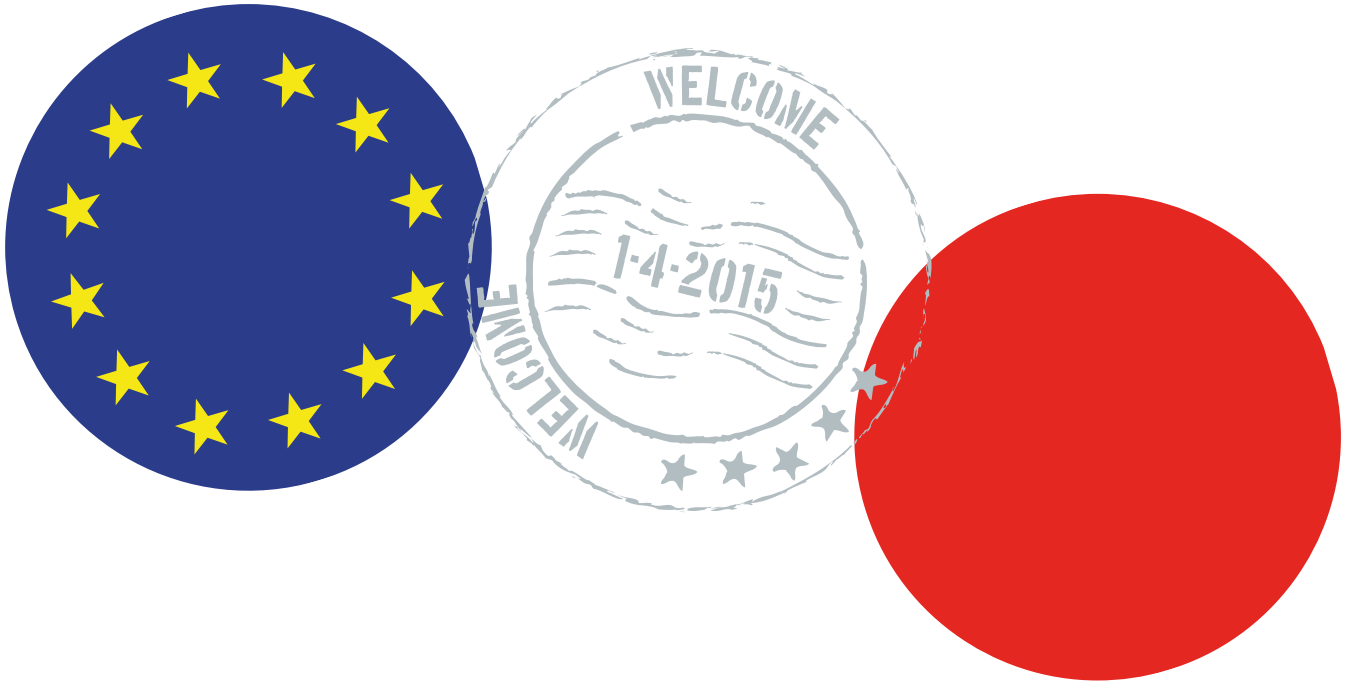


# IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 389 | ABRIL 2015



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Emisiones de deuda en divisa extranjera:  
el euro cobra protagonismo*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Los inventarios del petróleo y sus efectos  
en el precio*

### UNIÓN EUROPEA

*El Banco de Inglaterra, en la encrucijada*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Los deberes pendientes: la PIIN y la calidad  
de las exportaciones*

## DOSSIER: ¿SE ESTÁ JAPONIZANDO LA EUROZONA?

---

*Las «décadas perdidas» de Japón:  
entre el mito y la realidad*

*Tribulaciones monetarias y fiscales:  
el largo camino hasta el Abenomics*

*¿Se está japonizando la eurozona?:  
demografía y productividad*

*Un entorno monetario laxo:  
la nueva normalidad para el sector privado*



**"la Caixa" Research**

**INFORME MENSUAL**

Abril 2015

**CaixaBank, S.A.**

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

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

Información general y consultas:

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

Para suscripciones (altas, bajas...):

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

Fecha de cierre de esta edición:

31 de marzo de 2015

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

Director de Estrategia Bancaria

**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomía

**Avelino Hernández**

Director de Mercados Financieros

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *La amplitud del mercado de deuda soberana de la eurozona, a debate*10 *Emisiones de deuda en divisa extranjera: el euro cobra protagonismo***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *El crecimiento en EE. UU. se independiza del dólar*16 *Los inventarios del petróleo y sus efectos en el precio***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La unión del mercado de capitales: un primer paso*22 *El Banco de Inglaterra, en la encrucijada***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Los deberes pendientes: la PIIN y la calidad de las exportaciones*28 *La caída del precio de las exportaciones españolas: ¿un fenómeno global?*29 *El nuevo marco de la gobernanza corporativa***32 DOSSIER: ¿SE ESTÁ JAPONIZANDO LA EUROZONA?**32 *Las «décadas perdidas» de Japón: entre el mito y la realidad*  
Avelino Hernández34 *Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el Abenomics*  
Jordi Singla36 *¿Se está japonizando la eurozona?: demografía y productividad*  
Josep Mestres Domènech38 *Un entorno monetario laxo: la nueva normalidad para el sector privado*  
Ariadna Vidal Martínez

## ¿Echando agua al vino de la recuperación?

La recuperación de la economía española se confirma mes a mes. Los datos avanzados del PIB del 1T 2015 indican una tasa intertrimestral del 0,8%, por encima de las expectativas, situando la velocidad de crucero de la economía en las cercanías del 3%. Algunos analistas ya emplazan el crecimiento medio del año en esa cifra. En "la Caixa" Research mantenemos este mes la previsión del 2,5%, aunque el vigor de las últimas semanas probablemente comportará una futura revisión al alza.

A los factores temporales, ya conocidos, que han venido impulsando el crecimiento (la depreciación del euro, el bajo precio del petróleo, una política fiscal menos contractiva y la renovada confianza de consumidores y empresas) cabe añadir ahora un elemento nuevo, las expectativas (y la realidad) de unas condiciones financieras más laxas a raíz del programa de expansión cuantitativa implantado por el Banco Central Europeo (BCE). Este cóctel expansivo puede efectivamente acercarnos al 3% de crecimiento, en especial si el entorno financiero internacional sigue siendo benigno y si las administraciones públicas no aprovechan el viento de popa para reducir con mayor celeridad sus déficits.

En este momento del ciclo económico, y aun a expensas de echar un poco de agua al vino de la tan esperada recuperación, es importante advertir cuáles son los principales riesgos que podrían hacerla descarrilar a corto o a medio plazo.

El primer riesgo deriva del entorno financiero en el que opera la economía española. Al no disponer de un banco central propio, las condiciones monetarias internas son el resultado de la conjunción de dos factores: la política que establece el BCE para el conjunto de la eurozona y la percepción que tienen los inversores internacionales sobre el riesgo de invertir en activos españoles, riesgo que, de manera sintética, resumimos con el diferencial entre la rentabilidad del bono español a 10 años y el mismo título para Alemania. La conocida prima de riesgo.

En el actual ciclo de recuperación, las condiciones financieras se han relajado tanto por la acción directa del BCE como por las reformas y los ajustes llevados a cabo internamente en España, que han sido percibidos favorablemente por los inversores internacionales. Es verdad que, en lo que concierne a la política del BCE, estamos ante un periodo, en principio prolongado, de condiciones monetarias muy laxas. Pero también lo es que, en un marco de total movilidad de capitales como el actual, un cambio drástico de apetito frente al «riesgo España» es siempre una peligrosa amenaza potencial. Por ello, es deseable tomar las máximas cautelas y continuar disminuyendo los niveles de endeudamiento del país y, en especial, de su sector público, para situarlos en cotas más moderadas y sostenibles.

El segundo gran riesgo se sitúa en el frente de la inflación y los salarios. El vigor de la recuperación certifica, por un lado, que es posible crecer y generar renta en un marco de estabilidad de precios y salarios. Además, el IPC cae por el efecto de la cotización del crudo, pero la inflación subyacente está estabilizada y la moderación en el crecimiento de los salarios contribuye a mantener o mejorar la situación competitiva del país. Un deterioro en este renglón sería una traba para esta recuperación, ya que la mejoría económica no sería sostenible ante un quebranto del equilibrio exterior del país.

Ese patrón ha sido el habitual en España. Cuando la economía ha crecido con fuerza, el sector exterior ha entrado rápidamente en déficit. En la actual recuperación, el reto es conseguir no volver a las andadas, y no dejarse engañar por espejismos, puesto que los bajos precios del petróleo prácticamente aseguran las cifras positivas de las cuentas exteriores durante un cierto tiempo. Sería un grave error caer en la complacencia si esos resultados positivos enmascarasen un deterioro de la posición competitiva del país.

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

## CRONOLOGÍA

### MARZO 2015

- 9 El **Banco Central Europeo inicia las compras de bonos soberanos**. Se establece un límite a la rentabilidad de los bonos adquiridos, que debe ser al menos igual a la ofrecida por la facilidad de depósito, actualmente fijada en el -0,20%.

### 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 titulizaciones de créditos**.

### OCTUBRE 2014

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

## AGENDA

### ABRIL 2015

- 6 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. Ejecución presupuestaria del Estado (marzo).
- 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).

### MAYO 2015

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 8 Índice de producción industrial (marzo).
- 13 Avance PIB de la eurozona (1T).
- 16 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 20 Comercio exterior (marzo). Avance PIB de Japón (1T).
- 26 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
- 28 Contabilidad nacional trimestral (1T). Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).
- 29 Avance IPC (mayo). Balanza de pagos (marzo).

## Europa y España ganan tracción

**Europa acelera el paso, EE. UU. lo ralentiza y algunos emergentes lo pierden.** La evolución reciente de los mercados financieros es un reflejo fiel de la lectura que se hace del momento actual. Aunque las bolsas internacionales han tendido a recuperar posiciones en marzo, son los mercados de valores europeos los que están exhibiendo un ímpetu más pronunciado. Las acciones europeas siguen al alza apoyadas por la puesta en marcha de la expansión monetaria (QE, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo (BCE) y por una batería de indicadores macroeconómicos positivos. Y eso que el foco de tensión griego no se consigue apaciguar definitivamente. En cambio, un arranque de año en EE. UU. menos expansivo de lo esperado ha motivado que la Reserva Federal haya sugerido en sus comunicados que la subida del tipo de referencia pueda postergarse algo más de lo que el mercado anticipaba tiempo atrás. En respuesta a este mensaje más *dovish*, se frenaron los tipos de interés estadounidenses y la senda de apreciación del dólar. Pero donde mayor sensibilidad han mostrado los mercados es en el frente de los riesgos bajistas de ciertos emergentes. ¿Cuáles? Si juzgamos por el aumento de la volatilidad del mercado de divisas y por aquellas monedas que más valor han perdido, Brasil y Turquía preocupan en mayor medida.

**Mayores riesgos bajistas en los emergentes y cierta ralentización en EE. UU. y China.** Aunque la economía mundial se está acelerando debido a los efectos expansivos de las políticas monetarias acomodaticias y del abaratamiento del petróleo, lo hace a un ritmo levemente menor de lo previsto meses atrás, ya que los dos motores económicos globales, EE. UU. y China, han visto como el crecimiento de la actividad se frenaba en el inicio de 2015. No se trata de una ralentización brusca, pero sí representa una señal de alerta, especialmente en el caso del gigante asiático. Con todo, no hay que perder de vista que, en ambos casos, existen factores que mitigan los riesgos. En EE. UU., el consumo (sostenido por el buen tono laboral), la inversión y la política fiscal son puntales que apoyarán al crecimiento. En China, la política económica tiene margen para tornarse más expansiva (margen que la política monetaria ya está aprovechando con sendas bajadas de tipos en noviembre y en marzo). Más delicado es el balance de riesgos de algunos emergentes. En este mes de marzo, la atención (y la presión financiera) se ha centrado en Brasil, que ha sufrido un deterioro de perspectivas notable, y Turquía. En ambos casos, más allá de factores puntuales, preocupa el mantenimiento de unos desequilibrios macroeconómicos más elevados de lo deseable.

**Europa aprovecha sus apoyos temporales, pero los retos a largo plazo no disminuyen.** Las perspectivas europeas están mejorando paulatinamente gracias a factores coyunturales como el descenso del precio del crudo y la depreciación del euro. Los datos muestran que la recuperación avanza, y que lo hace de forma equilibrada, con el concurso del consumo, la inversión y el sector exterior. Desafortunadamente, la disparidad entre países sigue siendo elevada: mientras que Alemania crece a un ritmo aceptable, Francia se queda atrás. Junto con el crecimiento, otro ámbito que ha aportado buenas noticias es el de los precios. En marzo, la inflación repuntó dos décimas (hasta el  $-0,1\%$ ), y dicho repunte podría ser el inicio de un cambio de tendencia más apreciable. Con todo, los retos que afronta la eurozona siguen siendo notables. A corto plazo preocupa la ausencia de acuerdo en las negociaciones con Grecia. Pero son seguramente los retos a largo plazo los que revisten mayores dificultades. En su informe sobre desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea constata que, a pesar de la mejoría cíclica, el número de países con desequilibrios excesivos o leves ha aumentado en el último año y que solo el 3% de las recomendaciones del año anterior se aplicaron íntegramente.

**España acelera el ritmo.** El Banco de España (BdE), en su avance del PIB del 1T 2015, presenta una economía que crece a un ritmo notable y algo superior al del final de 2014, de la mano de la demanda interna. También nos muestra un país que inicia dos ejercicios positivos, con avances del PIB del 2,8% en 2015 y del 2,7% en 2016. Son ilustrativos del actual patrón de recuperación los factores que menciona el BdE: efecto positivo del QE del BCE, mejoras de las condiciones de financiación, disminución del precio del crudo y depreciación de la moneda única. Este diagnóstico positivo no debe hacer olvidar que el país sigue necesitando mantener su ambición reformadora. El informe de la Comisión Europea sobre desequilibrios macroeconómicos antes mencionado enfatiza los frentes pendientes: continuar el ajuste externo, persistir en los esfuerzos fiscales y mantener la agenda de reformas estructurales. Por lo que se refiere al segundo de estos frentes de mejora, el de las finanzas públicas, los datos de déficit público de 2014 (5,7% del PIB realmente registrado, frente al objetivo del 5,5%) nos recuerdan la necesidad de seguir avanzando en la consolidación fiscal. En relación con la agenda de reformas estructurales, cabe señalar que, este mismo mes, se ha aprobado el sistema de formación para empleados, un cambio en las políticas activas de empleo, necesario y en la dirección correcta para mejorar la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo.

## 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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,4	3,3	3,5	3,8	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6
<b>Países desarrollados<sup>1</sup></b>	1,1	1,6	2,2	2,3	1,5	1,5	1,9	2,2	2,2	2,4
Estados Unidos	2,2	2,4	3,1	2,8	2,7	2,4	3,3	3,2	2,8	3,0
Eurozona	-0,4	0,9	1,5	1,8	0,8	0,9	1,0	1,4	1,7	1,8
Alemania	0,2	1,6	1,8	1,9	1,2	1,5	1,2	1,8	2,2	2,0
Francia	0,4	0,4	0,8	1,3	0,4	0,2	0,5	0,9	0,9	1,1
Italia	-1,7	-0,4	0,5	1,2	-0,5	-0,5	-0,1	0,3	0,7	1,0
España	-1,2	1,4	2,5	2,3	1,6	2,0	2,4	2,5	2,5	2,4
Japón	1,6	-0,1	0,8	1,2	-1,4	-0,7	-1,4	0,7	1,8	1,9
Reino Unido	1,7	2,8	2,3	2,1	2,8	3,0	2,5	2,2	2,2	2,1
<b>Países emergentes<sup>1</sup></b>	6,2	5,8	5,5	5,7	5,9	5,8	5,7	5,5	5,4	5,5
China	7,7	7,4	7,0	6,6	7,3	7,3	7,3	7,1	6,8	7,0
India <sup>2</sup>	6,7	7,4	6,9	7,0	8,2	7,5	7,6	7,0	6,9	6,8
Indonesia	5,6	5,1	5,7	6,1	4,9	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
Brasil	2,7	0,1	-0,1	1,5	-0,6	-0,2	-0,5	-0,4	0,1	0,3
México	1,4	2,1	3,0	3,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2
Chile	4,2	1,9	2,6	4,1	1,0	1,8	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	4,2	2,9	3,6	4,3	1,9	2,6	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	2,3	1,6	2,4	2,8	1,5	1,3	2,1	2,4	2,7	2,4
<b>INFLACIÓN</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,7	3,4	3,4	3,8	3,5	3,1	3,3	3,3	3,3	3,6
<b>Países desarrollados<sup>1</sup></b>	1,4	1,3	0,4	2,1	1,4	1,0	0,1	0,0	0,4	1,1
Estados Unidos	1,5	1,6	0,3	2,5	1,8	1,2	-0,1	-0,1	0,3	1,2
Eurozona	1,4	0,4	0,3	1,6	0,4	0,2	-0,3	0,0	0,5	1,1
Alemania	1,6	0,8	0,6	2,0	0,8	0,4	-0,2	0,3	0,8	1,6
Francia	1,0	0,6	0,3	1,5	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,4	1,1
Italia	1,3	0,2	0,3	1,4	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	1,0
España	1,4	-0,1	-0,1	1,9	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	0,0	1,2
Japón <sup>3</sup>	0,4	2,7	1,1	1,6	3,3	2,5	2,2	0,3	0,5	1,3
Reino Unido	2,6	1,5	0,5	1,7	1,5	0,9	0,1	0,3	0,6	1,0
<b>Países emergentes<sup>1</sup></b>	4,4	3,8	4,3	4,3	3,8	3,0	4,5	4,6	4,0	4,3
China	2,6	2,0	1,8	2,4	2,0	1,5	1,3	1,8	1,9	2,1
India <sup>4</sup>	10,1	7,2	4,9	6,8	7,7	4,8	5,2	5,1	3,8	5,6
Indonesia	6,4	6,4	7,2	5,5	4,4	6,5	7,3	8,1	7,5	6,0
Brasil	6,2	6,3	7,0	6,0	6,6	6,5	7,3	7,0	6,9	6,6
México	3,8	4,0	3,3	3,1	4,1	4,2	3,2	3,3	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	13,7	6,6	7,7	9,6	16,4	16,0	12,5	10,0
Turquía	7,5	8,9	6,3	6,5	9,2	8,8	7,0	6,0	6,0	6,3
Polonia	1,2	0,2	0,1	1,9	-0,1	-0,6	-1,1	-0,2	0,3	1,2
Sudáfrica	1,1	2,3	4,4	6,1	2,6	3,0	3,8	4,3	4,5	5,0

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. 4. Precios de venta al por mayor.

