un año si reducen la jornada por el cuidado de los hijos o contratan a un trabajador) y deducciones fiscales para familias monoparentales con dos hijos. Aunque la mejora del ciclo económico da cierto margen para aumentar el gasto, es imprescindible seguir estando alerta para garantizar el cumplimiento del objetivo de déficit (véase el Focus «Vientos de cola ayudarán a reducir el déficit público»).

Índice de precios al consumo

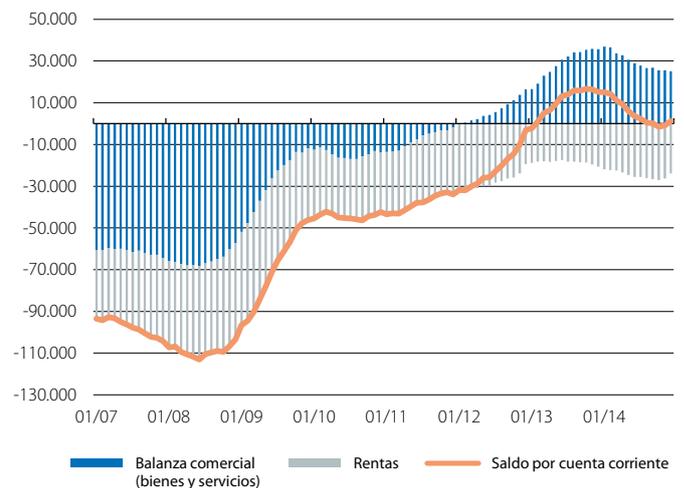
Variación interanual (%)



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

Cuenta corriente

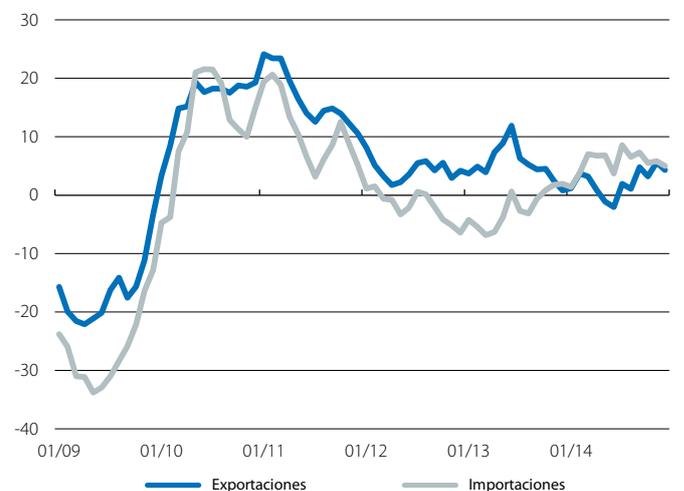
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de 3 meses (%)



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

FOCUS · Del barril al surtidor: ¿cómo se determina el precio del gasóleo?

El precio del petróleo está en el punto de mira de todos los analistas desde que empezó su *rally* bajista en julio de 2014. Desde entonces, el precio en euros del barril de crudo Brent ha caído más de un 40%. En el mismo periodo, el precio del gasóleo, que supone el 80% del mercado de carburantes al por menor, ha disminuido un 20% según datos de la AOP (Asociación Española de Operadores de Productos Petrolíferos). A continuación analizaremos por qué el descenso del precio del carburante es inferior al del precio del petróleo.

El precio de un litro de gasóleo se compone de tres elementos: el coste del gasóleo al por mayor, el margen bruto más los costes de distribución y los impuestos. El primer componente del precio, el coste del gasóleo al por mayor (es decir, el precio del crudo más los costes de refinamiento), ha registrado un descenso del 38% desde julio de 2014, una cifra muy similar a la del petróleo. No sorprende, por tanto, que su peso en el precio final que paga el consumidor haya pasado del 43% en julio de 2014 al 33% en enero de 2015.

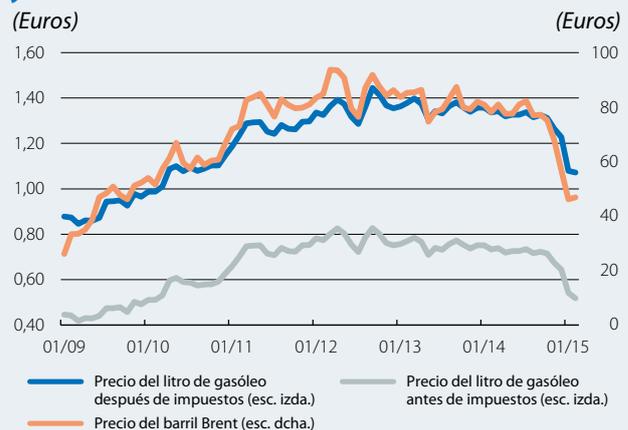
Otros elementos importantes del precio de venta del litro de gasóleo son el margen bruto del mayorista y los costes de distribución. Estos últimos incluyen los costes de personal y mantenimiento de las estaciones de servicios, los costes de transporte del carburante y una aportación al Fondo Nacional de Eficiencia Energética.¹ Este componente representaba un 15% del precio final del gasóleo en enero de 2015 (frente a un 12% en julio de 2014) y, al menos a corto plazo, es fijo. Sumando las dos partes descritas hasta el momento, se obtiene el precio del gasóleo antes de impuestos, que ha caído un 30% desde julio.

Finalmente, en España, los impuestos constituyen la parte más sustancial del precio final del gasóleo. Concretamente, se aplican tres impuestos al consumo de gasóleo. Los impuestos especiales estatales y los autonómicos, que son impuestos de suma fija, ascienden, respectivamente, a 0,331 y 0,037 euros por litro. Además, se aplica un IVA del 21% al precio final, que incluye los impuestos especiales. La suma de todos los impuestos en enero de 2015 fue de 0,554 euros por litro, lo que supone un 52% del precio final y un peso mucho mayor que el que se registró en julio de 2014, del 45%.

En el contexto de la eurozona, debido a las similitudes entre países y a una política medioambiental común, el mismo análisis revela que el precio de venta del gasóleo ha experimentado una evolución similar a la del mercado

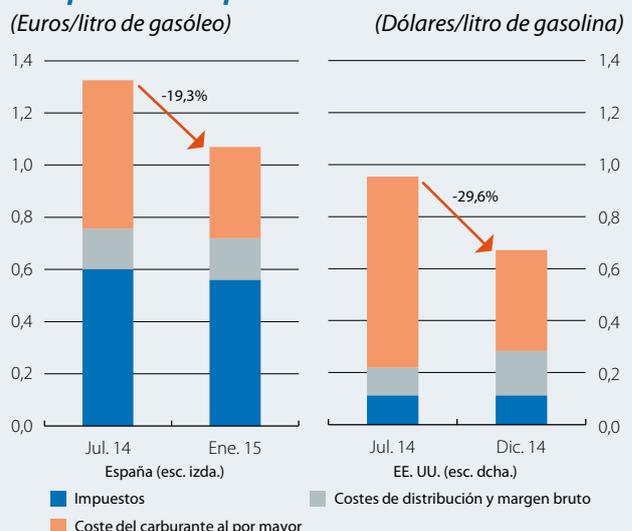
español: cayó entre un 15% y un 22%, según el país, entre julio de 2014 y enero de 2015. Sin embargo, si cruzamos el Atlántico y analizamos el mercado estadounidense, nos encontramos ante un paradigma totalmente distinto, con la gasolina como principal carburante y una carga impositiva mucho menor. Como se observa en el segundo gráfico, los impuestos apenas suponen un 16% del precio final de la gasolina, mientras que el coste al por mayor del carburante se eleva a casi al 60% del precio final. El coste de este componente se ha reducido a la mitad desde julio a causa del abaratamiento del crudo y de una disminución considerable del coste de refinamiento, de tal manera que el precio final de la gasolina en EE. UU. ha descendido un 30%, un porcentaje lógicamente superior a la reducción experimentada en España y en el conjunto de la eurozona.

Evolución del precio del gasóleo y del barril Brent



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

Composición del precio del carburante



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

1. Establecido en julio de 2014 por el Real Decreto Ley 8/2014 en cumplimiento de la Directiva 2012/27/UE de 25 de octubre de 2012.

FOCUS · Empleo e innovación: un binomio clave para la recuperación del mercado de trabajo

La economía española creó empleo en 2014 por primera vez desde 2007, y las cifras no fueron menores: el aumento del número de ocupados fue de 433.900 en total. Ahora que la recuperación empieza a coger fuerza en el mercado laboral es un buen momento para analizar en qué sectores se está creando empleo. El hecho de que la recuperación económica sea sostenida y vigorosa depende de si los sectores más innovadores van ganando protagonismo.

Para medir el grado de innovación de los distintos sectores, utilizamos la Encuesta sobre Innovación en las Empresas del INE, que recoge el porcentaje de empresas de cada sector que llevan a cabo innovación tanto tecnológica (nuevos productos, procesos y avances tecnológicos) como no tecnológica (mejoras en los métodos de comercialización de productos o de organización de las prácticas de negocio).¹ Según dicha encuesta, los sectores cuyas empresas realizan más innovación tecnológica son también los que hacen más innovación no tecnológica. También se observa que el porcentaje de empresas que llevan a cabo innovación tecnológica en los sectores industriales es mayor que en los de servicios, y que la diferencia entre ambos se reduce cuando la innovación es no tecnológica. En cualquier caso, dada la fuerte correlación entre la innovación tecnológica y la no tecnológica, se utiliza su promedio para cuantificar el grado de innovación en cada sector.

El empleo neto en la industria y en los servicios creció en 409.600 personas en 2014.² Tras distribuir estos nuevos puestos de trabajo en función de la intensidad innovadora de cada sector, se observa que la mayoría se aglutinaron en los de baja innovación (véase el primer gráfico). Sin embargo, este dato no debería sorprendernos, ya que el 40% de los puestos de trabajo se concentra en este tipo de sectores. El sector servicios, por ejemplo, presenta una tasa de innovación menor que la industria, y aglutina el 82% del total de trabajadores considerados.

Para analizar si la recuperación del empleo está yendo de la mano de un mayor protagonismo de los sectores de mayor innovación, es imprescindible no centrarse en las cifras en términos absolutos, y poner el foco en la contribución al aumento del empleo de cada sector en relación con el peso que tiene. Esto es precisamente lo que se hace en el segundo gráfico, donde se observa que una parte importante de sectores de innovación media de la industria aportaron más a la creación de empleo en 2014 de lo que les hubiera correspondido por su peso sobre el total de la ocupación. Entre ellos, destaca el avance del empleo

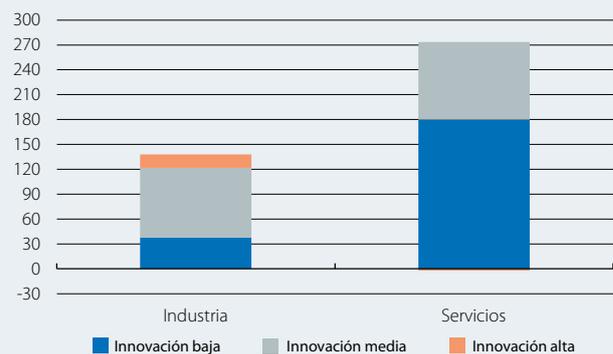
1. Un análisis más completo también debería tener en cuenta la intensidad de la innovación que se hace en cada sector, pero, dado que el índice de intensidad de la innovación muestra una alta correlación con el porcentaje de empresas innovadoras, los resultados son similares.
2. En los datos de empleo se excluye la administración pública y la educación para hacerlo comparable con los sectores disponibles en la Encuesta sobre Innovación en las Empresas.

en el sector de la energía y de la alimentación. Algunos sectores de innovación alta en la industria también tuvieron una excelente evolución (vehículos de motor, química, farmacéutica y petrolera), aunque no se aprecie en el conjunto, ya que algunos sectores del mismo grupo destruyeron empleo, como el del material eléctrico. Por el contrario, las ramas de innovación media y alta de los servicios tuvieron un mal comportamiento, y fueron los sectores menos innovadores, no solo los relacionados con el turismo, los que aportaron más al aumento del empleo.

En definitiva, aunque es cierto que muchos de los sectores que presentan elevadas tasas de innovación están creando empleo, todavía no es un fenómeno generalizado. Para que se consolide la esperanzadora recuperación del mercado laboral, innovación y creación de empleo deben ir aún más de la mano.

Creación de empleo neto en 2014 según intensidad innovadora del sector *

Variación anual (miles)



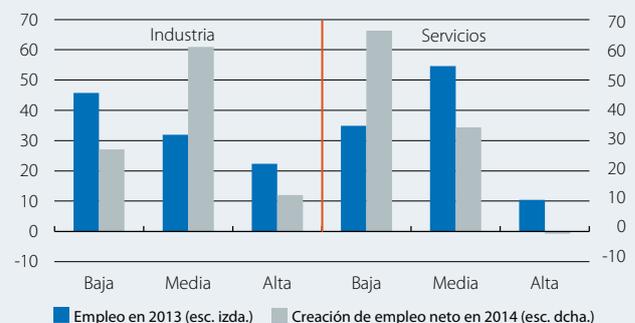
Nota: * Criterio para clasificar la intensidad innovadora: se ordenan todos los sectores de la industria y los servicios separadamente de menos a más innovador y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 y 2/3.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE (encuesta sobre innovación de las empresas y encuesta de población activa).

Distribución de la creación de empleo neto según sector e intensidad innovadora *

(% del empleo total en 2013)

(% del empleo neto total creado en 2014)



Nota: * Criterio para clasificar la intensidad innovadora: se ordenan todos los sectores de la industria y los servicios separadamente de menos a más innovador y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 y 2/3.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE (encuesta sobre innovación de las empresas y encuesta de población activa).

FOCUS · Vientos de cola ayudarán a reducir el déficit público

La economía española alcanzará su velocidad de cruce en 2015. Factores de fondo, como las reformas estructurales implementadas y la reestructuración del sector bancario, ya empezaron a dar sus frutos en 2014. Este año, además, el crecimiento viene impulsado por factores temporales de calado, como la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro y las nuevas medidas del BCE, que permitirán que se alcance un ritmo de crecimiento alrededor del 2,5%. Así, tras seis años en recesión o con un crecimiento muy débil, la economía española finalmente recibirá la ayuda del ciclo económico para sanear las cuentas de la Administración pública.

Por el lado de los ingresos, el aumento de la ocupación, la actividad y el consumo intensificarán el ritmo de crecimiento de los ingresos tributarios. La mejora de la actividad y de la ocupación incrementará la renta disponible de los hogares y los beneficios empresariales, lo que engrosará la recaudación por IRPF e impuesto sobre sociedades. Asimismo, el consumo de los hogares, con un crecimiento del 2,4% en 2014, que esperamos que se mantenga en cotas similares en 2015, seguirá apoyando el aumento de la recaudación por IVA. Sirva de referencia que, en noviembre de 2014, la recaudación por IVA registraba una tasa de crecimiento interanual del 6,0%. La subida de las cotizaciones sociales también impulsará los ingresos, gracias al avance que esperamos que mantenga la ocupación. En conjunto, el incremento previsto de los ingresos debido a la mejora del crecimiento económico reducirá el déficit público en 0,7 p. p. del PIB.

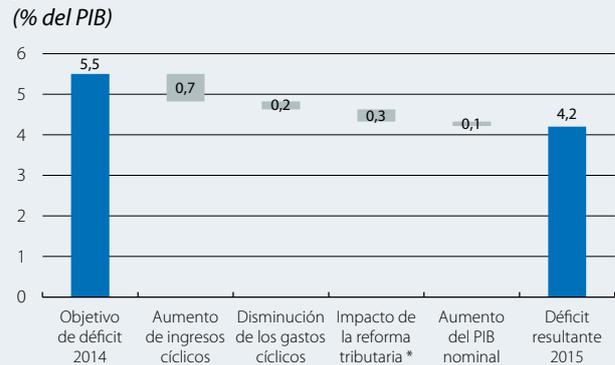
Según el Gobierno, la reforma tributaria tendrá un impacto global positivo, ya que aumentará la recaudación en 0,3 p. p. del PIB. Concretamente, la rebaja impositiva del IRPF y del impuesto sobre sociedades se compensará con el aumento de la actividad derivado de la menor carga impositiva, así como por el incremento de la recaudación por la introducción del sistema de liquidación directa de las cotizaciones sociales.

La mejora del ciclo económico también reducirá la presión sobre el gasto de las administraciones públicas. Una de las partidas que más se beneficiará de la mejora del ciclo económico es la del gasto en prestaciones por desempleo. En 2014, esta partida ya disminuyó un 17,2% y, en 2015, la reducción será similar gracias al incremento de la ocupación, que esperamos que se sitúe ligeramente por encima del 2%. El pago de los intereses de la deuda pública se verá beneficiado por el entorno de tipos bajos que propiciará el programa de compra de deuda pública del BCE. De todas formas, el aumento del stock de deuda pública previsto hará que el pago por intereses, en conjunto, aumente un 3,7%. En total, el impacto de la mejora económica sobre estas dos líneas de gasto reducirá el déficit público en 0,2 p. p. del PIB.