Previsiones

## Economía española

	2013	2014	2015	2016	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015
<b>Agregados macroeconómicos</b>										
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	2,6	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
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<b>Otras variables</b>										
Empleo	-3,2	1,2	2,3	2,0	1,7	2,4	2,6	2,3	2,3	2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,4	22,7	21,5	23,7	23,7	24,0	22,6	22,1	22,1
Índice de precios de consumo	1,4	-0,1	-0,1	1,9	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	0,0	1,2
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	-0,1	1,1	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,0
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) <sup>1</sup>	1,4	0,8	1,3	1,3	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) <sup>1</sup>	2,1	1,0	1,9	1,9	1,1	1,0	1,5	1,6	1,8	1,9
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1,2</sup>	-6,8	-5,8	-4,8	-3,3						

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>										
<b>Dólar</b>										
Fed funds	0,25	0,25	0,29	0,88	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,50	1,16	0,23	0,24	0,26	0,45	0,61	0,68
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,98	1,68	0,56	0,57	0,66	0,90	1,10	1,25
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,97	1,77	0,50	0,52	0,59	0,87	1,11	1,31
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,39	3,26	2,49	2,27	1,97	2,25	2,49	2,84
<b>Euro</b>										
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	0,23	0,29	0,44	0,33	0,26	0,22	0,22	0,22
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,20	0,01	-0,01	-0,04	-0,18	-0,21	-0,21	-0,21
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,28	0,78	1,06	0,76	0,35	0,25	0,25	0,28
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>										
\$/euro	1,33	1,33	1,08	1,04	1,33	1,25	1,13	1,07	1,06	1,05
¥/euro	129,65	140,42	133,77	130,71	137,68	142,89	134,20	131,92	133,72	135,24
£/euro	0,85	0,81	0,72	0,70	0,79	0,79	0,74	0,72	0,72	0,71
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	60,42	78,68	103,38	77,03	55,20	56,68	62,13	67,55
Brent (euros/barril)	81,67	74,83	56,09	75,84	78,02	61,68	49,00	52,85	58,55	64,43

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Incluye las pérdidas generadas por las ayudas a la banca.

Previsiones



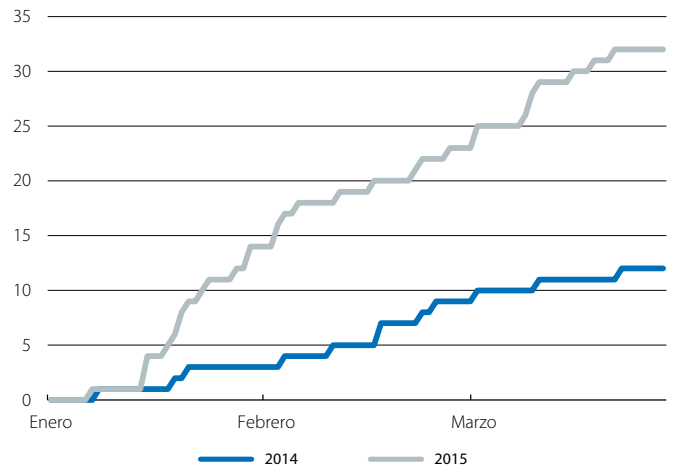
## COYUNTURA · Firmeza avalada por la mejora de las perspectivas de crecimiento

Los mercados internacionales consolidan la fase alcista iniciada en febrero. En particular, los mercados de acciones europeos han vuelto a brillar con luz propia en la escena financiera internacional. Como ya sucedió el mes pasado, el tono continuista de las políticas expansivas a escala global, junto con el pulso cada vez más firme de la economía europea, han sostenido esta dinámica favorable. En cuanto al primer aspecto, cabe destacar la puesta en marcha del *quantitative easing* (QE) del Banco Central Europeo (BCE) y la reiteración por parte de la Reserva Federal (Fed) de que el ritmo de normalización de su política monetaria será más lento de lo previsto. Respecto al segundo, la constatación de que las expectativas en torno a las actuaciones en el plano monetario inciden en la mejora de los indicadores de sentimiento económico de la eurozona constituye, *per se*, un logro destacable. No obstante, el contexto actual de bonanza reinante en los mercados financieros presenta algunos puntos débiles. La principal amenaza proviene de la compleja situación de las finanzas del Gobierno griego, foco de riesgo todavía no resuelto. Esperamos que la incertidumbre sobre esta cuestión concluya de la mano de un acuerdo aceptable para todas las partes implicadas.

**La Fed elimina la palabra «paciente» de su discurso pero ralentiza la senda prevista de subidas del tipo oficial.** La reunión de marzo de la autoridad monetaria vino marcada por la modificación de su estrategia de comunicación. Tal y como estaba previsto, la Fed retiró el término «paciencia» de su comunicado y lo sustituyó por la afirmación de que considerará apropiado subir el rango objetivo para los tipos de intervención «cuando se observe una mayor recuperación del mercado laboral y la inflación converja hacia el 2%». Aunque este cambio deja las puertas abiertas a una posible alza del tipo de interés en junio, la rebaja de las previsiones de crecimiento, de inflación y del nivel del tipo rector para los tres próximos años sugiere que la institución moverá ficha después del verano. En este sentido, la pérdida de pulso de la actividad estadounidense en el primer trimestre se alinea con un escenario de alzas lentas y graduales de los tipos de interés.

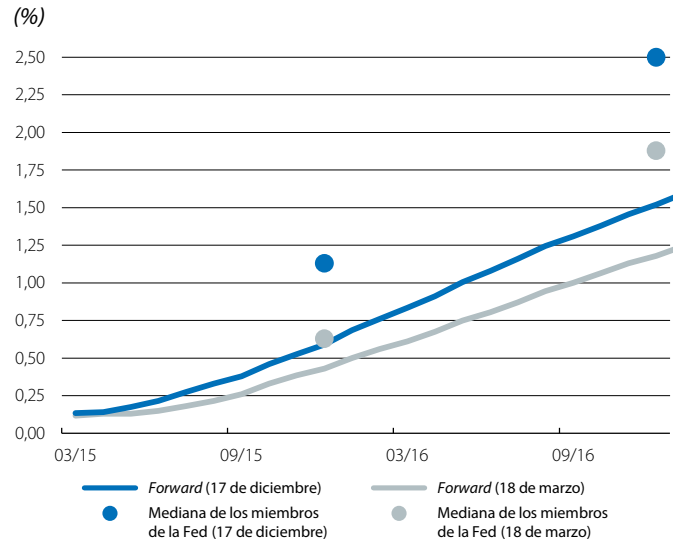
**El BCE inicia la compra de deuda soberana en la eurozona.** Tras la reunión de marzo del Consejo de Gobierno de la entidad, el presidente, Mario Draghi, aportó nuevos detalles sobre el programa de compra de deuda soberana de la eurozona. Además de reiterar el compromiso de comprar mensualmente 60.000 millones de euros (entre deuda pública y de agencias, cédulas y ABS) hasta septiembre de 2016, Draghi anunció que las compras comenzarían el 9 de marzo y que los bonos con rentabilidades inferiores a la remuneración de la facilidad de depósito (-0,20%) quedarían excluidos del objetivo de compras de la institución. En las tres primeras semanas del programa, el BCE adquirió 41.000 millones de euros en títulos de deu-

### Rebajas del tipo de interés de los bancos centrales\* Acumulado en lo que va de año (número)



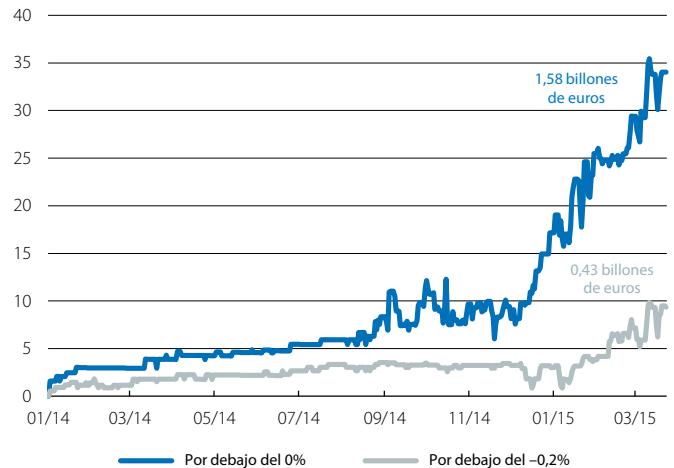
**Nota:** \* Comprende un grupo formado por 35 bancos centrales.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

### Eurozona: bonos con rentabilidades negativas\* (% del total de bonos soberanos entre 2 y 30 años)



**Nota:** \* Valor de los bonos en términos nominales.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.



da pública, cifra que está en línea con el objetivo mensual establecido por la entidad (cerca de los 45.000 millones mensuales). Precisamente, la irrupción de un gran demandante de bonos como el BCE ha intensificado la flexión a la baja de las rentabilidades de la deuda pública de la zona euro. A su vez, esta circunstancia ha provocado que el número de bonos que cotizan con *yields* negativas aumente considerablemente hasta los 1,6 billones de euros. Aproximadamente el 30% de esta cifra corresponde a bonos soberanos alemanes, que ofrecen rentabilidades negativas hasta la referencia de los siete años.

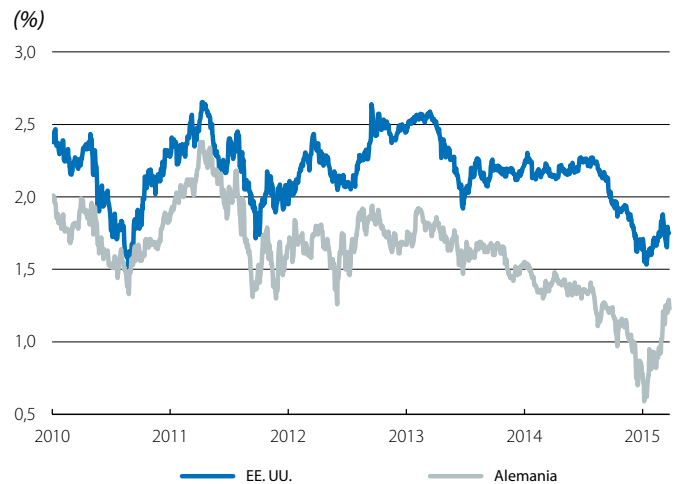
**En paralelo, el BCE revisa al alza sus previsiones de crecimiento e inflación.** La mejora del cuadro macroeconómico que sugieren buena parte de los indicadores de sentimiento limita notablemente los riesgos en torno a la eventual escasez de oferta de bonos en el mercado soberano. Creemos que, a medida que se consolide la reciente evolución favorable de las expectativas de inflación y del crecimiento, las dudas pasarán a un segundo plano. Las señales procedentes de los agregados monetarios y crediticios también son alentadoras. Así, el buen registro de peticiones de fondos por parte de la banca en la tercera TLTRO del BCE (98.000 millones de euros) apunta hacia un escenario de recuperación gradual de la demanda de crédito.

**El viraje expansivo global continúa de la mano de los emergentes.** La pérdida de vigor de las economías en vías de desarrollo, junto con las presiones desinflacionistas agudizadas por el reducido precio energético, han propiciado el giro acomodaticio de los bancos centrales emergentes. Destaca la rebaja del tipo de interés oficial sobre préstamos del banco central chino (hasta el 5,35%) con el objetivo de mantener controlada la desaceleración de su economía. Por su parte, la reducción de las tensiones sobre el rublo ha facilitado que Rusia haya bajado 100 p. b. los tipos de interés, hasta el 14%. No obstante, esta estrategia tenderá a perder comba a medida que se aproxime la primera subida del tipo de interés de la Fed.

**El tono acomodaticio de la Fed frena los *treasuries*.** La expectativa de que la entidad pueda retrasar la primera subida de tipos hasta después del verano y la confirmación de que los miembros del Comité estiman un entorno de tipos más bajos favorecieron el descenso de las rentabilidades de la deuda pública, principalmente en los tramos largos. El mensaje más moderado sobre el crecimiento y la inflación alejó el bono a diez años de la barrera del 2%. A medio plazo, las *yields* de los bonos norteamericanos deberían recuperar la senda alcista a medida que se avive el debate de la normalización del tipo rector y se observen los primeros síntomas de recuperación de la inflación. Sin embargo, una eventual prolongación de la languidez de los indicadores de actividad y la llegada de flujos inversores en búsqueda de rentabilidad (ante los efectos del QE europeo) podrían retrasar el inicio de la senda alcista de las rentabilidades de los *treasuries*.

**El inicio del QE del BCE intensifica el estrechamiento de las rentabilidades europeas.** Una de las cuestiones que se desprende del programa de compras del BCE es la posible acentuación de las divergencias entre países (periferia frente a núcleo)

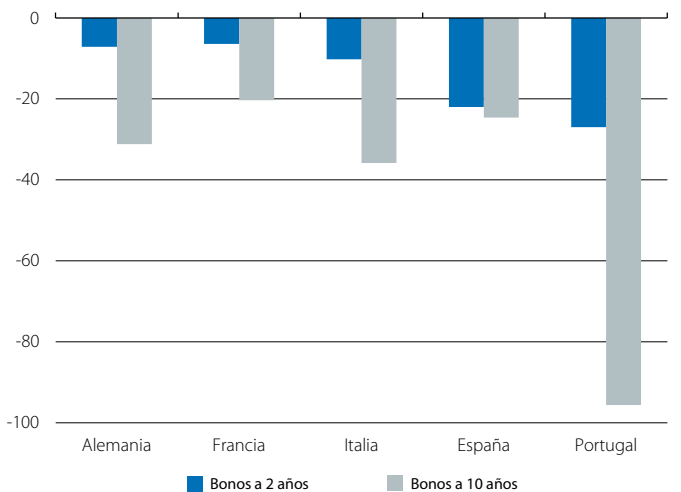
**Alemania y EE. UU.: expectativas de inflación a 10 años \***



*Nota:* \* Implícitas en los bonos indexados a la inflación.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: rentabilidad de la deuda pública**

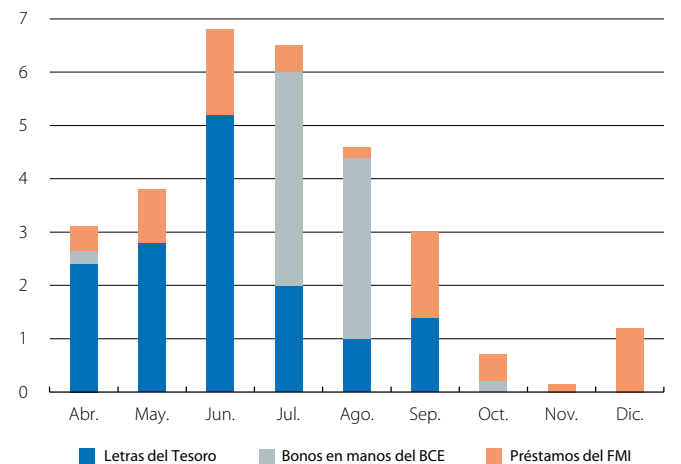
Variación entre el 21 de enero y el 25 de marzo de 2015 (p. b.)



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

**Grecia: vencimientos de la deuda del sector público en 2015**

(Miles de millones de euros)



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

y vencimientos (tramos largos frente a cortos). Respecto al primer factor, las rentabilidades de la deuda soberana periférica también han registrado cesiones generalizadas. Los tipos de interés a diez años de España y de Italia han marcado mínimos históricos en marzo (1,27% y 1,13%, respectivamente). No obstante, en el tramo final del mes, han repuntado levemente al hilo de la mejora de los indicadores económicos y del retorno de las dudas acerca de la cuestión griega. La falta de acuerdo en las negociaciones sobre las reformas que Atenas debe implementar mantienen las tensiones sobre la deuda helena. La compleja situación de liquidez de la banca griega y los vencimientos apremiantes del sector público otorgan escaso margen de maniobra para la adopción de un acuerdo final.

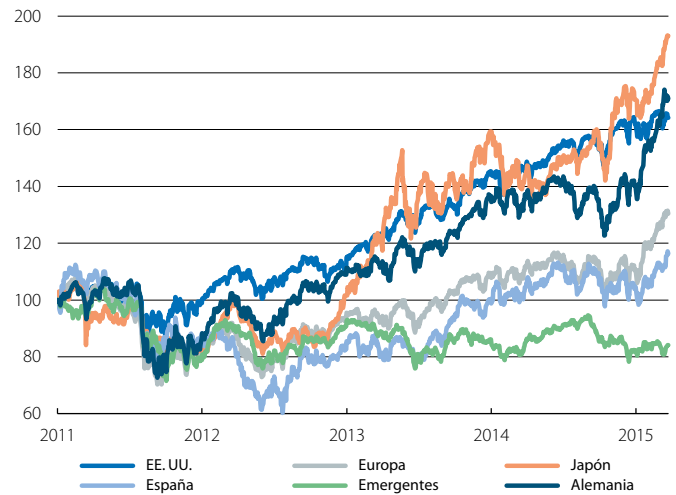
**Viento de cola para las bolsas europeas.** Tras un inicio de año un tanto dubitativo, la tendencia alcista de los principales mercados bursátiles se ha consolidado en marzo. Este entorno de mayor apetito por el riesgo ha sido particularmente propicio para las bolsas europeas, cuyo avance se ha apoyado en tres factores: el inicio del QE del BCE, la mejora de las perspectivas económicas para la región y el impulso al sector exportador obtenido a través de la depreciación del euro. En el caso de los índices bursátiles norteamericanos, la dinámica ha sido más difusa. Si bien el mensaje más parsimonioso de la Fed respecto al proceso de subida de tipos constituye un factor de apoyo para el mercado de acciones, la fortaleza del dólar despierta recelos acerca de la futura evolución de los beneficios empresariales. En función de lo anterior, es probable que el mejor comportamiento relativo de las bolsas europeas frente a la de EE. UU. tenga continuidad. No obstante, ello está condicionado al mantenimiento del buen tono de la economía europea y a la resolución favorable del caso griego.

**Los spreads de la renta fija privada repuntan tras el arranque del QE en la eurozona.** A diferencia del buen comportamiento observado de la deuda pública europea, los mercados de bonos corporativos han mostrado una evolución menos favorable. El aumento en las primas de riesgo de esta clase de activo es atribuible, en buena parte, a la fuerte pujanza de los volúmenes de deuda emitidos en las últimas semanas. Con todo, pensamos que se trata de un episodio de carácter temporal y no de una fase de deterioro sostenido. Un aspecto que cabe destacar en el mercado de deuda privada es el aumento de las emisiones de deuda denominada en euros por parte de emisores estadounidenses (véase el Focus «Emisiones de deuda en divisa extranjera: el euro cobra protagonismo»).

**La inestabilidad se acentúa en el mercado de divisas.** El comienzo del QE soberano se saldó con una depreciación del euro mayor de la esperada, llegando a situarse el intercambio con el dólar en su valor mínimo en 12 años (1,049 dólares). Sin embargo, esta tendencia viró tras las conclusiones del FOMC, facilitando el retroceso del dólar frente a una cesta de las principales divisas. En el bloque emergente, la adopción de estrategias expansivas está acentuando las tensiones sobre sus divisas. Destaca el caso de la lira turca, que se ha depreciado cerca de un 10% respecto al dólar en lo que va de año.

**Principales bolsas internacionales**

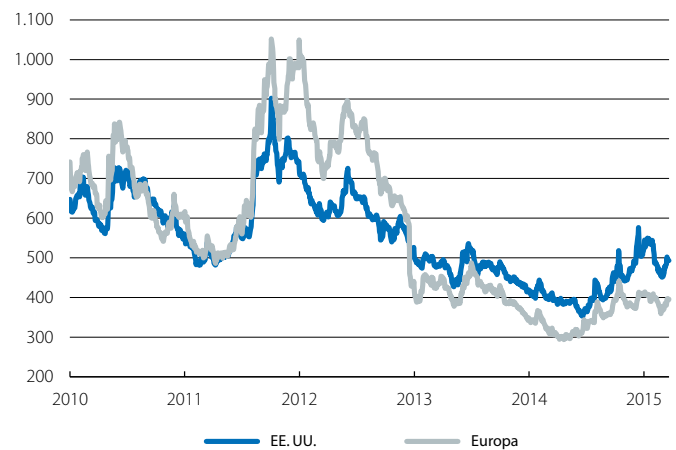
Índice (enero 2011 = 100)



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

**Spreads de los bonos corporativos con grado especulativo \***

(p. b.)

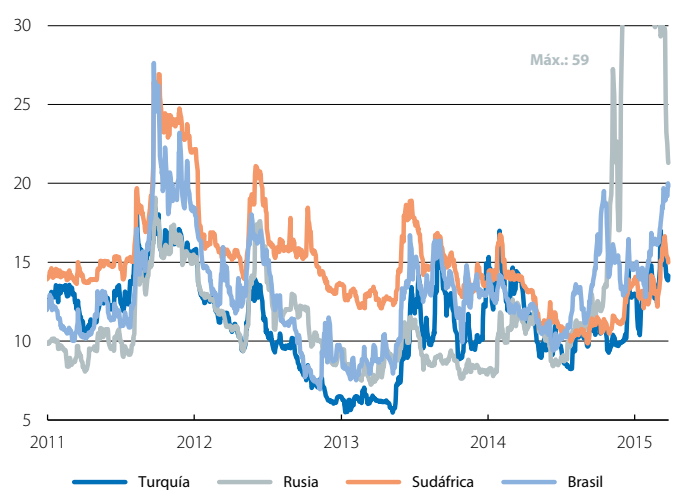


Nota: \* Diferencial respecto a una cesta de bonos soberanos.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bank of America Merrill Lynch.

**Volatilidad implícita de las divisas emergentes**

(%)



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

## FOCUS · La amplitud del mercado de deuda soberana de la eurozona, a debate

El mes de marzo ha venido marcado por el inicio del programa de compras de deuda pública (QE, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo (BCE). Su éxito en estimular la economía dependerá, en gran medida, del impacto que ejerza sobre los mercados financieros y, en particular, en el de deuda pública. En este sentido, los primeros indicios parecen propicios: la rentabilidad de los bonos soberanos sigue ahondando en nuevos mínimos históricos, a la vez que las expectativas de inflación han empezado a flexionar al alza. Sin embargo, algunas voces alertan de que el BCE podría tener dificultades a la hora de adquirir los volúmenes de deuda anunciados, a causa de la escasez de la oferta. Un análisis pormenorizado de los factores que pueden limitar la oferta arroja cierta luz sobre esta cuestión.

Las adquisiciones de deuda pública contempladas en el QE se aproximarán a los 0,8 billones de euros o, lo que es lo mismo, prácticamente el 14% del total de bonos soberanos con vencimientos entre dos y 30 años. En un principio, esta ratio no parece indicar que la oferta de bonos represente un escollo para la implementación del QE. Por un lado, es menor a la observada en otros países con programas similares (en EE. UU., las compras representaron el 17% del total de los bonos elegibles). Por el otro, se sitúa suficientemente lejos de los límites a las compras establecidos por el BCE. Concretamente, la adquisición de deuda no puede superar el 25% de la emisión de un bono en concreto ni el 33% del total de títulos con vencimientos entre dos y 30 años de un mismo emisor.<sup>1</sup>

Este margen de maniobra que ofrece el elevado *stock* de deuda pública europea deja en un segundo plano algunas dudas acerca de la capacidad de satisfacer los objetivos de compra del QE. Una de ellas es la emisión neta de deuda pública, relativamente reducida, prevista en la eurozona para 2015. Concretamente, el valor nominal de los nuevos bonos emitidos por los Tesoros de la eurozona este año (descontados los vencimientos de deuda) equivale al 33% del total de las compras contempladas en el QE, un porcentaje que se sitúa muy por debajo del observado en EE. UU. o en el Reino Unido durante sus respectivos programas. Asimismo, las posibles reticencias de algunos tenedores de deuda pública (como las entidades bancarias o fondos de pensión) a reducir sus inversiones en deuda pública, aunque puedan ser importantes a la hora de determinar la evolución de las *yields* de los bonos, tampoco se prevén críticas.

1. El límite del 25% responde al nivel máximo de deuda que un tenedor puede poseer sin bloquear un proceso de reestructuración de deuda. Se fija en el 33% el límite de compras del total de la deuda de un mismo emisor con el fin de no afectar en demasía al proceso de formación de precios en los mercados.

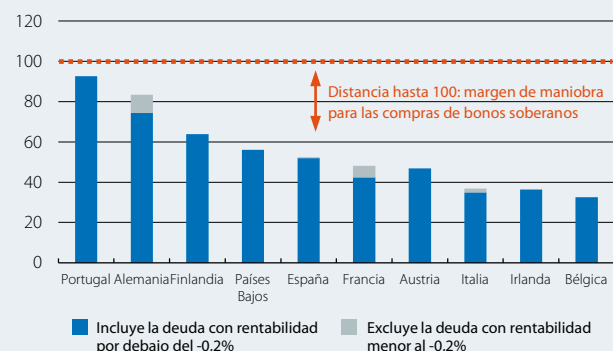
Otra restricción que puede limitar la oferta de bonos soberanos es la exclusión, entre los posibles activos elegibles, de aquellos con una rentabilidad inferior a la facilidad de depósitos del BCE (actualmente, del -0,2%). Tomando como referencia los datos de mediados de marzo, alrededor del 10% de la deuda pública de la eurozona con vencimientos entre dos y 30 años se sitúa por debajo de este umbral.

El gráfico pone de relieve cuál es el alcance de esta nueva restricción. Los países más afectados son Francia y Alemania, donde el 14% del volumen emitido en bonos soberanos con vencimiento entre dos y 30 años cotizaba, a mediados de marzo, con rentabilidades inferiores al -0,2%. Como se observa, con la exclusión de estos bonos del elenco de activos elegibles, la compra de bonos alemanes (establecida en función del capital aportado por cada país al balance del BCE) pasaría a representar del 74% al 83% del límite de compras (del 43% al 48% en el caso francés). Si bien nuevas caídas de las rentabilidades soberanas aumentarían este impacto, el importante *stock* de deuda elegible existente en la mayoría de países ofrece un margen de maniobra suficientemente amplio. De hecho, solo en Portugal, las compras de deuda están próximas a su límite correspondiente.

En definitiva, el mercado de deuda pública de la eurozona es suficientemente amplio para satisfacer el objetivo de compras del QE. De todas formas, la necesidad de extender este programa más allá de septiembre de 2016, o incluso el uso de otros programas de compra de deuda pública por parte del BCE, como las OMT (*outright monetary transactions*), diseñadas para reducir presiones excesivas en los mercados de deuda, podrían poner en entredicho esta afirmación. Es por ello que la mejor garantía para despejar los interrogantes acerca del QE es lograr que su estímulo monetario se transmita, de forma efectiva, a la economía real.

### Compras de deuda pública previstas durante el QE para cada país

(% del máximo de compras permitido)\*



**Nota:** \* Tiene en cuenta el valor estimado de las emisiones netas de deuda realizadas a lo largo del QE.

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

## FOCUS · Emisiones de deuda en divisa extranjera: el euro cobra protagonismo

En los dos primeros meses del año, las empresas estadounidenses han emitido deuda denominada en euros por valor de 33.000 millones de dólares, una cifra que rompe todos los registros históricos de esta variable. Valga decir que, en todo el ejercicio 2014, el volumen ascendió a 50.000 millones. Pero el aumento de emisiones de bonos en euros no se circunscribe a las empresas de EE. UU. En países como China y la India, también se observa un creciente apetito por endeudarse en la divisa europea. Diversos factores, algunos cíclicos y otros estructurales, explican el auge del euro en los mercados de renta fija en divisa extranjera y permiten aventurar que este fenómeno no será pasajero.

Entre los aspectos de carácter cíclico sobresale la puesta en marcha del programa de compra de deuda pública a gran escala en la eurozona (*quantitative easing*). En primer lugar, porque contribuirá a prolongar, durante largo tiempo, el escenario de tipos de interés muy reducidos y liquidez muy abundante en la región. En segundo lugar, por la percepción de que el euro se mantendrá débil frente al dólar y al grueso de divisas internacionales. Ambas circunstancias refuerzan el atractivo de acometer emisiones de bonos en euros por parte de agentes no residentes en la eurozona. Visto desde otra perspectiva, el progresivo endurecimiento de las condiciones monetarias en EE. UU. y la apreciación del dólar también están incidiendo a favor de un mayor uso del euro como divisa de endeudamiento. No obstante, la preponderancia del dólar en las emisiones de deuda en moneda extranjera sigue siendo incontestable. Según los últimos datos elaborados por el BIS, a cierre de 2013, el saldo vivo de deuda en divisa extranjera denominada en dólares ascendía a 6,8 billones de dólares, el 55% del total. El porcentaje desciende hasta el 25,3% en el caso de la deuda denominada en euros y hasta el 4,9% en el de la deuda denominada en yenes.

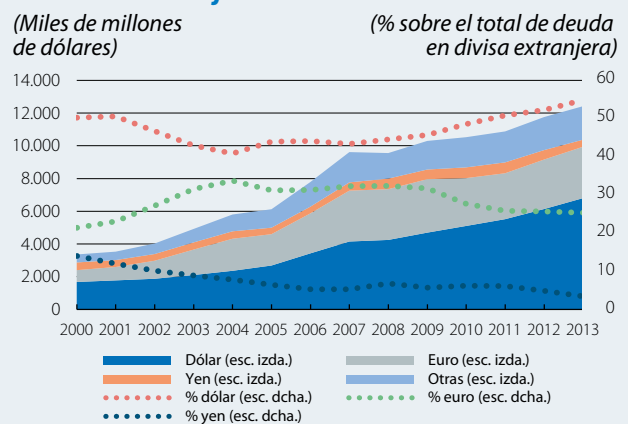
En paralelo, algunos factores de índole estructural también están llamados a desempeñar un papel importante. El predominio del dólar de los últimos años se vio acentuado por la desconfianza de los inversores hacia el euro, a causa del estallido de la crisis de deuda e institucional de la eurozona. Sin embargo, la reconducción de los elevados niveles de fragmentación financiera entre los países de la eurozona y los notables avances en materia de gobernanza de la Unión están redundando en mayores dosis de confianza hacia la moneda única. También ayudará el desarrollo que se observa en el mercado de bonos corporativos europeos en términos de tamaño y liquidez, si bien la distancia respecto a los estándares del mercado estadounidense es todavía considerable.

Una condición necesaria para que las perspectivas de un mayor uso del euro en los mercados internacionales de deuda acaben materializándose pasa por que los países

emergentes incrementen sus emisiones en esta divisa. Las dificultades de ellos para acudir a los mercados internacionales utilizando su propia divisa implica que la deuda en divisa extranjera resulte la opción habitual entre las pocas disponibles a la hora de obtener financiación. Los datos del Banco Central Europeo a este respecto son reveladores: en 2013, el 60% de las emisiones totales de deuda soberana del área emergente se efectuaron en divisa extranjera. Cabe esperar, por tanto, que la incorporación gradual de un número cada vez mayor de Estados y empresas del bloque emergente constituya una fuerza decisiva para el desarrollo de un mercado amplio y profundo de bonos internacionales denominados en euros.

En definitiva, aunque aún esté lejos de desbancar al dólar como divisa de referencia, las condiciones imperantes en el entorno global son favorables para que el papel del euro como moneda de endeudamiento adquiera mayor trascendencia. Con todo, la consolidación de esta tendencia dependerá, en última instancia, del grado de solidez y estabilidad institucional de la unión económica y monetaria europea.