Además, si también tenemos en cuenta el crecimiento del PIB nominal (el denominador de la ratio déficit/PIB), en

conjunto la mejora económica prevista reducirá el déficit público en 1,3 p. p. del PIB, teniendo en cuenta el impacto de la reforma tributaria. Así, partiendo del objetivo del 5,5% fijado para 2014, el déficit se situaría en el 4,2% en 2015, justamente el objetivo establecido para el ejercicio. Es decir, el mayor crecimiento económico previsto para 2015 permitiría la consecución del objetivo de déficit para este año. La oportunidad de reducir el déficit público con medidas adicionales de gasto de carácter más estructural no debería desaprovecharse. El nivel de deuda ha pasado del 35,5% en 2007 hasta el 97,7% en 2014, y, en 2015, se situará justo por encima del 100%. Aunque en los próximos 10 años se alcance el ritmo de reducción de la deuda acordado con Bruselas, esta todavía se situará alrededor del 85% del PIB en 2025. Como recientemente ha alertado la CE, se deben continuar los esfuerzos para reducir el déficit público y aliviar la losa de la deuda pública. Las autoridades deberían aprovechar esta magnífica oportunidad que por fin les brinda la mejora del ciclo económico.

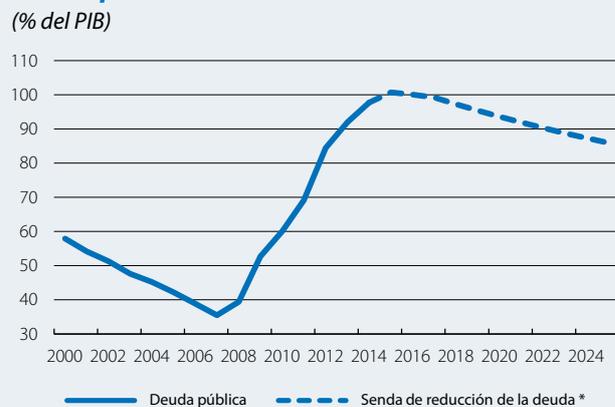
Efecto del ciclo económico sobre el déficit público en 2015



Nota: * Incluye el impacto estimado de la reforma tributaria y de las cotizaciones sociales (liquidación directa, etc.) en los PGE.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los PGE 2015, la AIREF, la Agencia Tributaria, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social y la IGAE.

Deuda pública



Nota: * Reducción del nivel de deuda por encima del 60% en un 5% anual según lo previsto por la CE.

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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
Industria								
Consumo de electricidad	-2,1	-0,2	-0,3	1,0	0,3	-1,7	3,6	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,2	1,5	2,6	0,6	-0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-9,1	-8,2	-5,7	-5,3	-4,5	-4,3
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	52,5	53,4	53,1	53,7	54,7	...
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-21,5	-11,2	-2,1	4,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,4	-8,9	-8,3	-4,9	0,4	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	5,8	7,2	8,1	7,8	7,6	5,4	3,6	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	54,2	55,7	56,7	54,3	56,7	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	-0,1	0,7	0,4	2,9	...	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	11,8	23,2	17,0	21,7	27,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-11,8	-6,1	-7,9	-9,6	-1,5	-2,1

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	12/14	01/15
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	-1,3	0,0	0,6	0,9	1,1	1,2
Construcción	-12,1	-1,6	-5,3	-2,3	-0,5	1,6	2,6	3,4
Servicios	-2,0	2,2	1,1	2,2	2,6	2,8	3,0	3,2
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	0,1	1,4	1,9	2,3	2,6	2,5
No asalariados	-0,6	2,2	1,4	2,3	2,5	2,5	2,4	2,5
TOTAL	-3,2	1,6	0,4	1,5	2,0	2,3	2,6	2,5
Población ocupada²	-2,8	1,2	-0,5	1,1	1,6	2,5	-	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	-14,2	18,8	6,8	24,0	21,5	23,0	19,2	22,2
Temporales	6,4	13,1	19,4	14,2	11,1	7,7	6,4	7,5
TOTAL	4,0	13,4	18,2	15,0	11,8	8,8	7,2	8,6
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-9,4	-10,9	-5,5	-6,9	-6,0	-10,3
Resto de edades	3,7	-5,3	-3,7	-5,9	-5,9	-5,7	-5,3	-5,6
TOTAL	2,7	-5,6	-4,2	-6,4	-5,9	-5,8	-5,4	-6,0

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
General	1,4	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-1,3	-1,1
Subyacente	1,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	0,7	-2,3	-4,1	0,8	-0,7	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-1,0	2,4	-0,2	-4,3	-11,4	...

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	10/14	11/14	12/14
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	3,2	-2,0	4,8	4,1	3,2	5,7
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,0	3,7	7,3	7,7	2,0	5,1
Saldo corriente	15,1	1,2	11,2	3,5	0,1	-1,5	-0,8	1,2
Bienes y servicios	35,7	25,1	33,6	29,0	26,7	25,6	25,5	25,1
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-23,9	-22,4	-25,5	-26,6	-27,0	-26,4	-23,9
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,0	5,6	18,3	9,9	6,0	4,2	4,9	5,6

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	10/14	11/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,3	-6,8	-0,6	-3,4	-3,7	-	...
Estado ¹	-7,9	-4,8	-0,9	-2,5	-3,1	-2,9	-3,4
Comunidades autónomas	-1,8	-1,5	-0,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Corporaciones locales	0,3	0,5	0,1	0,1	0,4	-	...
Seguridad Social	-0,9	-1,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Deuda pública (% PIB)	84,4	92,1	94,9	96,4	96,8	-	97,7

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	12/14	Saldo 12/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-8,2	-5,2	-6,4	-5,5	-4,4	-4,5	-4,0	1.705,2
Empresas no financieras	-10,6	-5,2	-7,0	-5,7	-4,0	-4,3	-3,4	959,4
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,6	-5,2	-5,0	-4,7	-4,7	745,8
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	8,5	6,6	5,9	6,7	7,0	1.034,0
TOTAL	-1,1	-1,1	-1,5	-1,4	-0,9	-0,6	-0,1	2.739,1
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	2,1	-0,9	0,2	-0,8	-1,2	-1,7	-1,5	1.160,0
A la vista	4,2	10,8	7,4	7,4	13,6	14,8	16,6	328,8
De ahorro	-0,1	5,8	3,8	5,9	6,9	6,8	7,5	221,9
A plazo	1,7	-7,6	-3,6	-6,1	-9,4	-11,3	-12,0	587,6
En moneda extranjera	16,8	1,1	-1,1	0,1	0,3	5,2	0,8	21,5
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-11,1	-8,3	-6,8	-6,8	-5,5	129,3
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,1	-1,6	-1,7	-2,2	-1,9	1.289,3
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,4	13,1	13,0	12,5	12,5	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	58,6	59,4	59,1	58,1	58,1	-

Notas: 1. Miles de millones de euros. 2. Residentes en España. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP. 5. Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. 6. Dato fin de periodo.

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

EL QE DEL BCE: CAUSAS Y EFECTOS

Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE

Desde el estallido de la crisis financiera global en 2008, los bancos centrales de los principales países desarrollados han adoptado una política monetaria ultraexpansiva. Tras reducir los tipos de interés a niveles cercanos a cero, recurrieron a instrumentos de política monetaria no convencionales, como la expansión cuantitativa (*quantitative easing*, o QE), o a estrategias de comunicación (*forward guidance*), con el fin de relajar, aún más, las condiciones crediticias y de liquidez. El Banco Central Europeo (BCE), que ha utilizado un amplio arsenal de instrumentos no ortodoxos para combatir primero la crisis financiera global y, más adelante, la crisis de deuda soberana de la eurozona, se había resistido a comprar deuda pública a gran escala hasta la fecha.¹ Sin embargo, el pasado 22 de enero, anunció la ampliación del programa de compras de activos e incluyó la deuda pública. ¿Qué ha motivado al BCE a lanzar este programa? ¿Hasta qué punto será efectivo el QE para relanzar la economía de la eurozona?

El objetivo final de un programa de expansión cuantitativa no difiere del que se persigue cuando el banco central reduce el tipo de interés de referencia. Ambas actuaciones pretenden estimular la demanda agregada mediante la reducción del tipo de interés que soportan familias y empresas para incentivarlas a consumir e invertir y, así, impulsar la actividad económica y la inflación. La diferencia radica en los canales de transmisión a la economía real. Mientras que, en el primer caso, se pretende reducir los tipos de interés de largo plazo a través de la reducción de los de corto, el QE pretende afectar directamente a los tipos de interés de largo plazo. Concretamente, cuando el banco central compra un determinado tipo de activo a gran escala, su rentabilidad baja, lo que incentiva a los inversores a recomponer su cartera con otros activos que ofrezcan rentabilidades más atractivas, de manera que el descenso del tipo de interés se traslada a activos más arriesgados.