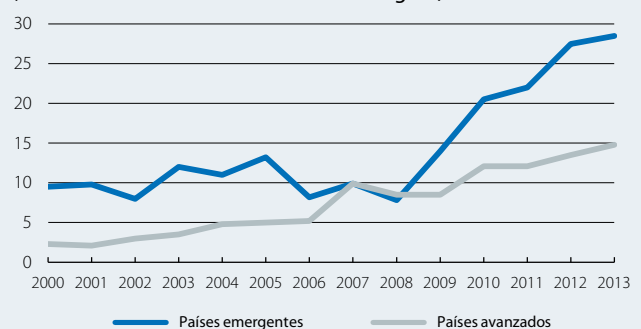
### Saldo vivo de deuda denominada en divisa extranjera



**Nota:** \* Los datos hacen referencia a las emisiones denominadas en una divisa diferente de la del país de residencia del emisor.

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

### Emisiones de deuda en divisa extranjera (% sobre el total de emisiones de cada región)



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

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	31-mar	27-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0	-20
Euríbor 3 meses	0,02	0,04	-2	-6	-29
Euríbor 12 meses	0,20	0,23	-3	-13	-39
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,21	-0,19	-2	-15	-36
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,25	-0,23	-2	-15	-41
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,18	0,33	-15	-36	-139
Deuda pública a 10 años (España)	1,21	1,26	-5	-40	-202
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) <sup>1</sup>	103	93	10	-4	-63
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,27	0,26	1	2	4
Líbor 12 meses	0,69	0,68	1	6	13
Deuda pública a 1 año	0,23	0,19	4	2	12
Deuda pública a 2 años	0,56	0,62	-6	-10	14
Deuda pública a 10 años	1,92	1,99	-7	-25	-80

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

	31-mar	27-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	50	6	-7	-20
Itraxx Financiero Sénior	66	54	12	-1	-27
Itraxx Financiero Subordinado	135	122	13	-14	-4

### Tipos de cambio

	31-mar	27-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,073	1,120	-4,2	-11,3	-22,1
€/euro	128,910	133,940	-3,8	-11,0	-9,3
£/euro	0,724	0,725	-0,1	-6,7	-12,4
¥/\$	120,130	119,630	0,4	0,3	16,4

### Materias primas

	31-mar	27-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	415,0	420,9	-1,4	-5,2	-15,9
Brent (\$/barril)	53,3	61,8	-13,7	-4,3	-50,1
Oro (\$/onza)	1.183,7	1.213,2	-2,4	-0,1	-7,8

### Renta variable

	31-mar	27-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.067,9	2.104,5	-1,7	0,4	10,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.697,4	3.599,0	2,7	17,5	16,9
Ibex 35 (España)	11.521,1	11.178,3	3,1	12,1	11,4
Nikkei 225 (Japón)	19.207,0	18.797,9	2,2	17,9	29,5
MSCI emergentes	974,6	990,3	-1,6	1,9	-2,0
Nasdaq (EE. UU.)	4.900,9	4.963,5	-1,3	3,5	16,7

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



## COYUNTURA · Perspectivas favorables, pero con riesgos bajas

De la mano de los efectos expansivos del abaratamiento del petróleo y del relajamiento de la política monetaria, la economía mundial está acelerando su ritmo de actividad en el principio de 2015 (estimamos un crecimiento global del 3,4% interanual en 1T, frente al 3,3% de 4T 2014). Con todo, esta recuperación dista de ser uniforme: EE. UU. y China lideran el crecimiento, a pesar de haber perdido ritmo recientemente, mientras que Japón apenas comienza a alejarse de la recesión. En cuanto a otros emergentes de referencia, las dificultades de Brasil toman el relevo a los problemas de Rusia como principal foco de tensión.

### ESTADOS UNIDOS

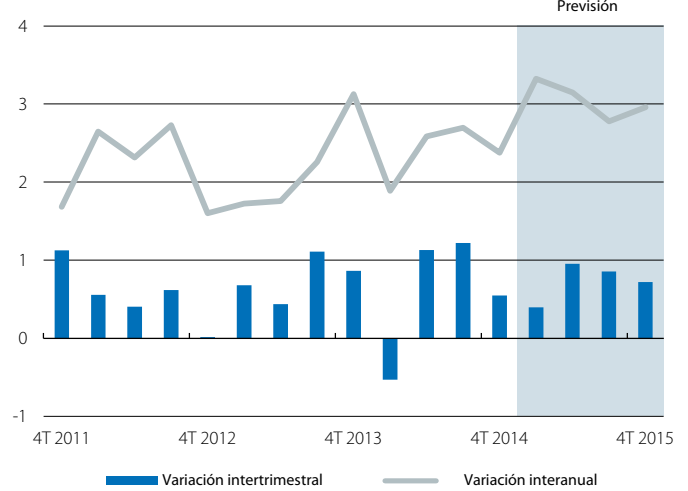
**EE. UU. acaba 2014 y empieza 2015 ligeramente peor de lo esperado.** El dato definitivo del PIB del 4T 2014 muestra un crecimiento del 0,5% intertrimestral, por debajo del 0,7% inicialmente publicado (no obstante, el cómputo anual se mantiene en el 2,4%). Algunos indicadores de actividad también han arrojado registros un tanto decepcionantes en el inicio de 2015, especialmente en el ámbito del gasto de las familias. Este bache coyuntural, en parte vinculado a unas condiciones meteorológicas adversas, y la notable fortaleza del dólar, que lastra al sector exterior estadounidense, justifican que nuestra previsión de crecimiento para 2015 pase del 3,5% al 3,1%.

**A pesar del debilitamiento coyuntural, las tendencias de fondo siguen apuntando a una recuperación más que aceptable,** ya que dicho 3,1% es el mejor crecimiento desde 2005 y se sitúa claramente por encima del crecimiento potencial, que la Reserva Federal (Fed) estima en el 2,3%. Estas buenas perspectivas se basan en la continuidad de una serie de tendencias positivas. A pesar de los vaivenes de los indicadores de consumo de enero y febrero, el gasto de las familias sigue amparado por una evolución favorable del mercado laboral, sobre todo por lo que se refiere a la creación de empleo: en febrero se crearon 295.000 puestos de trabajo, de manera que son ya 12 meses consecutivos de cifras superiores a los 200.000. La tasa de paro se situó en ese mismo mes en el 5,5%, el mínimo desde mayo de 2008. A pesar de esta mejoría laboral, el crecimiento salarial, del 2,0% interanual en febrero, sigue siendo contenido.

**La inversión empresarial, la recuperación inmobiliaria y la política fiscal contribuirán a apoyar el crecimiento en 2015.** La inversión empresarial, que ya repuntó apreciablemente en 2014, seguirá en tasas de avance notables gracias a la confluencia de unas condiciones financieras todavía laxas, a un nivel de beneficios elevados (aunque con perspectivas ciertamente más contenidas que las manejadas meses atrás, por el impacto del dólar fuerte) y a las buenas perspectivas de la demanda. Esta senda esperada de la inversión está siendo refrendada por la evolución de los índices de sentimiento empresarial ISM, que se mantienen, tanto en el ámbito de las manufacturas como en el de los servicios, en niveles que se asocian a la expansión de la

### EE. UU.: PIB

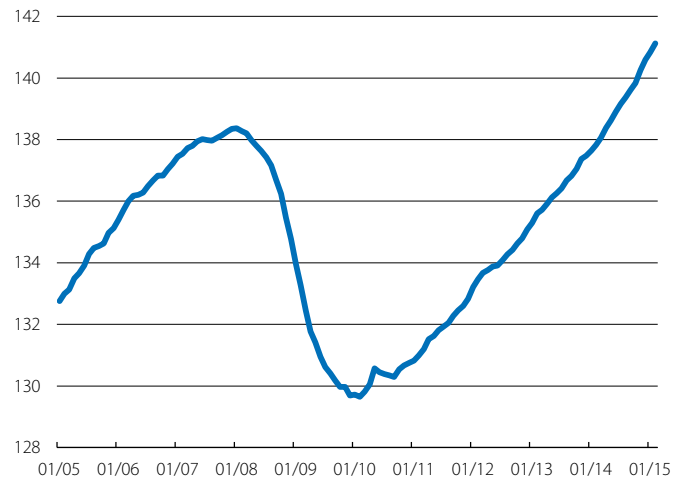
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

### EE. UU.: número de empleados

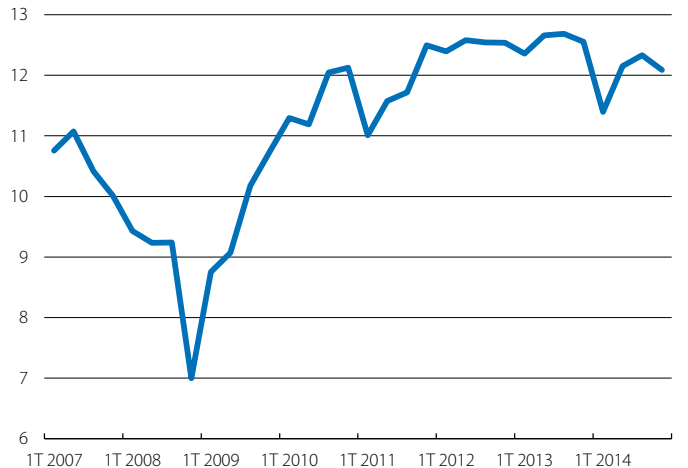
(Millones)



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

### EE.UU.: beneficios empresariales

(% del PIB)



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

actividad. Por su parte, y a pesar de que el mal tiempo ha afectado negativamente a los índices del sector, los datos de fondo de precios y transacciones sugieren que la recuperación inmobiliaria se mantiene. Finalmente, en 2015 la política fiscal será entre neutra y expansiva, a diferencia de en años anteriores.

**La inflación sigue sorprendiendo por su atonía.** Aunque la inflación subió una décima porcentual en febrero, se situó en un moderado 0,0% interanual. Con todo, la inflación subyacente (sin energía ni alimentos) mostró un aumento más dinámico (1,7%). En este contexto de escasos riesgos inflacionistas (recordemos que los salarios se muestran contenidos), seguimos esperando que la Fed aguarde hasta el otoño próximo para comenzar el proceso de incremento del tipo de referencia.

**JAPÓN**

**Japón crece menos de lo anunciado, pero con mejor composición.** El crecimiento del 4T 2014 se revisó a la baja, del 0,6% intertrimestral inicialmente publicado al 0,4%, por lo que el PIB retrocede una décima porcentual en el conjunto del año. Sin embargo, la composición del crecimiento es más favorable, ya que se revisa al alza el consumo privado y gran parte del ajuste bajista se concentra en la acumulación de existencias. Esta buena composición, junto con la plena materialización de los estímulos monetarios y fiscales en marcha, y la evolución favorable que esperamos de los salarios (se ha adoptado un acuerdo para aumentar el salario base en un 2,5% en 2015, factor que dará apoyo a la demanda interna), nos hacen mantener nuestra previsión de que la economía nipona crecerá en 2015 un 0,8%.

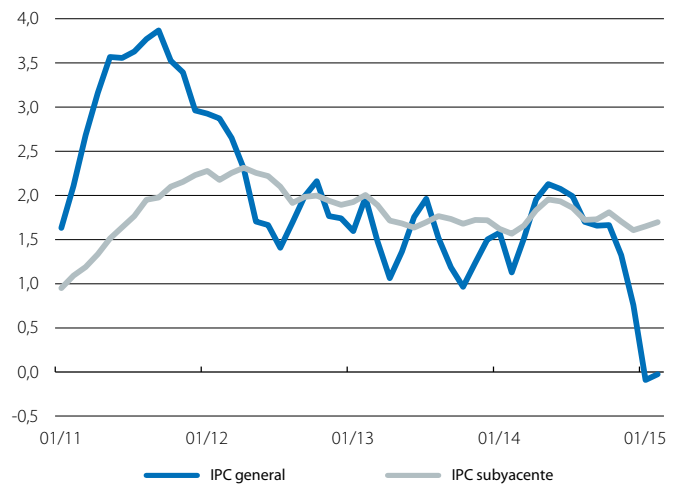
**Luces (el sector exterior) y sombras (la inflación) en el inicio de 2015.** Aunque el déficit comercial aumentó en febrero, este empeoramiento se debió al efecto negativo sobre las exportaciones del Año Nuevo chino. Deducido este impacto, las exportaciones habrían crecido un 6,9% interanual, frente al 2,8% efectivamente registrado. Asimismo, el saldo comercial subyacente (descontando las compras de petróleo) de los últimos 12 meses se situó en el 0,9% del PIB. La baja inflación, por el contrario, queda lejos del objetivo del Banco de Japón (BOJ). Así, en febrero, el IPC sin alimentos y descontando el efecto de la subida del IVA se situó en el 0,0% interanual, una cifra muy distanciada del objetivo del 2% del banco central. Sin deducir el efecto del IVA, el dato resultante es del 2,0%. Similar tendencia muestra el IPC general: 2,2% interanual (0,1% sin IVA).

**EMERGENTES**

**Hard landing en China y emergentes frágiles.** Dos cuestiones esenciales concentran la atención respecto a los emergentes: la posibilidad de un «aterrizaje brusco» en China y la situación de los llamados «emergentes frágiles». Por lo que se refiere a la coyuntura china, los riesgos a la baja han aumentado. El empeoramiento del balance de riesgos ha sido causa, fundamentalmente, de una batería de datos (producción industrial, ventas minoristas y producción eléctrica) que sugieren que la demanda interna puede estar materializando un ajuste de su ritmo de crecimiento. En cuanto al sector exterior, se ha asistido a una mejoría apreciable fruto de la combinación de un tono exportador más vigoroso y de un descenso de las importaciones

**EE. UU.: IPC**

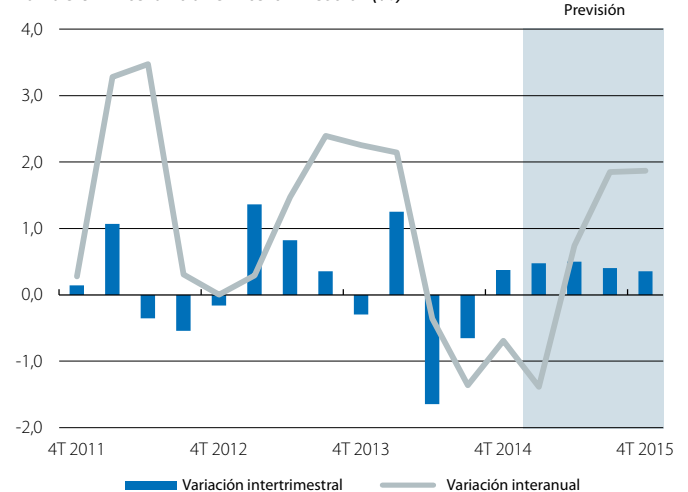
Variación interanual (%)



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

**Japón: PIB**

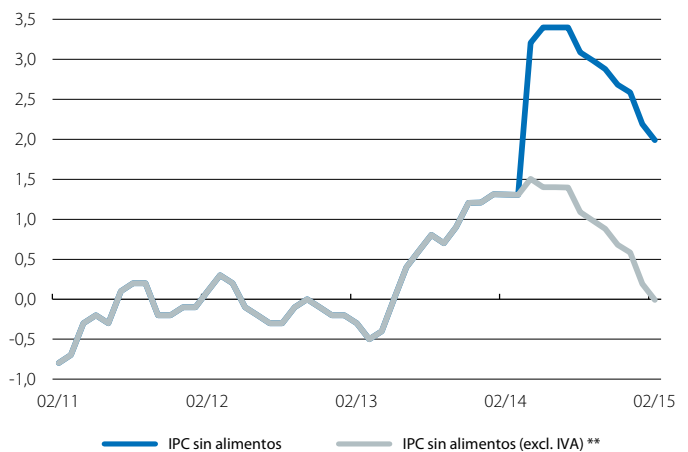
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

**Japón: IPC sin alimentos \***

Variación interanual (%)



Nota: \* IPC sin alimentos frescos (pero con energía). Referencia del BOJ.

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

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

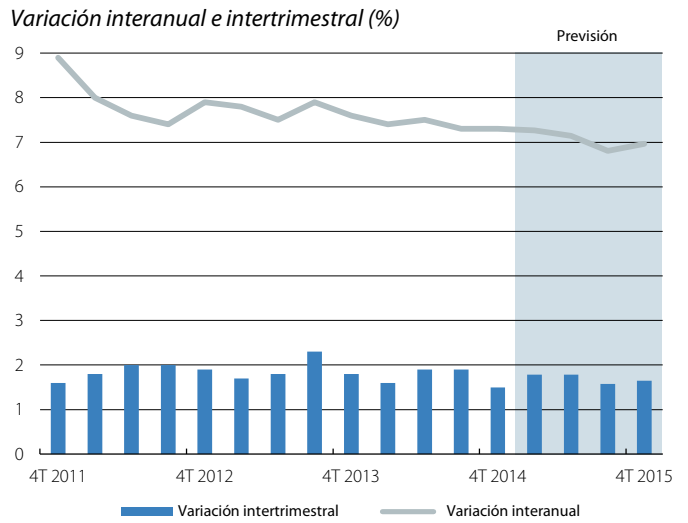


(en parte debido al abaratamiento de la factura de las materias primas). A pesar de la debilidad interna, el margen existente para llevar a cabo políticas económicas acomodaticias sigue siendo considerable. El pasado noviembre el Banco Central de China inició una senda de disminución del tipo de referencia, que ha pasado del 6,00% al 5,35%. Se trata de un movimiento lógico, habida cuenta de que la inflación se mantiene en una zona de tensiones mínimas: incluso tras un repunte mayor de lo esperado en febrero, el IPC crece a un ritmo moderado, un 1,4% interanual. Asimismo, en los últimos meses se han adoptado medidas de impulso de la inversión en infraestructuras y del sector inmobiliario. Todo ello sugiere que la política económica tratará de contribuir a acomodar progresivamente el crecimiento al nuevo objetivo anual que ha establecido la Asamblea Nacional china (7,0%).