Esta es la teoría. En la práctica, es prematuro llegar a conclusiones sobre la efectividad de las compras de deuda pública por parte del BCE, puesto que estas apenas han empezado. No obstante, los numerosos estudios que se han llevado a cabo en el ámbito de la economía estadounidense encuentran que el QE impactó de manera significativa en los precios de los activos financieros y en la deuda pública, bancaria y corporativa, así como en la revalorización de la bolsa (véase el artículo «El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo» del presente Dossier). La evidencia es menos concluyente respecto al efecto sobre la economía real, pero, en general, también se considera que las sucesivas rondas de QE evitaron una recesión más profunda en EE. UU. Con todo, la recuperación ha sido mucho más lenta de lo que se esperaba. Aunque existen múltiples explicaciones de tal languidez, uno de los factores que limitó la velocidad de recuperación en EE. UU. fue el elevado nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas, que, al estar sumidos en un proceso de desapalancamiento, no respondieron a los estímulos monetarios de forma tan vehemente como en ocasiones anteriores. De ello se puede inferir que el proceso de desapalancamiento de la eurozona, que todavía no se ha completado en muchas de sus economías, limitará la efectividad del QE del BCE. Esta observación se enmarca en un debate más de fondo sobre las limitaciones de la política monetaria a la hora de generar crecimiento económico por la vía del estímulo de la demanda agregada y del crédito. Es decir, la efectividad de las políticas de demanda viene determinada tanto por la disposición de los agentes privados a aumentar el consumo y la inversión a base de endeudarse como por la disposición del sector bancario a asumir el riesgo (véase el artículo «La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad» en este mismo Dossier para un análisis del papel del sector bancario). Además, la falta de crecimiento de la eurozona obedece, en gran medida, a un problema de oferta y no tanto de demanda. A este respecto, Mario Draghi no cesa de advertir, en sus comparecencias tras las reuniones del Consejo de Gobierno, que las actuaciones de política monetaria deben ir acompañadas de reformas estructurales que aumenten la actividad inversora, estimulen la creación de empleo e incrementen la productividad de las economías de la eurozona.

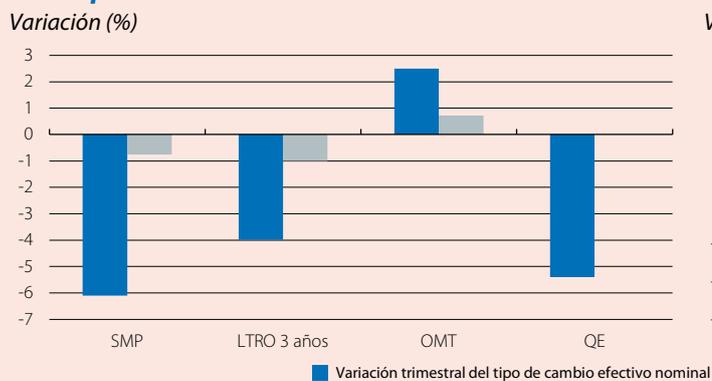
Por otro lado, a pesar de que la efectividad del nuevo programa no esté garantizada, el BCE, en cierto modo, se ha visto forzado a adoptarlo por el impacto que tuvieron sobre el tipo de cambio del euro las políticas monetarias ultraexpansivas del resto de economías desarrolladas. Según la teoría económica, cuando un banco central reduce el tipo de interés de referencia, el tipo de cambio tiende a depreciarse hasta que se equilibran las rentabilidades esperadas en los distintos países. En el caso de la expansión cuantitativa, el impacto sobre otras economías es potencialmente mayor dadas las importantes cantidades de liquidez que se inyectan al sector bancario y a los mercados financieros. En una economía globalizada, los flujos de capitales se mueven rápidamente a otras economías y ello puede conllevar movimientos bruscos en el tipo de cambio. Con todo, los bancos centrales acostumbran a justificar sus decisiones en clave interna, es decir, toman medidas de política monetaria para incidir principalmente sobre la demanda doméstica, y, por lo tanto, los efectos sobre el tipo de cambio se consideran una consecuencia inevitable de tales políticas, pero no un fin en sí mismo. Sin embargo, lo cierto es que las decisiones de política monetaria no solamente impactan la economía que las adopta, sino que sus efectos se sienten más allá de sus fronteras y la percepción por parte de los socios comerciales no siempre es positiva. Por ejemplo, algunas economías emergentes, como Brasil o China, cuyas monedas

1. El BCE compró deuda pública bajo el programa SMP (*Securities Market Program*) entre mayo de 2010 y septiembre de 2012 con el objetivo de restaurar el buen funcionamiento del mercado de deuda pública en aquellos países donde el elevado estrés no permitía la correcta transmisión de la política monetaria.

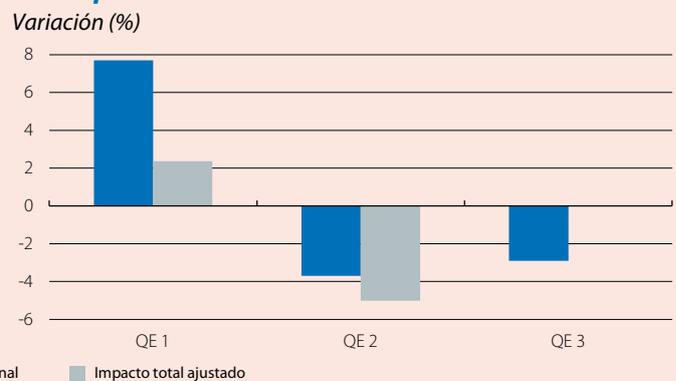
experimentaron una notable apreciación en 2010, acusaron a EE. UU. de iniciar una guerra de divisas. Más recientemente, el Banco Central de Japón ha sido objeto de críticas similares. En este sentido, existe una amplia evidencia sobre los beneficios de coordinar las políticas a nivel internacional, con el fin de evitar situaciones que podrían aumentar la volatilidad e incluso erosionar la credibilidad del propio banco central como las que provocaría una guerra de divisas en toda regla. Aun así, cabe señalar que el FMI (*Spillover Report 2011*) concluye que los efectos del QE de EE. UU. fueron positivos a nivel global, ya que la mejora de la situación cíclica de la economía estadounidense y de las condiciones financieras globales tuvieron un impacto positivo sobre sus socios comerciales que compensó con creces los efectos negativos generados por la depreciación del dólar.

Volviendo al caso europeo, entre agosto de 2012 y marzo de 2014, el euro se apreció un 9,9% en términos nominales efectivos. Un euro fuerte no solo afecta al nivel de competitividad, al encarecer las exportaciones domésticas, sino que también reduce el nivel de precios al abaratar las importaciones. Puesto que la inflación en la eurozona se encuentra en niveles muy bajos, al BCE no le ha quedado más remedio que lanzar su propio QE en aras de promover la estabilidad de precios. A su vez, la expansión cuantitativa en la eurozona genera presiones sobre otras economías para que también adopten políticas monetarias expansivas si quieren evitar que sus monedas se aprecien respecto al euro (véase el artículo «El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE» en este mismo Dossier). De este modo, uno de los canales a través del cual el QE del BCE podría estimular la economía es la depreciación del euro y el impulso que supondrá para el sector exportador de algunos países de la eurozona.²

Eurozona: impacto de la política monetaria en el tipo de cambio del euro



EE. UU.: impacto de la política monetaria en el tipo de cambio del dólar



Nota: El impacto total ajustado para la eurozona se estima a partir de Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R. (2014) «ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels», IMF. El impacto total ajustado para EE. UU. se estima a partir de Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R. (2013) «On the international spillovers of US Quantitative Easing», ECB working paper. No se disponen de estimaciones del impacto total ajustado del QE del BCE ni de la tercera ronda del QE de la Fed. La variación trimestral del tipo de cambio efectivo nominal es la variación entre dos meses antes y un mes después del anuncio de la política.