**La India aprovecha la oportunidad que le brinda la mejora de sus desequilibrios macroeconómicos.** En 2013 se acuñó la expresión «emergentes frágiles» para identificar a economías emergentes cuyos desequilibrios (fiscal, de inflación y del saldo corriente) implicaban una debilidad cuando se pasase de un entorno internacional de bajos tipos de interés y amplia liquidez a otro monetariamente más restrictivo. Dos años después, cuando el futuro movimiento de la Fed aproxima este escenario paulatinamente más tenso, algunos de estos emergentes frágiles han tendido a mejorar apreciablemente sus vulnerabilidades. Este es el caso de la India, que ha conseguido mejorar simultáneamente en materia de déficit público, saldo corriente e inflación desde 2013 (la evolución de los precios ha facilitado que el banco central haya rebajado 50 p. b. su tipo de referencia en lo que va de año). En cambio otros, como Turquía, y especialmente Brasil, siguen bajo mayor presión financiera: desde el pasado enero sus divisas son dos de las que más se han depreciado respecto al dólar.

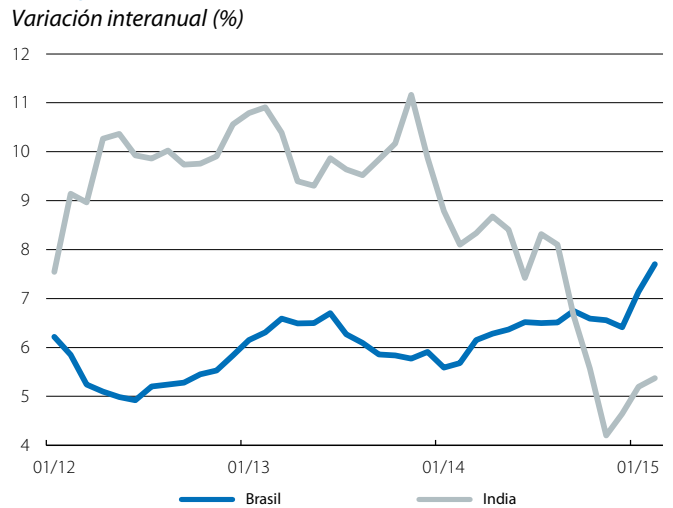
**Brasil como exponente de los nuevos riesgos emergentes.** El caso de Brasil es bastante paradigmático de las dudas que rodean a estos países. La pérdida de valor del real brasileño se ha debido al efecto combinado de tres factores: un menor grado de intervención del banco central en apoyo de la divisa brasileña, el empeoramiento de la actividad (el PIB cayó un 0,2% interanual en el 4T 2014, y se espera que se deteriore adicionalmente en los próximos trimestres) y la incertidumbre reinante sobre la capacidad del nuevo Ejecutivo de poner en marcha políticas fiscales más rigurosas. Pero, más allá de estos factores, lo que posiblemente está penalizando al país es la persistencia de un marco macroeconómico con desequilibrios. Así, se estima que tanto el déficit público como el déficit corriente se habrán situado en la zona del 4% del PIB en 2014, mientras que la inflación, el más preocupante de los desequilibrios, se ha encaramado al 7,7% interanual en febrero. Por su parte, Turquía sigue experimentando dificultades para controlar su inflación, y su déficit corriente es todavía elevado. Y aunque se va a beneficiar de una senda de crecimiento en aceleración en los próximos meses, en buena parte gracias al abaratamiento del crudo, sigue siendo vulnerable a la reacción de los inversores ante la subida de tipos de la Fed y a la conflictividad de la región. En este contexto, la economía turca creció un 2,6% en el 4T 2014, por encima del avance del trimestre anterior (1,9%), pero situando el crecimiento anual de 2014 en el 2,9%, inferior al 4,2% de 2013.

**China: PIB**



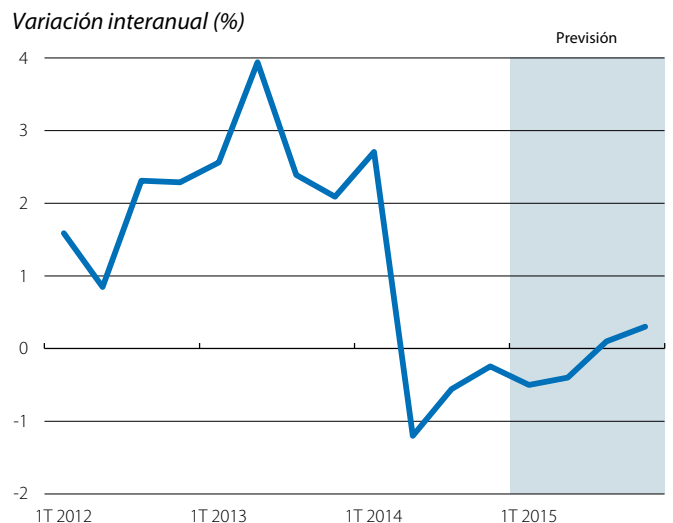
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

**Emergentes: IPC**



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística y del Ministry of Statistics and Programme Implementation (MOSPI).

**Brasil: PIB**



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística.

## FOCUS · El crecimiento en EE. UU. se independiza del dólar

Desde mediados del año pasado, el dólar se ha apreciado en torno a un 10% con respecto a una cesta amplia de divisas (véase el primer gráfico).<sup>1</sup> Buena parte de este fortalecimiento deriva de una política monetaria que es comparativamente más restrictiva en EE. UU. que en otras grandes regiones del mundo, ante unas mejores perspectivas de crecimiento del país norteamericano. Con todo, esta fuerte apreciación del dólar ha suscitado cierta preocupación por sus posibles efectos adversos en el sector exterior estadounidense y, en consecuencia, sobre su crecimiento económico.

A medio plazo, una apreciación del tipo de cambio comporta una disminución de las exportaciones (porque resultan menos atractivas en términos de precio) y un aumento de las importaciones (por el efecto contrario), lo que provoca, a su vez, un menor crecimiento del PIB. Por ejemplo, según el modelo de equilibrio general FRB/US que emplea la Reserva Federal (Fed) en el análisis y la elaboración de sus previsiones macroeconómicas, una apreciación del dólar del 10% se traduce en una reducción del crecimiento de 5 décimas después de cuatro trimestres, y de 7,5 al final del segundo año.

A pesar de la robustez del modelo empleado por la Fed, destaca el hecho de que los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto de la propia institución (FOMC, por sus siglas en inglés) enfatizaran recientemente que esperan que el efecto del tipo de cambio sobre el avance del PIB sea menor que en ocasiones anteriores. Distintos factores podrían incidir en esta menguada influencia del dólar sobre el crecimiento económico. Entre ellos, el cambio del tipo de exportaciones del país, tecnológicamente más avanzadas y, por ello, menos sensibles a los cambios de los precios, por ejemplo; o exportaciones más integradas en las cadenas de valor global y, por tanto, menos afectadas por la apreciación del dólar gracias a las importaciones de *inputs* intermedios más baratos.

Sea cual sea el motivo, un sencillo ejercicio permite constatar que la opinión de los miembros del FOMC es fundamentada, y que, de hecho, el cambio en la sensibilidad de las exportaciones al tipo de cambio parece cuantitativamente muy relevante. Esto se observa en el segundo gráfico, en el que se relaciona la variación de las exportaciones de bienes y servicios con la variación del tipo de cambio en dos periodos distintos: 2011-2014 y 1970-2010. Asimismo, se tienen en cuenta otros factores clave en la evolución de las exportaciones, como la demanda global

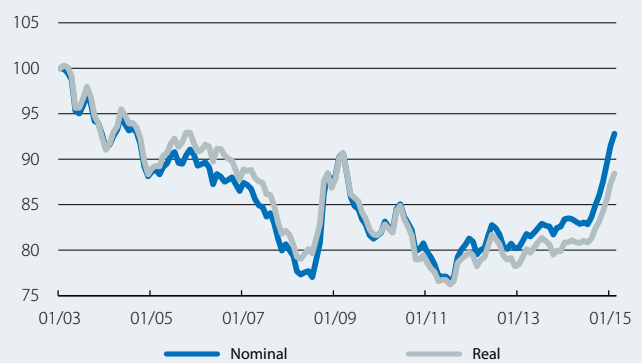
1. Según datos del BIS, en términos nominales efectivos, se ha apreciado entre un 11% y un 14%, según se use una cesta más o menos amplia de divisas, respectivamente. En términos reales efectivos (es decir, controlando el diferencial de inflaciones de los distintos países), se ha apreciado cerca del 10%.

(a través del crecimiento del PIB de los países de la OCDE). Como se puede ver, en la actualidad las exportaciones no solo son menos sensibles al tipo de cambio, sino que su sensibilidad se ha reducido prácticamente a la mitad.<sup>2</sup>

En definitiva, aunque la apreciación del dólar se deba, además de a una política monetaria relativamente más restrictiva, a los mayores avances de la actividad económica y a las mejores perspectivas de EE. UU. respecto a otras regiones, como Japón o la eurozona, la pérdida de competitividad que se deriva de dicha apreciación reduce levemente su crecimiento a medio plazo. Aun así, la reciente disminución de la sensibilidad exportadora del país ante los movimientos cambiarios mitigará su efecto sobre la economía.

### EE. UU.: tipo de cambio \*

Índice (enero 2003 = 100)

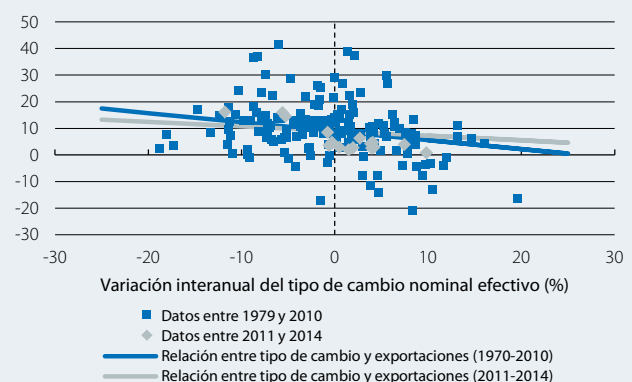


**Nota:** \* El nominal corresponde al tipo de cambio nominal efectivo elaborado a partir de una cesta amplia de divisas ponderada según los flujos comerciales de EE. UU. El real corresponde al tipo de cambio real efectivo, utilizando el IPC como deflactor.

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

### EE. UU.: exportaciones y tipo de cambio

Variación interanual de las exportaciones nominales (%)



**Nota:** Exportaciones nominales de bienes y servicios. La pendiente de las líneas indica la relación entre la variación del tipo de cambio nominal efectivo y las exportaciones, teniendo en cuenta la demanda global y variaciones pasadas en las exportaciones. La relación entre ambas variables en términos reales es similar.

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

2. El cambio en la sensibilidad de las exportaciones al tipo de cambio es estadísticamente significativo.

## FOCUS · Los inventarios del petróleo y sus efectos en el precio

El precio del petróleo cerró febrero con la primera subida mensual desde el inicio de su desplome en junio de 2014. Aunque el repunte fue destacable, no tardó en verse interrumpido por una nueva bajada, prueba de que el mercado del petróleo sigue inmerso en una etapa de elevada volatilidad. En este sentido, la evolución de los inventarios de crudo en EE. UU., que se sitúan en máximos de los últimos 80 años, advierte de la excepcionalidad de la situación actual.

En un entorno de precios bajos (en gran medida, por la sobreoferta existente) y con unas expectativas alcistas a medio plazo, algunos productores prefieren almacenar parte del crudo y esperar a que los precios suban para trasladar los inventarios al mercado. Así, la abundante oferta actual se ha traducido en una acumulación significativa de existencias en la mayoría de países de la OCDE. En particular, la Agencia Internacional de la Energía estima que, a mediados de 2015, los inventarios de los países de la OCDE se situarán en máximos históricos. Sin embargo, a medida que dichos inventarios aumentan también lo hacen los costes de almacenamiento, al llenarse los almacenes de más bajo coste, lo cual reduce los incentivos económicos a mantener la acumulación de reservas. Esta pérdida de rentabilidad esperada puede comportar que salga al mercado parte de la oferta que antes se destinaba a los almacenes a la espera de que subieran los precios, lo que presionaría los precios a la baja.

Un hecho reseñable en el contexto actual de acumulación de inventarios ha sido el mayor ímpetu del acopio estadounidense frente al resto de las regiones de la OCDE. La reacción del mercado ante este incremento más pronunciado de los inventarios estadounidenses no se ha hecho esperar. La brecha entre el Brent y su homólogo norteamericano, el West Texas Intermediate (WTI), se ha ampliado de nuevo (véase el segundo gráfico). Mientras que en 2014 el Brent se situó 6,5 dólares en promedio por encima de la cotización del WTI, desde mediados de febrero la diferencia roza los 10 dólares.

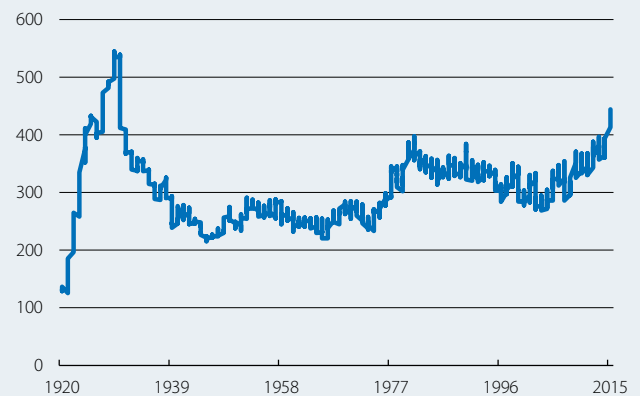
La conjunción de distintos factores explica esta mayor acumulación de existencias en EE. UU. Uno de los principales es el lento ajuste de la producción de crudo estadounidense. A pesar de que la inversión en el sector ha disminuido de forma brusca recientemente, la producción, que muestra más inercia de lo previsto, ha seguido aumentando y se encuentra en máximos desde los años setenta. Otro factor que también está presionando al alza los inventarios de crudo es que la capacidad de refino del país se ha visto interrumpida temporalmente. Cabe recordar que las petroleras de EE. UU. tienen prohibida la exportación de crudo (no así de los productos refinados), una restricción que se remonta a 1973, cuando el país se vio afectado por el embargo que numerosos países exportadores

de petróleo le impusieron como represalia por su apoyo a Israel en la guerra del Yom Kipur. Dos circunstancias explican la interrupción de la actividad de refino. En primer lugar, el proceso de mantenimiento que la mayoría de refinerías norteamericanas lleva a cabo a principios de año (en el resto de las regiones de la OCDE tiene lugar en el segundo trimestre del año). A ello se le debe sumar la mayor huelga de refinerías estadounidenses en 35 años, una huelga que ha afectado a 12 refinerías, responsables del 15% de la capacidad de refino del país.

En definitiva, el fuerte aumento de los inventarios genera dudas sobre la evolución del precio del petróleo a corto plazo. Es por ello que debemos ser cautelosos a la hora de asegurar que el mercado ha tocado fondo y no descartar la posibilidad de nuevas recaídas. Con todo, es cierto que, a medio plazo, el reajuste de la oferta ante una menor inversión en el sector petrolero debería apoyar la recuperación de los precios.

### EE. UU. : inventarios de crudo \*

(Millones de barriles)

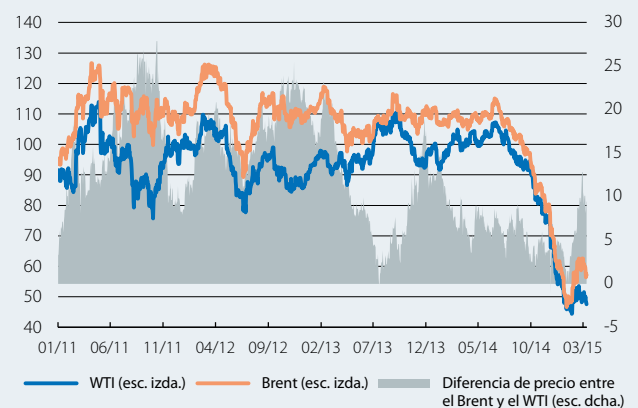


Nota: \* Excluye reservas estratégicas de petróleo.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EIA.