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

Al analizarse el impacto de las principales medidas de política monetaria adoptadas por la Fed y el BCE sobre el tipo de cambio efectivo nominal del dólar y del euro, respectivamente, se observa que dichas medidas han tendido a depreciar el tipo de cambio doméstico, tal y como predice la teoría (véase el gráfico anterior),³ pero con dos excepciones notables: la primera ronda del QE de la Fed y el programa de transacciones monetarias directas del BCE (OMT, por sus siglas en inglés). En ambos casos, estas intervenciones marcaron un antes y un después a la hora de restaurar la confianza en las respectivas economías tras sufrir importantes *shocks* (la quiebra de Lehman Brothers en EE. UU. y la crisis de deuda soberana en la eurozona). Aunque la política monetaria era expansiva, la reducción de la aversión al riesgo propició un flujo de capitales hacia estas economías, lo que apreció sus monedas.

Los movimientos cambiarios como consecuencia de la política monetaria son, por lo tanto, considerables. Desde que, en abril de 2014, Mario Draghi empezó a manifestar de manera explícita que vigilaría el tipo de cambio del euro, el tipo de cambio efectivo nominal del euro inició una tendencia bajista, reduciéndose un 4,8% entre abril y diciembre. La depreciación del euro se ha visto reforzada, al inicio del 2015, por el anuncio del QE y por las expectativas de una subida de tipos de interés por parte de la Fed y del Banco de Inglaterra. Dicha depreciación será, por lo tanto, el principal canal impulsor de la economía de la eurozona, relanzando el sector exterior de algunos países, por un lado, y presionando al alza los precios de las importaciones, por el otro. Todo ello debería ayudar a conseguir el objetivo de estabilidad de precios que persigue el BCE.

Judit Montoriol-Garriga

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

2. Para un análisis detallado del efecto del tipo de cambio en las exportaciones de los distintos países de la eurozona, véase el Focus «La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona ante los movimientos cambiarios» del *Informe Mensual* de diciembre de 2014.

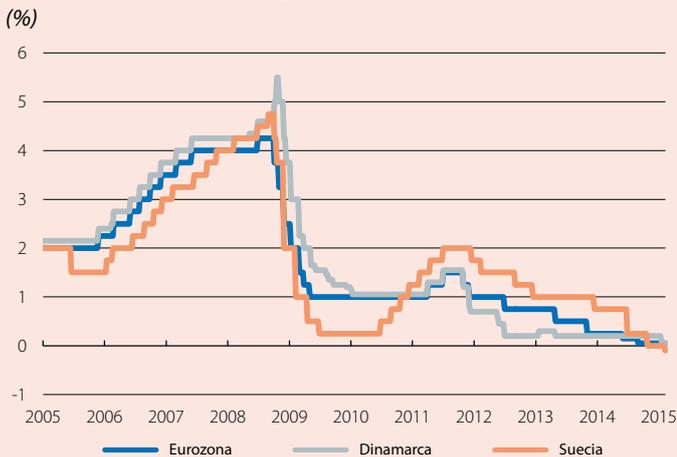
3. Para cada una de las medidas, se grafica la variación del tipo de cambio entre dos meses antes y un mes después del anuncio de cada medida, así como el impacto total estimado por Fratzscher *et al.* (2013 y 2014). Estos estudios utilizan datos diarios para aislar el impacto de la política monetaria de otros efectos contemporáneos que podrían incidir en el tipo de cambio, teniendo en cuenta tanto el impacto del día del anuncio como los días de su implementación.

El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE

Durante los últimos años, el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado una política monetaria extremadamente acomodaticia. Esta estrategia ha condicionado visiblemente las decisiones de muchos de los bancos centrales de otros países europeos, hasta el extremo de poner en cuestión su autonomía monetaria. Las medidas expansivas adoptadas recientemente por algunos de ellos, a la estela del anuncio de la compra a gran escala de activos por parte del BCE (QE), han intensificado este debate. Un repaso a las estrategias monetarias adoptadas por el Banco Nacional de Dinamarca y el Riksbank sueco puede arrojar cierta luz respecto a esta cuestión.

Un análisis de las pequeñas economías avanzadas europeas, y en particular de Dinamarca y Suecia, muestra que dos de sus rasgos distintivos son la plena apertura a la libre circulación de capitales y su marcada orientación comercial hacia el exterior. A modo de ejemplo, en 2013, las exportaciones danesas representaron el 54% del PIB del país, mientras que en Suecia alcanzaron el 44%. Además, en ambos casos, prácticamente la mitad de las exportaciones de bienes tenía como destino la eurozona. Bajo estos parámetros, la creciente laxitud monetaria por parte del BCE, y más concretamente la depreciación del euro, tiene un efecto notable sobre estos países. Por un lado, el encarecimiento, en euros, de sus exportaciones supone el deterioro de la competitividad con respecto a la eurozona, lo que supone un freno para la actividad económica. Por otro lado, la depreciación del euro introduce presiones desinflacionistas sobre los precios domésticos a través del canal importador.

Tipos de interés oficiales de los principales bancos centrales europeos



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

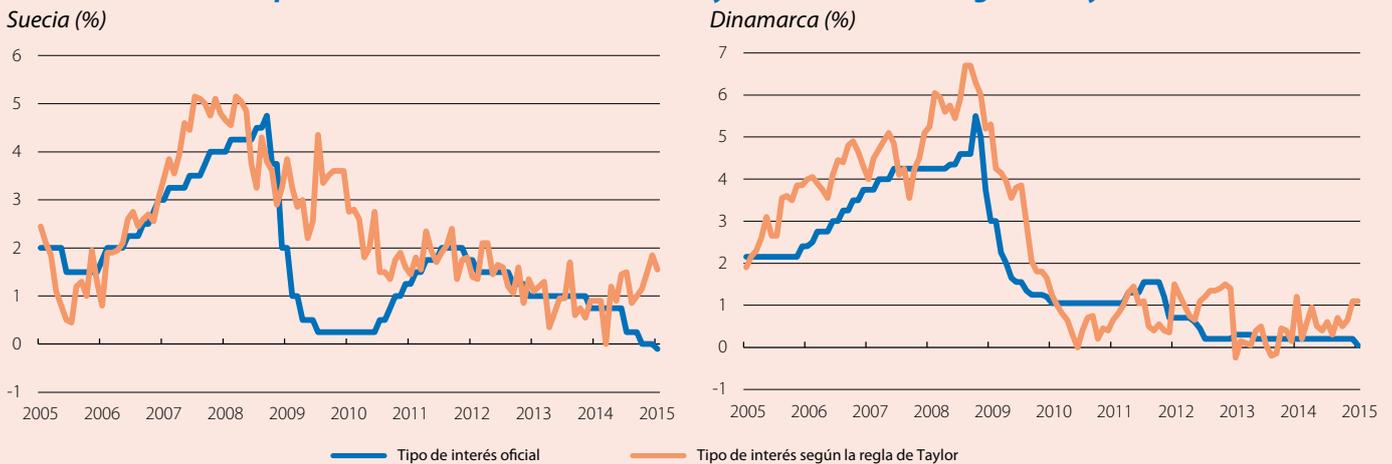
A pesar de las similitudes existentes, su distinta estrategia cambiaria condiciona las herramientas disponibles para afrontar esta situación. Un primer caso es el de aquellas economías que, para mitigar los riesgos asociados a la volatilidad del tipo de cambio, deciden fijar la evolución de su moneda con el euro. Un ejemplo paradigmático es el de Dinamarca, que, en 1999, fijó el valor de su divisa en 7,46 coronas danesas por euro, con una banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$, a través del Mecanismo del Tipo de Cambio de la Unión Europea. Si bien esta estrategia ha deparado claros efectos favorables en materia comercial, también es cierto que presenta un inconveniente importante desde el punto de vista monetario. En efecto, en un marco de libre circulación de capitales, un país con un régimen cambiario fijo pierde su autonomía monetaria. Como consecuencia, la política monetaria danesa está supeditada a la del BCE, lo que supone una importante restricción en momentos en los que ambas economías siguen ciclos económicos distintos, al no permitir la intervención vía políticas de

tipos de interés para corregir desviaciones no deseadas en la evolución de la inflación o del crecimiento. De forma gráfica, esta dependencia se refleja en la marcada sincronía observada entre la evolución del tipo de interés oficial danés y el del BCE durante la última década. De hecho, en 22 de las 25 ocasiones en las que el BCE ha modificado el tipo de interés desde 2005, el banco central de Dinamarca respondió de forma prácticamente inmediata.