### Precio del petróleo \*

(\$/barril)

(\$/barril)



Nota: \* Precio del petróleo de referencia en el mercado europeo (Brent) y en EE. UU. (WTI).  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

## 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	03/15
<b>Actividad</b>									
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	4,5	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	80,5	83,4	90,9	92,7	103,8	98,8	101,3
Producción industrial	2,9	4,2	3,3	4,2	4,6	4,5	4,4	3,5	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	53,5	55,5	56,9	56,9	53,5	52,9	...
Viviendas iniciadas (miles)	930	1.001	925	985	1.030	1.063	1.081	897	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	169	171	170	173	176	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,6	6,2	6,1	5,7	5,7	5,5	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	58,9	58,9	59,0	59,2	59,3	59,3	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	–3,9	...	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	1,5	1,6	1,4	2,1	1,8	1,2	–0,1	0,0	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,6	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	...

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

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

### JAPÓN

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
<b>Actividad</b>								
PIB real	1,6	–0,1	2,1	–0,4	–1,4	–0,7	–	...
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	38,8	39,1	40,9	38,5	39,1	40,7
Producción industrial	–0,6	2,1	8,3	2,6	–1,1	–1,2	–1,4	–2,6
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	3,5
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,4	–2,6	–2,8	–2,9	–2,9	–2,6	–2,3	–2,2
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	0,4	2,7	1,5	3,6	3,3	2,5	2,4	2,2
Precios de consumo subyacente	–0,2	1,8	0,6	2,3	2,3	2,1	2,0	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	02/15
<b>Actividad</b>								
PIB real	7,7	7,4	7,4	7,5	7,3	7,3	–	...
Ventas al por menor	13,1	10,3	13,8	12,3	11,9	11,7	10,7	10,7
Producción industrial	9,7	8,3	8,7	8,9	8,0	7,6	6,8	6,8
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,3	50,7	51,3	50,4	49,8	49,9
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	258	381	233	253	321	381	409	492
Exportaciones	7,8	6,1	–3,4	5,0	13,0	8,6	–3,3	48,3
Importaciones	7,3	0,5	1,5	1,4	1,1	–1,7	–19,9	–20,5
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,6	2,0	2,3	2,2	2,0	1,5	0,8	1,4
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (valor)	6,00	5,60	6,00	6,00	6,00	5,60	5,60	5,60
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,1	6,2	6,2	6,1	6,2	6,3

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 · Mejores perspectivas a corto plazo, retos a largo plazo

La composición del PIB del 4T muestra la mejora en el avance del crecimiento de la eurozona. El PIB creció un 0,3% intertrimestral, con una contribución positiva del consumo de los hogares (0,1 p. p.), de la inversión (0,2 p. p.) y del sector exterior (0,2 p. p.). El gasto público tuvo una contribución nula y la variación de existencias restó 0,2 p. p. a la demanda interna. Destacan el buen tono de la inversión, que creció un 0,4% intertrimestral después de permanecer en terreno negativo durante los dos últimos trimestres, y la evolución positiva de la demanda externa, impulsada por la depreciación del euro. Por países, la disparidad entre las tasas de crecimiento se refleja en el desglose del PIB de las dos mayores economías de la eurozona: por un lado, Alemania creció un 0,7% intertrimestral, con muy buenos registros de la inversión y del consumo privado; por otro lado, Francia creció solo un 0,1% con el único apoyo del gasto público y con la inversión en terreno negativo.

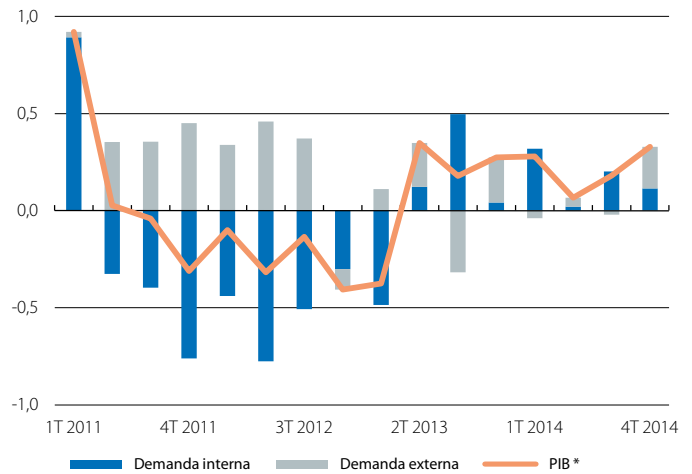
La OCDE mejora las perspectivas de crecimiento del PIB de la eurozona hasta el 1,4% en 2015 y el 2,0% en 2016, tres décimas por encima de sus previsiones de noviembre. La organización internacional revisó al alza el crecimiento de los principales países, gracias, sobre todo, a los efectos positivos que tendrán la caída del precio del petróleo y la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). Apunta, sin embargo, que ambos factores son temporales. La OCDE advierte de que, para hacer sostenido este crecimiento a largo plazo, es necesario acompañar los apoyos temporales de reformas estructurales. Por países, destaca la revisión de Alemania (+0,6 p. p.) hasta el 1,7% en 2015, debido a la solidez de su crecimiento durante el último trimestre y a la ayuda de los factores temporales mencionados.

Los indicadores de actividad muestran una aceleración de la recuperación en el 1T 2015. El índice PMI compuesto de la eurozona marcó máximos de cuatro años situándose en los 54,1 puntos en marzo, gracias, especialmente, a los buenos datos del sector servicios. Asimismo, el índice de sentimiento económico mantuvo una tendencia claramente alcista. El máximo exponente de esta tónica positiva es Alemania, donde tanto el índice PMI compuesto como los índices IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas) mejoraron en marzo, lo que reafirma al país germano como locomotora del crecimiento europeo. En Francia, por su parte, el índice PMI compuesto se mantuvo en zona expansiva aunque el dato de marzo rompiera la tendencia alcista de los dos últimos meses. A pesar del ligero deterioro en algunos indicadores, los datos del primer trimestre de la economía gala son acordes con un moderado crecimiento del PIB.

La demanda interna acompañará la mejora de la actividad. Los indicadores de demanda se dispararon durante el 1T 2015 y

### Eurozona: PIB

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



Nota: \* Variación intertrimestral del PIB (%).  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

### Previsiones del crecimiento del PIB de la OCDE

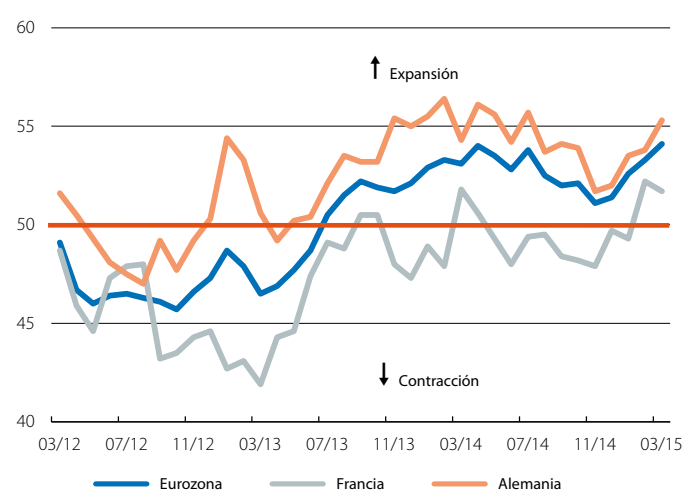
Variación interanual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de noviembre de 2014	
	2015	2016	2015	2016
Eurozona	1,4	2,0	▲ 0,3	▲ 0,3
Alemania	1,7	2,2	▲ 0,6	▲ 0,4
Francia	1,1	1,7	▲ 0,3	▲ 0,2
Italia	0,6	1,3	▲ 0,4	▲ 0,3
Reino Unido	2,6	2,5	▼ 0,1	=

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

### Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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



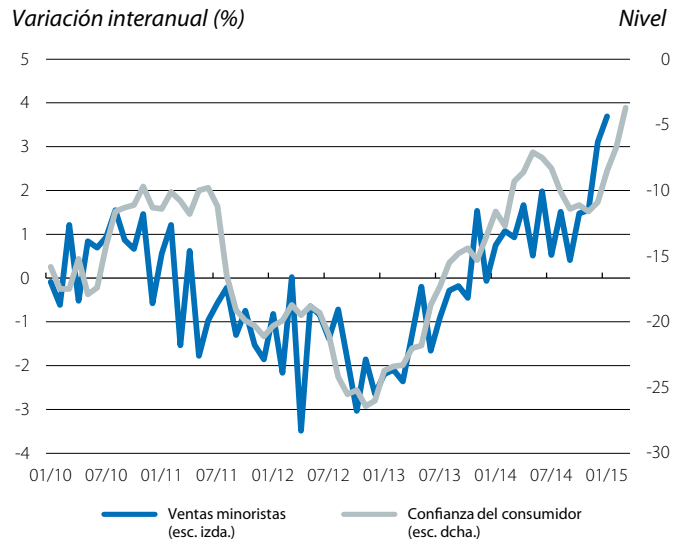
mostraron la fortaleza del consumo privado. El descenso del precio del petróleo está permitiendo un ahorro nada despreciable para los hogares, facilitando que aumenten el consumo en otros bienes. Así lo reflejan las ventas minoristas de la eurozona, que crecieron un 3,7% interanual en enero, el mayor registro desde 2005. Las dos mayores economías de la eurozona protagonizan esta tendencia: Alemania y Francia registraron un aumento del 5,4% y del 4,1%, respectivamente. El buen tono también se refleja en la confianza del consumidor, que ya se sitúa en niveles previos a la crisis.

**El empleo mejora en el 4T 2014 impulsado por los buenos datos de actividad.** El empleo aumentó en la eurozona un 0,1% intertrimestral en el último trimestre de 2014. Las diferencias por países son considerables, dadas las dispares situaciones de los mercados de trabajo y los patrones de crecimiento respectivos. Así, en países como España, donde se destruyeron numerosos puestos de trabajo durante la crisis, pero donde la recuperación ya ha tomado velocidad, el crecimiento del empleo es elevado: creció un 0,7% intertrimestral en el 4T 2014. Por otro lado, Alemania, cerca ya del pleno empleo, experimentó un incremento del 0,2%. En Francia, la atonía en el crecimiento se refleja también en la ocupación, que se mantuvo sin cambios. Las expectativas para el conjunto de la eurozona, después de un dubitativo 2014, mejoraron durante el 1T 2015, en particular en el sector manufacturero. Por su parte, la tasa de paro presenta una evolución similar, y descendió hasta el 11,3% en febrero. Por países, destaca la baja tasa de paro de Alemania, que se sitúa en el 4,8%. Las expectativas de desempleo señalan que la mejora continuará en los próximos meses.

**La situación del mercado laboral, desigual entre países, se ve reflejada en los costes laborales.** En países con una tasa de desempleo elevada no se observa presión al alza en los costes laborales. Por ejemplo, descendieron un -0,3% interanual en Italia y solo crecieron un 0,1% en España. Por otro lado, en Alemania, donde la economía está cerca del pleno empleo, existe más presión al alza sobre los salarios, y así lo reflejan los costes laborales, que aumentaron un 2,0% interanual en el 4T. Sin embargo, en el conjunto de la eurozona, continuó la moderación salarial y los costes laborales crecieron un 1,1% respecto al mismo trimestre del año anterior. La contención salarial, junto con la evolución del tipo de cambio euro-dólar, que cerró el mes de marzo en 1,07 dólares por euro después de casi rozar la paridad, dan impulso a la demanda externa. En enero, el saldo por cuenta corriente acumulado de 12 meses se situó en 247.000 millones de euros (2,4% del PIB), siendo un 23% superior que el dato de enero de 2014, sobre todo por la mejora en el saldo comercial de bienes y en el saldo de rentas. De cara a 2015 y 2016, la mejora debería continuar a medida que los efectos de la depreciación del euro tengan su máximo efecto.

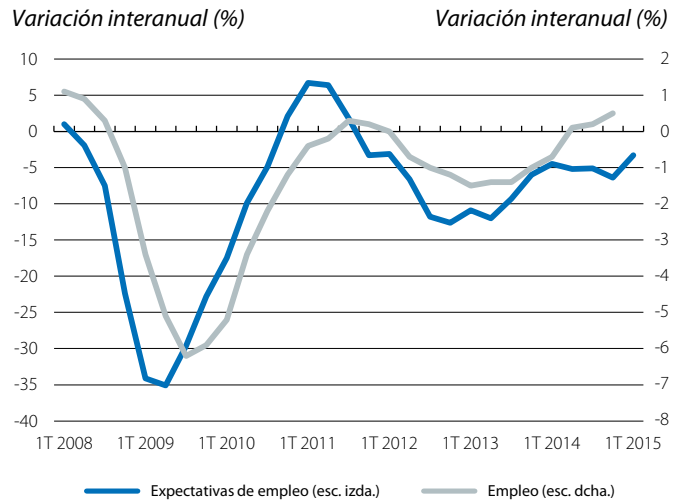
**La inflación repunta en marzo a pesar de mantenerse en terreno negativo.** La inflación general de la eurozona subió dos décimas en marzo, hasta el -0,1%, apoyada por la menor caída del precio de los componentes energéticos (sobre todo los carburantes). La inflación subyacente, después de aumentar una

**Eurozona: indicadores de demanda**



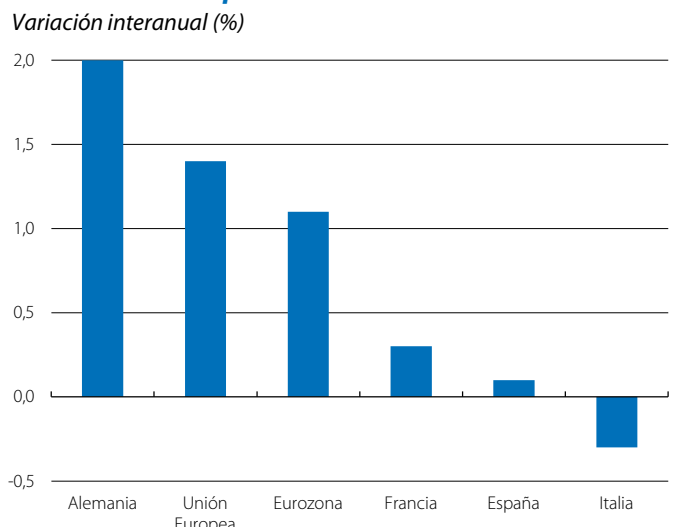
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: empleo y expectativas de empleo en el sector manufacturero**



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

**Costes laborales por hora en el 4T 2014**



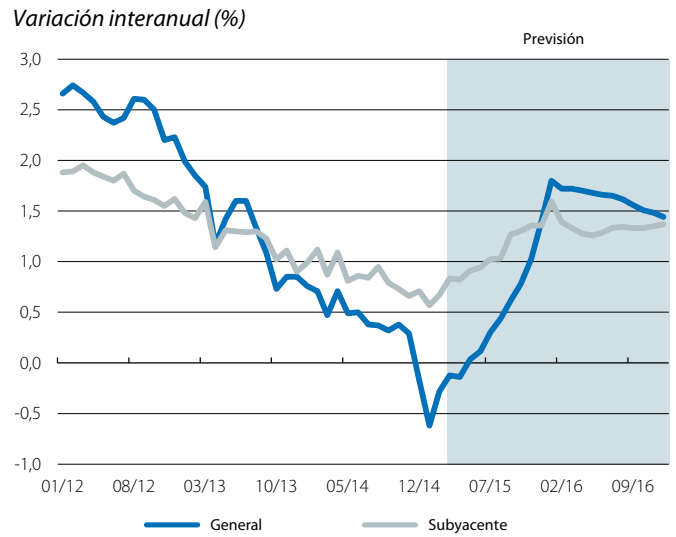
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

décima en febrero, volvió a descender hasta el 0,6% en marzo. Esta evolución se explica por el comportamiento de la inflación subyacente de Italia, que se redujo cuatro décimas en marzo por la caída de los precios de los servicios y los bienes industriales.

**La tormenta griega no amaina y las perspectivas de crecimiento empeoran.** El aumento de las dificultades de la economía helena se ha visto reflejado en los cambios de las previsiones de crecimiento del consenso de analistas. Desde el anuncio de las elecciones, en diciembre de 2014, hasta marzo, el crecimiento del PIB previsto para 2015 se ha revisado siete décimas a la baja. Las negociaciones entre las instituciones europeas y el Gobierno griego prosiguen un tortuoso camino. Si bien se alcanzó una prórroga del programa de rescate en febrero, hasta que no se llegue a un acuerdo satisfactorio sobre las reformas estructurales que se deben llevar a cabo y hasta que el Gobierno griego las empiece a implementar, no se desembolsarán los 7.200 millones de euros pendientes del rescate. Sin este desembolso, el Ejecutivo heleno se verá en serios problemas para hacer frente a los pagos del mes de abril. El tiempo apremia y es importante que ambas partes continúen las negociaciones para llevarlas a buen puerto.