Otra problemática que deben afrontar los países con un tipo de cambio fijo con el euro reside en la dificultad que, en algunos casos, supone el mantenerlo. Un ejemplo de ello es el incremento de las reservas acumuladas por parte del Banco Nacional Suizo (BNS) entre 2011 y 2014, del 40% al 86% del PIB, para defender el límite establecido a la apreciación de la divisa helvética. Finalmente, a inicios de 2015, y ante la inminencia del anuncio del QE por parte del BCE, el BNS decidió abandonar este vínculo cambiario, dejando libre su fluctuación y recortando el tipo de interés rector hasta el $-0,75\%$. Precisamente aquellos países que deciden tener una política cambiaria flexible, como Suecia, se enfrentan a otra problemática. A diferencia del caso danés, los bancos centrales de estas economías sí que gozan de soberanía monetaria. Por consiguiente, en el contexto actual de abundante liquidez e interconexión financiera, estos bancos afrontan un serio dilema. Pueden ejercer dicha autonomía, tomando decisiones monetarias basadas en condiciones económicas internas, lo que muy probablemente supondrá la importación de la deflación y de una menor actividad económica, a través del canal del tipo de cambio. Por el contrario, si inician una política monetaria no ortodoxa para evitar la apreciación excesiva de su moneda, posiblemente estarán aplicando a su economía una receta ultraexpansiva que alimente un crecimiento excesivo del precio de los activos.

El comportamiento del Riksbank sueco durante los últimos años ayuda a ilustrar ambas opciones. Así, a mediados de 2010, la mejora del pulso de la economía sueca y la solidez de las perspectivas de inflación, por encima del objetivo del banco central, llevaron al Riksbank a iniciar una subida gradual de los tipos de interés, del 0,25% al 2% en poco más de un año. La divergencia

Diferencias entre el tipo interés oficial del banco central y el derivado de la regla de Taylor *



Nota: * Regla de Taylor calculada como: $\text{interés} = 1 + 1,5 \times \text{inflación subyacente} - 1 \times \text{brecha de desempleo}$.

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

con la política monetaria del BCE, por entonces más acomodaticia, supuso un deterioro considerable de los términos de intercambio entre ambas regiones, con una apreciación de la corona sueca cercana al 20% en 2010. Esta actuación ha sido el telón de fondo de un intenso debate entre aquellos que justifican la subida del tipo de interés, tanto por las perspectivas macroeconómicas como en aras de la estabilidad financiera, y los que consideran que fue esta decisión la que llevó a Suecia a un periodo posterior de deflación y de desaceleración económica. Aunque este debate no se haya decantado claramente hacia ninguna de las dos opiniones, muy probablemente sí ha estado presente en la memoria de los responsables actuales de la política monetaria sueca que, tras el anuncio del QE del BCE, han tomado una estrategia opuesta a la de 2010, con la reducción de los tipos de interés hasta cotas negativas por primera vez en su historia (-0,10%) y el inicio de un programa de compra de activos soberanos.

En definitiva, los acontecimientos de estos últimos meses muestran una clara repercusión de la política monetaria de la eurozona en las tasas de interés oficiales de otros países europeos, ya sea debido a su régimen cambiario fijo (como el Banco Nacional de Dinamarca) o por tratar de minimizar los efectos de una depreciación del euro sobre su economía (como el Riksbank). Una forma de apreciar esta dependencia es a partir de la regla de Taylor. A través de esta, la tasa de interés de cada economía se modela como una función de la inflación y de la brecha de desempleo (esto es, la diferencia entre la tasa de desempleo y su nivel estructural).¹ Así, en aquellas economías con reducidas tasas de inflación e infrautilización de recursos en el mercado laboral, la regla de Taylor sugiere un tipo de interés que permite dinamizar la economía. Como se observa en el gráfico anterior, en los casos de Suecia y de Dinamarca, desde hace algunos meses, la regla de Taylor apunta al aumento gradual de los tipos de interés oficiales, un movimiento opuesto a las decisiones adoptadas recientemente por los respectivos bancos centrales. De mantenerse la atadura con la estrategia del BCE, es previsible que la diferencia entre el tipo de interés óptimo de acuerdo con las condiciones internas de la economía y el establecido por la autoridad monetaria siga aumentando a medida que ambas economías nórdicas ganen tracción. Las consecuencias de esta divergencia suponen un riesgo para la estabilidad financiera de ambos países: una prolongación excesiva de las condiciones monetarias laxas puede generar un sobrecalentamiento del precio de algunos activos financieros y reales, así como incentivar el endeudamiento del sector privado, ya de por sí muy apalancado, con una ratio de deuda sobre el PIB del 257% en Dinamarca y del 265% en Suecia (frente al 202% y el 113% del PIB en España y Alemania, respectivamente).

En un mundo financiero cada vez más globalizado, la política monetaria del BCE ejerce una gran presión sobre las decisiones del resto de bancos centrales europeos. Es imprescindible que estas economías adopten medidas para paliar los efectos de unas condiciones monetarias excesivamente laxas. El diseño de políticas macropudenciales puede ser de ayuda para reforzar la sostenibilidad del sector bancario y corregir el elevado endeudamiento del sector privado. En este sentido, la creación de la Autoridad de Supervisión Financiera en Suecia y sus primeras recomendaciones en aras de reducir el elevado crédito hipotecario de los hogares (por ejemplo, a través de una reducción de la elevada vida media de las hipotecas inmobiliarias, o de la disminución de los incentivos fiscales a la compra de viviendas) tratan de acercarse a este objetivo. Sin embargo, es imprescindible que los bancos centrales tengan presente que el alcance de estas medidas, aunque importante, no permitirá atajar por sí solo los posibles desequilibrios resultantes de una excesiva dependencia. De lo contrario, su estabilidad financiera puede llegar a verse amenazada.

Joan Daniel Pina

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

1. Para el cálculo de la regla de Taylor utilizamos la siguiente aproximación: $\text{tipo de interés objetivo} = 1 + 1,5 \times \text{inflación subyacente} - 1 \times \text{brecha de desempleo}$. Véase Nechio, F. (2011), «Monetary Policy: When one size does not fit all», FRBSF Economic Letter.

El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo

El Banco Central Europeo (BCE) ha puesto en marcha este mes de marzo un ambicioso programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*, QE). El impacto que ejerza sobre los mercados financieros de la región, en particular el de deuda soberana, se erige como elemento clave para que dicho estímulo monetario no convencional consiga llegar a la economía real. Para arrojar luz sobre esta cuestión, resulta de utilidad comparar el actual programa de compra de activos del BCE con el que en su día llevó a cabo la Reserva Federal (Fed). Las condiciones de partida y del entorno son bien distintas en uno y otro caso, de modo que los efectos sobre los tipos de interés de la deuda pública europea pueden diferir considerablemente de lo observado en EE. UU. Mientras que allí se produjo un impacto intenso (en términos del descenso de las rentabilidades), concentrado (en los bonos con vencimiento entre cinco y diez años) y acotado en el tiempo, en la eurozona se perfila menos intenso pero más amplio y más prolongado. Es decir, la principal contribución del QE del BCE consistirá en prolongar el actual escenario de tipos de interés muy reducidos durante un largo periodo de tiempo, lo que se dejará sentir sobre los activos de riesgo (como las bolsas) y sobre el euro.

EE.UU.: tipos de interés nominales



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

Alemania: tipos de interés nominales



Las magnitudes básicas de las compras son un buen punto de partida para la comparativa entre EE. UU. y la eurozona. Desde que pusiera en funcionamiento el primero de sus tres programas de QE en 2008, la Fed ha incrementado su balance en 4 billones de dólares, de los cuales dos corresponden a deuda pública. Esta última cifra representa el 12% del PIB de EE. UU. y el 17% del mercado de *treasuries* en circulación. Inicialmente está previsto que las compras totales de deuda soberana del recién anunciado QE del BCE alcancen los 800.000 millones de euros, lo cual equivale al 8% del PIB de la eurozona y al 16% de su mercado de deuda pública. Se trata, pues, de órdenes de magnitud no muy diferentes. En cuanto al impacto de las compras de la Fed sobre la *yield* de los *treasuries*, los estudios empíricos estiman que en los momentos de máxima incidencia llegó a alcanzar el rango de 100-120 p. b. en el caso del bono a diez años, en gran medida atribuible al descenso del componente de la prima de riesgo temporal.¹ A la hora de plantear paralelismos entre la evolución observada en las rentabilidades de los *treasuries* y la esperada en la eurozona, afloran dos grandes diferencias entre ambos programas que conviene tener presentes. En primer lugar, el propio nivel de partida de los tipos de interés a largo plazo. Cuando la Fed decidió realizar compras masivas de activos, los tipos de interés a largo plazo de EE. UU. oscilaban entre el 3,5% y el 4,5%. Ello contrasta con el actual entorno de tipos de interés muy reducidos en la eurozona, especialmente en los países del núcleo (en estos momentos, el bono alemán a diez años apenas rinde un 0,3% y el de 30 años está por debajo del 1%). En segundo lugar, la Fed concentró el grueso de sus intervenciones en bonos con vencimiento entre cinco y diez años, con el objetivo de reducir la prima de riesgo temporal en ese tramo de la curva. Por lo que respecta al BCE, las compras de bonos soberanos tendrán mucha más amplitud, puesto que se acometerán a lo largo de toda la curva de deuda, desde el de dos hasta el de 30 años.

A la vista del exiguo nivel actual de las *yields* europeas, ¿hay que concluir que, a partir de ahora, los efectos del QE en el mercado de bonos soberanos serán irrelevantes? En absoluto. La irrupción de un gran demandante como el BCE en el mercado secundario supondrá, *ceteris paribus*, un factor de presión bajista sobre las rentabilidades de la deuda pública de la eurozona. Ciertamente, el recorrido adicional a la baja de los tipos de interés a largo plazo se antoja escaso. Pero en comparación con EE. UU., previsiblemente

1. Para la descripción e interpretación de la prima de riesgo temporal de los bonos, véase el Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del *Informe Mensual* de diciembre de 2014.

te afectará más a los plazos ultralargos, y por más tiempo. Diversos factores se combinan para esperar ese tipo de escenario. Primero, los inversores ya anticiparon, meses atrás, que el BCE recurriría a la compra de deuda soberana, lo que se tradujo en descensos generalizados de las rentabilidades de la deuda pública a causa del apresurado posicionamiento inversor en este mercado. Esta circunstancia ilustra el funcionamiento de uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria no convencional: el denominado *signalling effect*, que parece ya agotado. Segundo, la inclusión de bonos desde dos hasta 30 años entraña un aplanamiento de la curva mucho más acusado que en EE. UU., es decir, un descenso de la prima temporal en todos los plazos, incluyendo el ultralargo (30 años). Este proceso obedece a otro canal de transmisión de la política no convencional, el *portfolio balance effect*, que entra en juego cuando los mercados de bonos están segmentados entre los distintos plazos, al menos parcialmente, y también cuando hay segmentación entre países. En este sentido, la deuda periférica ofrece un mayor potencial de revalorización que la del núcleo, por lo que el estrechamiento de sus diferenciales respecto a la deuda alemana aún dispone de recorrido adicional. No obstante, la materialización de este último punto está sujeta a dos importantes condiciones: que el ímpetu positivo de crecimiento de países como España tenga continuidad, tal y como prevemos, y que las citas electorales de este año en España y Portugal no generen una inestabilidad elevada en sus respectivos mercados de deuda. Tercero, las caídas que tienden a producirse en las *yields* tras los anuncios del lanzamiento de un programa de compra masiva de activos suelen dejar paso, algún tiempo después, a un efecto de signo opuesto. Es decir, a medida que la expansión cuantitativa progresa y llega a la fase de madurez, los tipos a largo plazo inician un recorrido alcista, fruto de las expectativas formadas por los inversores en torno a una reactivación del crecimiento y la inflación futuros, y, por ende, a la propia finalización del QE. Aquí, el efecto confianza es el canal operante. En el caso del QE3 de la Fed, esto sucedió relativamente pronto (al hilo del *tapering* en la primavera de 2013), mientras que las condiciones macroeconómicas de la eurozona, sobre la base del compromiso establecido por el BCE de alargar el QE hasta que la inflación se acerque al objetivo del 2%, hacen pensar que aquí tardará más tiempo en ocurrir.

Ante la intensificación y prolongación de unas condiciones monetarias ultralaxas en la eurozona, el comportamiento de los activos de riesgo se verá respaldado por una dinámica de flujos favorable. En esencia, los bajos niveles de los tipos de interés de la deuda soberana europea y su escaso recorrido adicional a la baja suponen un claro incentivo para que los inversores recompongan sus carteras hacia activos de mayor riesgo y rentabilidad esperada, como la bolsa o la deuda corporativa. Esta reorientación de flujos cabe interpretarla como un *portfolio balance effect* entre clases de activos, que, junto con los efectos de señalización y confianza mencionados, constituye un importante canal de transmisión de las políticas monetarias no convencionales. En paralelo, las sorpresas positivas que esperamos que se produzcan en los próximos meses en materia de crecimiento económico en la eurozona reforzarán el empuje sostenido de las bolsas europeas y de la española. Asimismo, la intensificación del afán inversor en busca de rentabilidad (*search for yield*) también favorecerá a los mercados de bonos corporativos europeos. La previsible compresión de las primas de riesgo de este mercado se traducirá en mayores volúmenes de emisión de deuda corporativa, lo que facilitará el acceso de las empresas a los mercados de capitales en condiciones ventajosas. El redoblado apetito por el riesgo también se dejará sentir más allá de las fronteras europeas, en especial en el bloque emergente.² El uso del euro como divisa para realizar emisiones de deuda en países emergentes o para financiar posiciones de *carry trade* en los mercados de divisas será otra de las derivadas asociadas a este contexto de gran laxitud. Según datos recientes del BIS, las emisiones en euros de deuda corporativa de empresas no residentes de la eurozona crecieron un 14,1% interanual en el 3T 2014, hasta los 800.000 millones de euros, aproximadamente.

En conclusión, el QE en la eurozona reforzará y prolongará durante largo tiempo un entorno de tipos de interés muy reducidos y liquidez abundante. Sin embargo, los efectos derivados de esta situación pueden desembocar en sobrecalentamientos de las cotizaciones de los activos de riesgo y en apalancamientos excesivos, que pueden constituir fuente de inestabilidad en el futuro. Episodios de turbulencias como el desencadenado en los mercados emergentes tras el preanuncio del *tapering* en mayo de 2013 ilustran la necesidad de redoblar los esfuerzos en el frente de la estabilidad financiera, local y global.

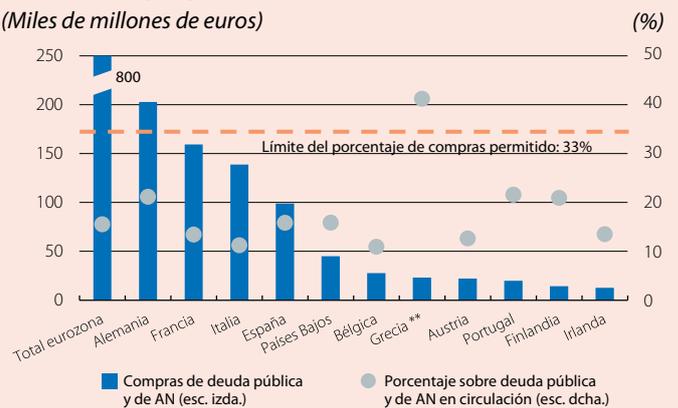
Carlos Martínez Sarnago

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

2. Sobre los efectos de las compras de activos a gran escala en los mercados primarios de deuda corporativa, véase Lo Duca, M., Nicoletti, G. y Vidal, A. (2013), «Global corporate bond issuance: what role for US quantitative easing», ECB Working Paper Series No. 1649.

BCE: compras de deuda pública y de agencias nacionales (AN) *

(Miles de millones de euros)



Notas: * Compras de títulos con vencimientos residuales comprendidos entre 2 y 30 años.

** La adquisición de deuda pública griega está condicionada al cumplimiento de las condiciones de los programas de ajuste.

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

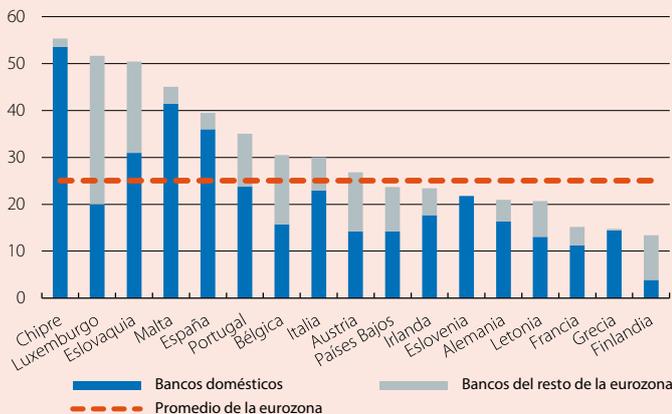
La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad

En enero, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la puesta en marcha de un nuevo instrumento de política monetaria no ortodoxa: la compra de títulos de deuda soberana a gran escala (*quantitative easing*, o QE, en inglés). Con esta estrategia, la máxima autoridad monetaria pretende combatir los bajos niveles de inflación y estimular la economía de la eurozona reduciendo los tipos de interés a largo plazo para familias y empresas incentivándolos, así, a consumir e invertir. A diferencia de lo ocurrido en EE. UU., donde los mercados financieros tuvieron un mayor protagonismo, en Europa el papel del sistema bancario será clave en la correcta transmisión de esta medida hacia la economía real. El objetivo de este artículo es describir el porqué de este papel determinante de la banca y cómo sus decisiones pueden determinar el éxito del programa.