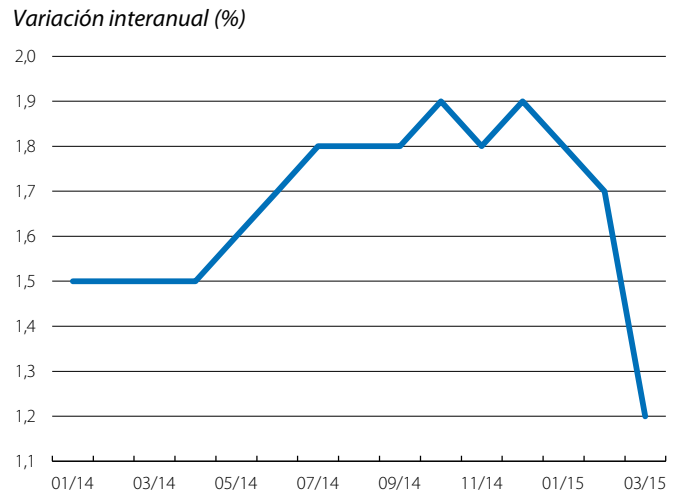
**A pesar de los buenos datos observados durante el 1T 2015, los desequilibrios macroeconómicos en la eurozona aumentan,** según la Comisión Europea. Así, a los riesgos a corto plazo provocados por la crisis griega se suman los retos a largo plazo. La Comisión, a pesar del mejor tono de la economía europea, avisa de que no hay que descuidar las reformas estructurales si se quiere garantizar el crecimiento a largo plazo. En su reciente informe sobre desequilibrios macroeconómicos, la Comisión ha aumentado de tres a cinco el número de países con desequilibrios excesivos que requieren intervención decisiva en el último año, mientras que el número de países con desequilibrios leves se ha reducido de siete a seis. Por países, Alemania presenta un leve desequilibrio a causa de un superávit por cuenta corriente demasiado elevado. Francia e Italia, ambas con desequilibrios excesivos, tienen una deuda y un déficit público elevados, y sufren una grave pérdida de competitividad exterior. Es destacable que, ni en el informe actual ni en el publicado hace un año, no se identifica ni un solo país sin desequilibrios. La Comisión también hace una evaluación del seguimiento de sus recomendaciones y de las medidas tomadas hasta el momento para corregir los desequilibrios existentes. Alrededor del 47% de las recomendaciones se han implementado poco o nada y solo un 3% se ha aplicado íntegramente. La conclusión es clara: debe agilizarse la agenda reformadora para que el crecimiento de la eurozona se consolide de manera duradera, puesto que los apoyos temporales de los que disfruta ahora no permanecerán siempre.

**Eurozona: índice de precios al consumo armonizado**



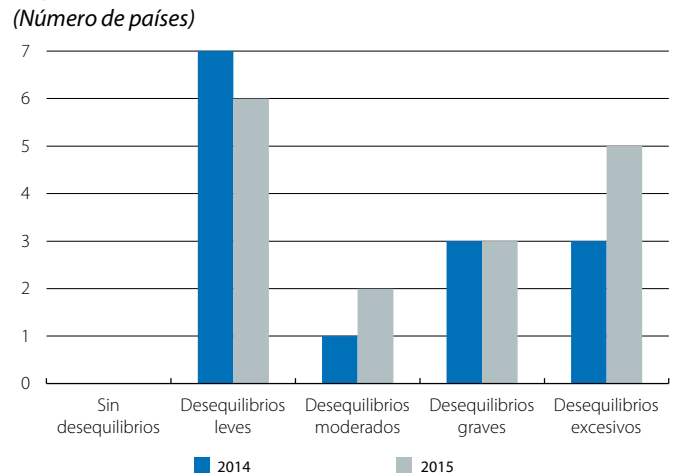
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Grecia: evolución de la previsión de crecimiento del PIB de 2015 del consenso de analistas**



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

**Países con desequilibrios macroeconómicos según la Comisión Europea**



Nota: 14 países analizados en 2014, 16 en 2015.

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



## FOCUS · La unión del mercado de capitales: un primer paso

Tras los importantes avances en la creación de una unión bancaria a nivel europeo, la Comisión Europea (CE) ha puesto el foco en el mercado de capitales. La libre circulación de capitales entre los Estados miembros de la Unión Europea (UE), cuyo origen se remonta al Tratado de Roma de 1957, es un principio fundamental para el correcto funcionamiento del mercado único. Sin embargo, los mercados financieros de las economías de la UE distan de estar integrados. Además, en relación con otras economías avanzadas, los mercados de capitales europeos están menos desarrollados y las fuentes de financiación, poco diversificadas (véase el gráfico).

En este contexto, la CE ha abierto una consulta pública sobre el informe para la creación de la unión del mercado de capitales (UMC). Se trata de establecer un mercado de capitales verdaderamente integrado, con el fin de aumentar la diversificación de las fuentes de financiación empresarial, lo que impulsará la creación de empleo y el crecimiento, al mismo tiempo que se ofrecen oportunidades de inversión adicionales a los ahorradores para que obtengan una mayor rentabilidad de sus inversiones.

Aunque la consecución de la UMC se vislumbra en el horizonte de 2019, la CE ha seleccionado cinco actuaciones prioritarias para impulsar la recuperación económica a corto plazo. Para dos de estas medidas, ha lanzado una consulta pública específica en paralelo a la consulta sobre la UMC. La primera pretende que los folletos informativos que el emisor debe publicar antes de empezar a vender los valores al público no sean una barrera de entrada, y la segunda busca definir un marco regulatorio simple, transparente y estandarizado para el mercado de titulaciones de créditos bancarios de alta calidad. Las otras tres medidas prioritarias son mejorar la información sobre la calidad crediticia de las pymes (por ejemplo, apoyando la creación de sistemas de calificación estandarizados para este tipo de empresas), incentivar la inversión a largo plazo, especialmente en proyectos de infraestructuras, y desarrollar un mercado europeo de colocaciones privadas mediante las cuales una empresa ofrece títulos a un individuo o un pequeño grupo de inversores en lugar de hacer una oferta pública.

A largo plazo, la CE ha identificado tres grandes áreas para desarrollar e integrar los mercados de capitales europeos. Para cada una de ellas, se definen medidas que abarcan varios segmentos, así como actuaciones transversales. En primer lugar, se persigue mejorar el acceso a la financiación, con especial énfasis en las pymes y en los proyectos de infraestructuras. Por ejemplo, se propone el desarrollo de un modelo contable común, simplificado y adaptado a las necesidades de las pymes. Otras medidas propuestas para mejorar el acceso a la financiación conciernen la es-

tandarización de algunos mercados, como el de cédulas hipotecarias o bonos corporativos, mediante un marco normativo común a nivel de la UE.

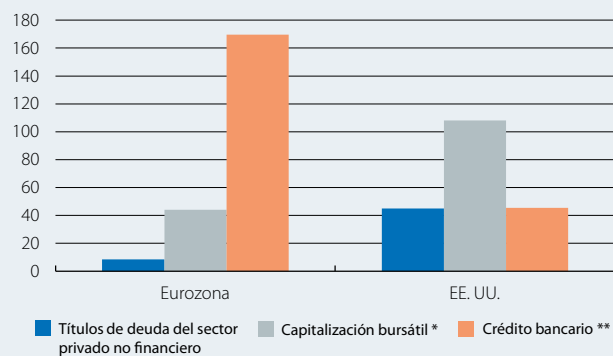
Una segunda área de actuación persigue la diversificación de las fuentes de financiación. En este ámbito, ya hay muchas iniciativas en marcha en el marco de los fondos de inversión, seguros, pensiones personales, *private equity* y capital riesgo, entre otros, pero se pretende darles un nuevo impulso eliminando los obstáculos que todavía dificultan un mayor flujo de capitales entre los Estados miembros. Ello contribuiría a que el mercado europeo fuera más atractivo para los inversores internacionales.

Finalmente, el tercer gran bloque de medidas trata de mejorar la eficiencia de los mercados, con especial foco en los intermediarios, las infraestructuras de mercado y el marco legal referente al gobierno corporativo, las leyes de insolvencia y la política impositiva. Probablemente, la implementación de este tercer pilar sea la que comporte mayores dificultades debido a las importantes divergencias legislativas a nivel nacional. Con todo, es destacable que la UMC, a diferencia de la unión bancaria, no implique una centralización del poder de decisión a nivel de la UE. De hecho, un aspecto relevante de la presente propuesta es que se prefieren las soluciones de mercado en lugar de la emisión de nueva regulación, siempre que sea posible.

En definitiva, el proyecto de creación de la UMC pretende realzar el papel de los mercados de capitales en la financiación de la inversión en la UE. La propuesta también subraya el papel decisivo de los bancos en los mercados de capitales y su complementariedad como fuente de financiación. En cualquier caso, sigue y seguirá siendo primordial gozar de un sistema bancario eficiente y sólido que apoye la recuperación económica.

### Fuentes de financiación en diciembre de 2014

(% del PIB)



Notas: \* Capitalización bursátil de S&P 500 para EE. UU. y de Eurostoxx 600 para la eurozona. \*\* Incluye crédito bancario al sector público y privado.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg, Sifma, el BCE y la Reserva Federal.

## FOCUS · El Banco de Inglaterra, en la encrucijada

En los últimos meses, el fuerte crecimiento de la economía y del empleo en el Reino Unido ha intensificado el debate sobre cuándo debe llevar a cabo el Bank of England (BoE) la primera subida de tipos de interés. De momento, Mark Carney, el gobernador del BoE, sigue enfatizando que mantendrá una política monetaria expansiva hasta que el exceso de capacidad productiva de la economía se haya reducido sustancialmente. De todas formas, el discurso debería ir cambiando en los próximos meses. Analicemos por qué.

El PIB ya lleva más de un año creciendo por encima del 2%, y todo apunta a que se mantendrá en cotas similares en 2015 y 2016. Así, el *output gap* (o la diferencia entre la producción observada y la potencial, que alcanzó cotas del -3% en 2012, según el FMI) prácticamente se cerrará este año. Históricamente, cuando esto ha sucedido, la presión sobre los precios ha aumentado y, por tanto, la política monetaria ha tenido que reaccionar endureciendo las condiciones financieras (o disminuyendo su laxitud). Otra muestra de que el exceso de capacidad productiva es ya muy reducido la otorga la buena marcha del mercado laboral. La tasa de desempleo disminuyó hasta el 5,9% en el 4T 2014, claramente por debajo del promedio histórico, del 6,8%. Además, una parte importante del incremento del empleo correspondió a contratos a tiempo completo, un dato indicativo de la creciente confianza en que el ciclo expansivo sea sostenido. Estos cambios en el mercado laboral deberían traducirse en mejoras salariales. En este sentido, es significativo que la tasa de crecimiento de los salarios fuera del 1,7% interanual en el 4T 2014 (1,2% en el 3T), rompiendo la senda decreciente iniciada en 2008.

Sin embargo, a pesar de que los datos de actividad económica hayan sorprendido al alza en general, la inflación ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres. El fuerte descenso de la tasa de inflación, que se situaba en el 0,0% en febrero, no ha sido consecuencia solo de la caída del precio del petróleo, puesto que la inflación subyacente también presentó una marcada tendencia decreciente durante los últimos meses. La apreciación de la libra está teniendo un papel importante en este sentido. Aunque es de esperar que la inflación se vaya recuperando en los próximos meses, la ausencia de presiones inflacionistas introduce un alto grado de incertidumbre sobre el momento en el que la política monetaria debería empezar a cambiar de tono.

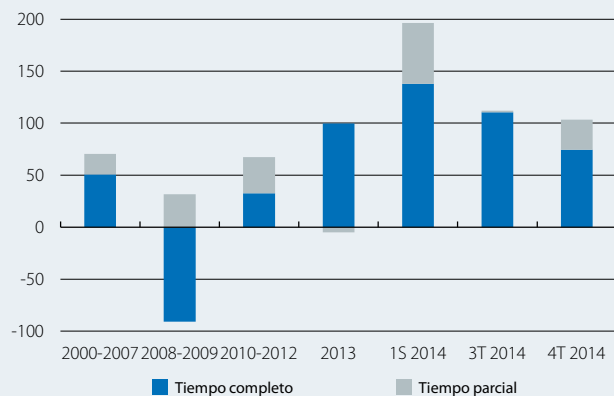
Por si el escenario no fuera suficientemente complejo, el BoE también debe tener en cuenta el efecto de la política monetaria sobre la estabilidad financiera. En este flanco, preocupa especialmente la evolución del precio de la vivienda, que creció un 10% el pasado año. El BoE está in-

tentando contener la posible formación de una nueva burbuja inmobiliaria limitando el riesgo de crédito hipotecario que las entidades pueden asumir.<sup>1</sup> De todas formas, como Mark Carney ha reiterado en numerosas ocasiones, la gestación de una nueva burbuja inmobiliaria sigue siendo una de las principales amenazas para la estabilidad financiera del Reino Unido a medio plazo.

En definitiva, en los próximos meses, el debate de política monetaria en el Reino Unido cobrará protagonismo. Si la inflación empieza a repuntar, según lo previsto, se animará la discusión sobre cuál debe ser el ritmo de subidas del tipo de interés. Y si no repunta, y por tanto el BoE se ve forzado a mantener el tono acomodaticio actual, el debate se centrará en si es posible frenar las presiones sobre los precios inmobiliarios en este entorno.

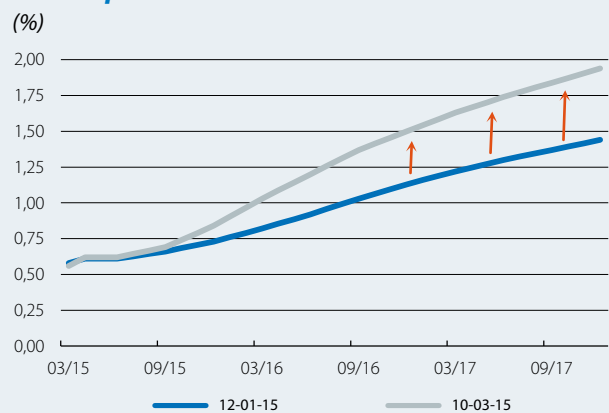
### Reino Unido: empleo

Variación intertrimestral (miles)



**Nota:** Datos desestacionalizados. Datos en promedio excepto para el 3T 2014 y el 4T 2014.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la ONS.

### Reino Unido: expectativas del tipo de interés a corto plazo \*



**Nota:** \* Curva de futuros sobre el libor de 3 meses (en libras).  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Por ejemplo, el BoE no permite que más del 15% del total de los nuevos préstamos hipotecarios superen en 4,5 veces los ingresos anuales de los clientes.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-0,8	1,3	0,9	1,4	0,8	2,0	3,7	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-0,7	0,7	1,3	0,9	0,4	0,2	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-18,6	-10,0	-11,2	-7,7	-9,9	-11,2	-8,5	-6,7	-3,7
Sentimiento económico	93,6	101,6	101,9	102,6	101,2	100,9	101,5	102,3	103,9
PMI manufacturas	49,6	51,8	53,4	52,5	50,9	50,5	51,0	51,0	51,9
PMI servicios	49,3	52,5	52,1	53,0	53,2	51,7	52,7	53,7	54,3
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	-0,7	0,6	0,2	0,6	0,7	0,9	-	...	-
<b>Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)</b>	12,0	11,6	11,8	11,6	11,5	11,5	11,4	11,3	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	5,1	5,0	5,0	4,9	4,8	4,8	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,1	10,1	10,4	10,5	10,6	10,6	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,5	12,4	12,8	13,0	12,6	12,7	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	25,3	24,7	24,2	23,7	23,4	23,2	...

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
<b>Saldo corriente: eurozona<sup>1</sup></b>	2,0	2,4	2,1	2,1	2,3	2,4	2,5	...
Alemania	6,5	7,6	6,7	6,8	7,4	7,6	7,6	...
Francia	-1,4	-1,0	-1,5	-1,6	-1,2	-1,0	-0,7	...
Italia	1,0	1,8	1,2	1,3	1,5	1,8	1,9	...
España	1,4	0,8	1,4	0,8	0,7	0,8	0,9	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>2</sup> (valor)</b>	101,7	102,3	103,9	103,9	101,7	99,6	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	01/15	02/15
<b>Financiación del sector privado</b>								
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-2,3	-2,2	-3,0	-2,5	-2,0	-1,3	-0,9	-0,4
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	0,3	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	2,2	2,0	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	2,8	2,6	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,9	5,2	5,9	7,2	9,1	9,3
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,5	-2,0	-1,7	-2,1	-3,1	-3,3
Instrumentos negociables	-14,8	-7,4	-12,7	-11,7	-6,1	1,0	0,6	4,0
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 titulaciones. 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.