En Europa, la función de la banca es esencial en el mecanismo de transmisión de cualquier decisión de política monetaria. La razón es que la oferta de financiación de la eurozona se encuentra altamente concentrada en las instituciones bancarias debido a que los canales alternativos, como el mercado de deuda corporativa, están poco desarrollados y tan solo son accesibles para las grandes empresas. Así pues, el éxito de políticas que persigan generar crecimiento económico estimulando la demanda agregada y el crédito queda supeditado a la capacidad crediticia de estas instituciones. En el caso particular del QE, además, la banca tendrá un papel adicional por el tamaño de la cartera de deuda pública en sus balances. Al ser los principales tenedores de bonos soberanos de la eurozona, el impacto del QE en el precio de estos activos dependerá, no solo del volumen que el BCE desee comprar, sino también de la disposición de las entidades a venderlos. Ambas razones sugieren que el éxito del QE estribará, en buena medida, en que se cumplan dos condiciones: que las entidades decidan reducir el peso de la deuda pública en sus balances y que lo sustituyan por préstamos al sector privado.

Deuda pública en manos del sistema bancario de la eurozona

(% del total de deuda en circulación)

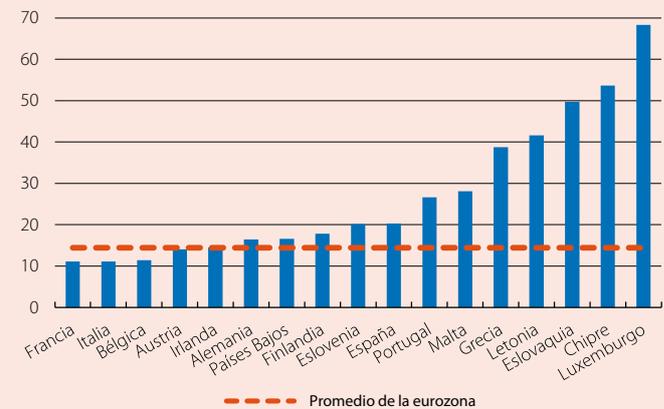


Nota: Datos del 3T 2014.

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

Compra de deuda pública por el BCE *

(% de la deuda en circulación en manos del sector no bancario)



Nota: * Estimaciones en base al volumen máximo de compra y el capital key de cada país.

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

En relación con la primera, desde el estallido de la crisis financiera, los bancos han decidido mantener una mayor parte de sus activos en forma de títulos líquidos y de poco riesgo, entre los que priman los bonos soberanos. Esta decisión ha sido propiciada, principalmente, por dos factores. Por un lado, estos títulos han ofrecido una rentabilidad atractiva y muy segura, en un contexto en el que la alternativa del crédito ha sido demasiado arriesgada y costosa en términos de capital regulatorio. Por otro, los reguladores han introducido nuevos requerimientos de liquidez para hacer frente a un eventual cierre de los mercados de financiación mayoristas que exigen a las entidades disponer de un colchón de activos líquidos de elevada solvencia. A medida que el QE reduzca la rentabilidad de la deuda pública, y el perfil de riesgo de los demandantes de crédito mejore, gracias a un entorno macroeconómico más favorable, la primera de las condiciones empezará a cumplirse y las entidades irán reduciendo, poco a poco, el peso de los bonos soberanos en balance. Sin embargo, la capacidad crediticia que finalmente se libere dependerá de cuán grande sea el exceso de esta cartera una vez satisfechos los requerimientos de liquidez antes mencionados. Estimaciones de la EBA sugieren que la capacidad para reducir estos activos líquidos podría ser limitada, dado que la ratio de cobertura de liquidez a corto plazo para la eurozona se sitúa, en promedio, en el 115% (siendo el 100% el mínimo obligatorio).

El segundo de los condicionantes para el éxito del QE es que la capacidad crediticia liberada se destine, de manera efectiva, a la concesión de crédito. En este sentido, el nuevo programa del BCE llega en buen momento para apuntalar el incipiente crecimiento de la demanda de financiación, sobre todo en aquellos países en los que la actividad económica está creciendo con fuerza y está más avanzado el proceso de desapalancamiento. Los efectos beneficiosos del QE sobre la demanda de crédito se dejarán notar por tres vías, principalmente. En primer lugar, es de esperar que la mayor laxitud monetaria mantenga el euro depreciado, lo cual reforzará la recuperación económica mediante una mayor actividad exportadora que, gradualmente, se reflejará en las cifras de ocupación. En segundo lugar, el aplanamiento de la curva de tipos de interés incentivará la toma de riesgo por parte de los inversores, cuya mayor demanda de activos de riesgo (como acciones, deuda privada o inmuebles) presionará su precio al alza. Este aumento del precio de los activos conllevará una mejora del perfil de riesgo de los futuros demandantes de crédito, puesto que el valor de los activos que puedan aportar como garantía del préstamo cubrirá una parte mayor de este. Finalmente, si el QE logra anclar las expectativas acerca de una mayor inflación y crecimiento a medio plazo, los proyectos de inversión que ahora se encuentran paralizados por unas perspectivas inciertas podrían reactivarse y, con ellos, la necesidad de financiación.

Es de esperar, entonces, que el aumento de la demanda y su mayor calidad logren que la rentabilidad del crédito ajustada por el riesgo gane atractivo respecto a la inversión en deuda pública. Con todo, para que la expansión del crédito sea apreciable es necesario eliminar los obstáculos que aún impiden a las entidades asumir más riesgo en sus balances y relajar los estándares de crédito. La banca se sigue enfrentando a una elevada incertidumbre regulatoria, a pesar incluso de que la profunda revisión realizada por el BCE de los activos de las 130 mayores entidades bancarias europeas acreditó la solvencia de la mayor parte del sistema bancario europeo y clarificó las necesidades de las entidades más débiles. Así, en los próximos dos años, deben definirse tanto el requerimiento mínimo sobre pasivos elegibles para *bail-in* (el MREL, por sus siglas en inglés) como el nivel máximo de apalancamiento. Además, el BCE ha manifestado su intención de armonizar al máximo la regulación de los distintos países, eliminando paulatinamente las discrecionalidades aplicadas por los supervisores nacionales. Estas tres medidas pueden tener un impacto material sobre las entidades y pesar en sus decisiones de inversión mientras las incertidumbres no se resuelvan. En este sentido, la banca tampoco dispone de la opción de titularizar crédito y compartir el riesgo de la inversión con otros agentes, puesto que el trato regulatorio de estos títulos se ha endurecido significativamente tras la crisis financiera.

Dadas las incertidumbres todavía existentes, y mientras no se suavicen las exigencias en materia de titulizaciones, no cabe descartar que parte de la capacidad liberada por la reducción de la cartera de deuda pública se destine a otras alternativas distintas al crédito bancario y con mejor trato regulatorio, al menos a corto plazo. Este podría ser el caso de los bonos soberanos de EE. UU. o del Reino Unido, países para los que se empieza a considerar una subida de tipos de interés, y cuyos títulos también gozan de una regulación ventajosa en términos de capital. Otra inversión atractiva en términos de rentabilidades podría ser la de los bonos corporativos, aunque carezcan de la ventaja regulatoria de los bonos soberanos.

Todo lo expuesto hasta ahora sugiere que los efectos del QE sobre el crédito podrían ser más bien modestos. Con todo, conviene señalar que el QE puede tener otras implicaciones para la banca más allá de estimular el crédito. Así, es de esperar que parte de la recomposición de carteras de los inversores alimente la demanda de acciones, deuda subordinada y deuda sénior de los bancos. Este hecho facilitará a la banca su adaptación a los nuevos requerimientos regulatorios mencionados anteriormente y que exigen un mayor peso del capital, así como de la deuda sujeta a *bail-in*, en su estructura de financiación. Por otro lado, un entorno prolongado de tipos bajos presionará la rentabilidad de las entidades a la baja y las empujará a ganar tamaño, lo cual podría ser propicio para una mayor concentración del sector bancario.

En resumen, un mayor crecimiento económico y una menor incertidumbre regulatoria son ingredientes necesarios para poner en marcha el círculo virtuoso del QE. Entretanto, la banca se debatirá entre el deseo de conceder crédito y la realidad de una demanda aún frágil.

Sandra Jódar-Rosell y Ariadna Vidal Martínez

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



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.lacaixaresearch.com
Correio electrónico: publicacionese Estudios@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
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones de "la Caixa" Research están disponibles en internet



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 2015

Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

Diseño y producción: www.cege.es

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