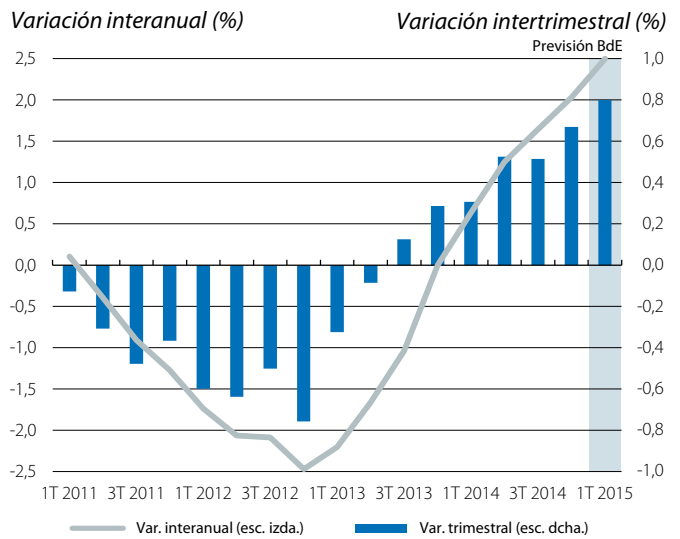
## COYUNTURA · La recuperación se consolida en España

**El ritmo de crecimiento se aceleró ligeramente en el 1T.** Según el Banco de España (BdE), el PIB avanzó un 0,8% intertrimestral en el 1T 2015 (0,7% en el 4T 2014). Siguiendo el patrón de trimestres precedentes, la demanda interna se habría mantenido como la gran impulsora de este ritmo de avance, contribuyendo con 0,9 p. p. al crecimiento, mientras que la demanda externa habría tenido una contribución ligeramente negativa (-0,1 p. p.). Para el conjunto del año, el BdE ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB hasta el 2,8%, ocho décimas más que la previsión de diciembre, y sitúa el crecimiento previsto para 2016 en el 2,7%. Esta notable revisión de las perspectivas de crecimiento se debe a la mejora esperada en el sector exterior, gracias al efecto positivo del QE sobre las perspectivas de crecimiento de la eurozona. También ayudará el fortalecimiento de los factores de apoyo que han entrado en escena más recientemente, como la mejora en las condiciones de financiación, la disminución del precio del petróleo y la depreciación del euro. No obstante, tal y como recordó nuevamente la Comisión Europea en el informe en profundidad sobre los desequilibrios macroeconómicos de la economía española, para que este buen ritmo de crecimiento se apuntale a largo plazo es necesario persistir en el ajuste externo, los esfuerzos de consolidación fiscal y las reformas estructurales.

**Las buenas perspectivas de crecimiento impulsan la inversión empresarial.** Los indicadores de oferta disponibles desde el inicio de año apuntan a que la inversión en equipo creció a buen ritmo en el 1T, alentada por un clima de optimismo y confianza sobre la evolución futura de la actividad. En concreto, el índice PMI compuesto de enero y febrero se situó, en promedio, en los 57,8 puntos (54,5 puntos en el 4T 2014), lo que representa una cómoda zona expansiva. La misma lectura de recuperación sostenida de la inversión ofrecen las cifras de pedidos industriales, cuya tasa de variación interanual se situó en el 2,2% en enero (2,0% en promedio en el 4T), siendo especialmente notable el avance de los pedidos de bienes de equipo. Por zonas geográficas, el incremento de los pedidos industriales del mercado interior (2,7% interanual) y de la eurozona (3,8% interanual) es una muestra más del buen pulso de la demanda interna y de que la recuperación de la eurozona empieza a favorecer a la economía española.

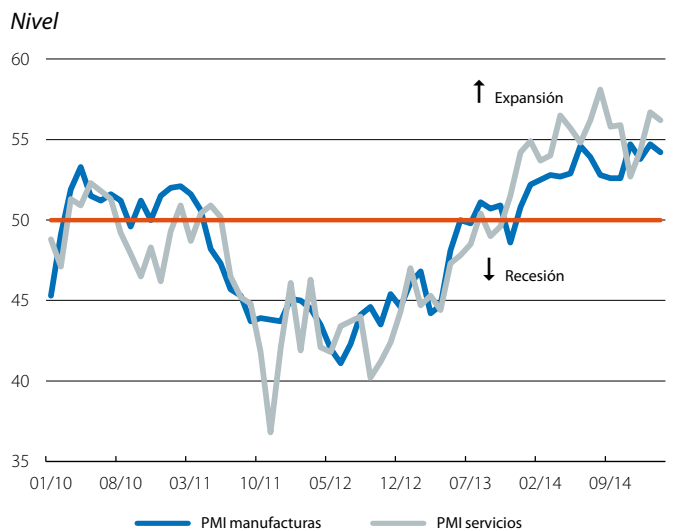
**Los indicadores de consumo muestran un buen tono.** A juzgar por el avance de las ventas minoristas, del 3,0% interanual en enero (2,9% en el 4T), y por el notable aumento de la confianza de los consumidores, que subió hasta los -0,6 puntos en promedio en el 1T (-9,6 en el 4T), el gasto privado siguió creciendo a buen ritmo en el 1T. Desde el inicio de la recuperación, el consumo de las familias se ha incrementado por encima de su renta disponible, con lo que la tasa de ahorro se ha reducido: en 2014 se situó en el 9,7%, lo que supone un descenso de 0,7 p. p. respecto al año 2013 y de 5,6 p. p. respecto al máximo alcanza-

### Crecimiento del PIB



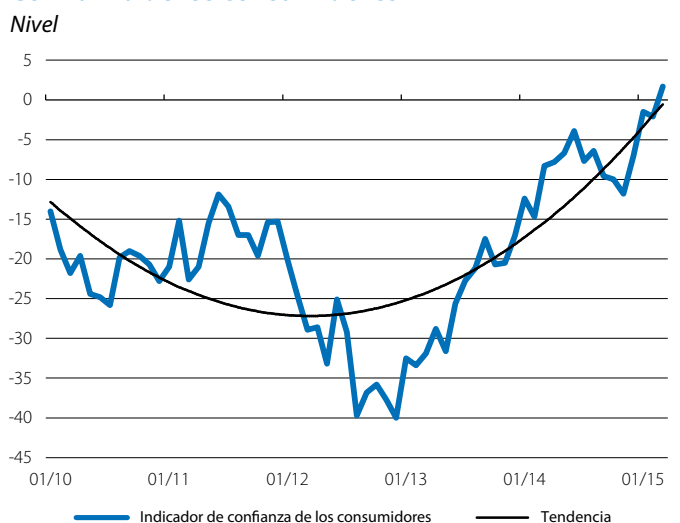
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Banco de España.

### Indicadores de actividad



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

### Confianza de los consumidores



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

do en el 4T 2009 (15,3%). Un factor que estaría contribuyendo al descenso del ahorro en esta fase de recuperación es el hecho de que, al mejorar las perspectivas económicas y al reducirse la incertidumbre sobre la evolución del mercado de trabajo, las familias habrían empezado a utilizar los activos financieros que acumularon por precaución durante los años de recesión.

**La caída de los precios se desacelera, en línea con nuestra previsión de recuperación gradual.** La inflación aumentó cuatro décimas en marzo, hasta el -0,7% interanual. En los próximos meses esperamos que la moderada subida de los precios del petróleo, la mejora de la demanda interna y la depreciación del euro refuercen la senda ascendente de la inflación.

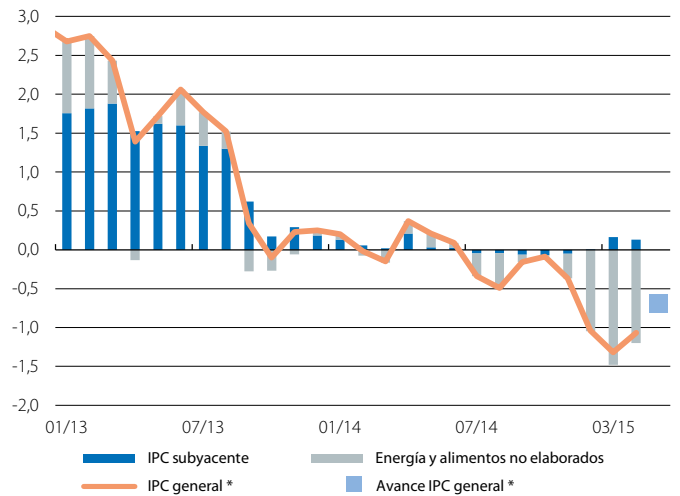
**El mercado de trabajo refleja la buena marcha de la actividad económica.** La cifra de afiliados a la Seguridad Social creció en febrero por encima de lo previsto (86.000 en términos mensuales desestacionalizados). Además del dinamismo del sector servicios, que ya hace varios meses que presenta una buena evolución, se observa una aceleración significativa del ritmo de creación de empleo en la industria y, sobre todo, en la construcción. La recuperación del empleo en la construcción, cuya tasa de variación interanual subió en febrero 1,7 p. p., hasta el 5,1%, es un factor más que corrobora el cambio de tendencia en el sector inmobiliario. A juzgar por las expectativas de creación de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la recuperación del mercado laboral mantendrá este buen compás durante los próximos meses.

**Reforma del sistema de formación para los desempleados.** El Gobierno ha aprobado el Real Decreto-ley 4/2015 para mejorar la eficacia, coordinación y transparencia de la formación profesional para el empleo. A partir de ahora, los sindicatos y las organizaciones empresariales no podrán impartir cursos de formación y su función se centrará en la planificación y en la programación de la oferta formativa. Es destacable también el hecho de que las subvenciones para los cursos de formación pasen a estar abiertas a la concurrencia competitiva y que deban efectuarse auditorías de control externas. Asimismo, se establece un «cheque formación» con el que el desempleado podrá elegir el centro donde realiza la formación. Otra novedad importante es la creación de la «cuenta de formación del trabajador», que acredita el historial formativo de los trabajadores, una herramienta muy útil para orientar la oferta personalizada de los cursos. En conjunto, estas medidas deberían atajar algunas de las carencias del sistema actual y conseguir dar una mejor respuesta a las necesidades formativas individuales y del sistema productivo.

**La contención salarial sigue apoyando la mejora de la competitividad.** Según el índice de costes laborales armonizado, los costes salariales aumentaron en España un 0,4% interanual en el 4T 2014, frente al 1,1% interanual registrado en la eurozona. El limitado avance de los salarios no supuso una pérdida de poder adquisitivo para los consumidores españoles, puesto que la tasa de inflación se situó en cotas negativas, y, en cambio, sí contribuyó a que se siguiera ganando competitividad respecto a la eurozona. El hecho de que, en febrero, los salarios pactados en convenio aumentaran un moderado 0,7% interanual sugiere

**IPC**

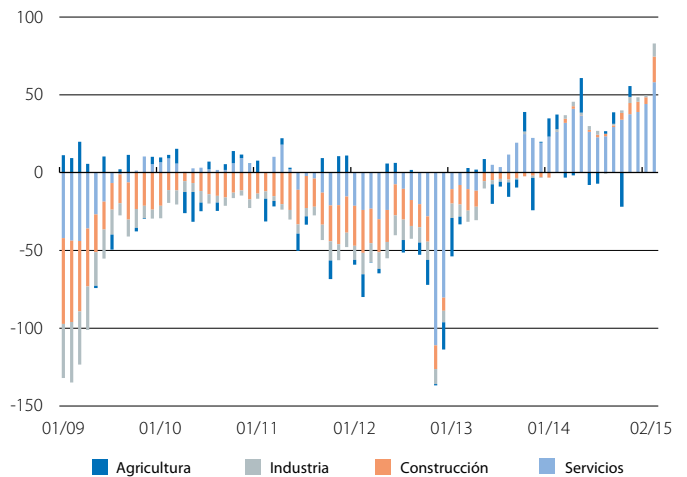
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



*Nota:* \* Variación interanual (%).  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

**Empleo por sectores \***

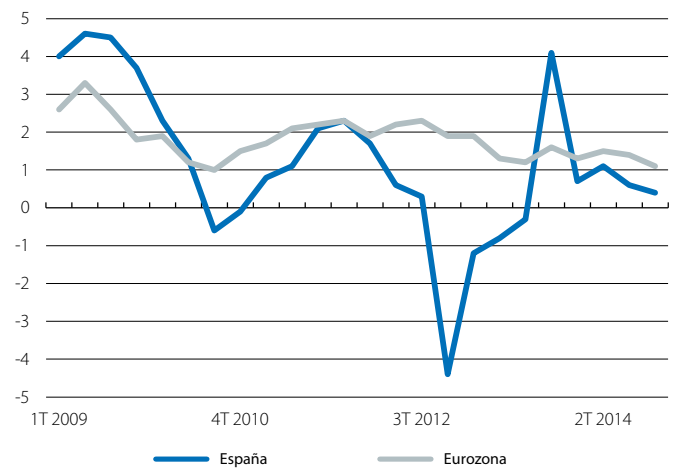
Variación intermensual (miles)



*Nota:* \* Serie desestacionalizada.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del MEySS.

**Costes salariales por hora \***

Variación interanual (%)



*Nota:* \* Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.



que esta tónica de contención salarial se prolongó en el 1T. Por otro lado, cabe señalar que, además de la contención salarial, el descenso del número de despidos también ha contribuido a reducir los costes laborales totales de las empresas, lo que mejora su capacidad de crecimiento. En concreto, las percepciones no salariales (mayoritariamente indemnizaciones por despido) bajaron un 18,3% interanual en el 4T 2014.

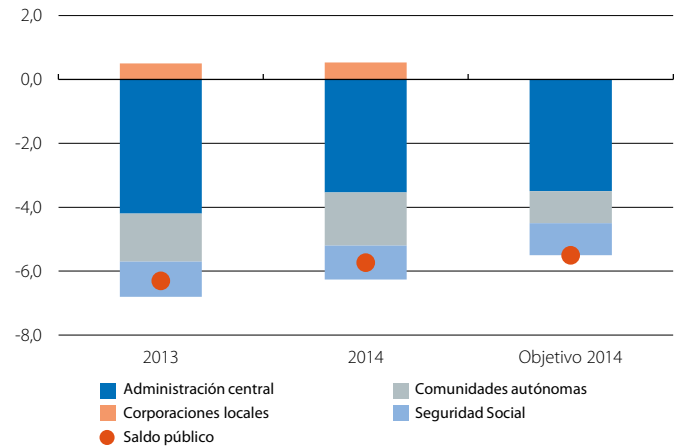
**El sector público cierra 2014 con un déficit del 5,7% del PIB, con un leve desvío respecto al objetivo (5,5%).** Por administraciones, destaca el desvío de las administraciones públicas (1,7% respecto al 1,0% previsto), compensado en parte por el superávit de las corporaciones locales (-0,5% respecto al 0% objetivo). Tanto el Estado como la Seguridad Social se desvían muy levemente, a pesar de que esta última dispusiera de 15.300 millones de euros del Fondo de Reserva en 2014. El objetivo de déficit para 2015 (4,2%) implica un esfuerzo de reducción de 1,5 p. p. Aunque la mejora significativa del ciclo económico prevista para este año ayudará a sanear las cuentas de la Administración pública, las autoridades deberían continuar con los esfuerzos para reducir el déficit público y suavizar el peso de la deuda pública.

**La diversificación de las exportaciones apoyará al sector exterior.** El desglose de las exportaciones totales por sectores evidencia la notable diversificación de las exportaciones españolas, lo que, a su vez, refleja que el esfuerzo de internacionalizar la empresa española atañe a múltiples sectores y a una variada gama de productos. El cambio más evidente se ha producido en el sector servicios, donde el peso de los servicios no turísticos (18%) ya supera con creces al de los turísticos (14%). A lo largo del año esperamos un fortalecimiento de las exportaciones, sustentado en el mejor comportamiento de los mercados exteriores y en la depreciación del euro. Los datos del turismo así lo vaticinan: entre enero y febrero llegaron a España 6,5 millones de turistas extranjeros, lo que supone un aumento del 4,5% interanual. En cambio, el dato de exportaciones de bienes de enero fue menos halagüeño, ya que se interrumpió la mejora iniciada a finales de 2014. Con todo, cabe recordar que los datos mensuales para las exportaciones de bienes son muy volátiles y que las previsiones para los próximos meses siguen siendo favorables.

**El crédito bancario se suma a la recuperación.** En enero, la nueva concesión de crédito siguió evidenciando la tendencia alcista iniciada en 2014, con importantes crecimientos en crédito a hogares y a pymes. El desglose por segmentos del 4T muestra que el ritmo de contracción del saldo vivo de crédito se redujo gracias al buen comportamiento de algunos segmentos, como el crédito al consumo y a servicios financieros, que compensaron las notables caídas que aún experimenta el crédito a la construcción y a promotores. En cuanto al proceso de reestructuración del sector bancario español, la Comisión Europea y el BCE, en su tercera visita de supervisión tras la finalización del programa de ayuda financiera al sector bancario, valoraron positivamente las reformas más recientes del sector, como la reciente designación del FROB como autoridad de resolución nacional, y los avances en los planes de reestructuración de los bancos que recibieron ayudas públicas.

**Saldo presupuestario de las administraciones públicas \***

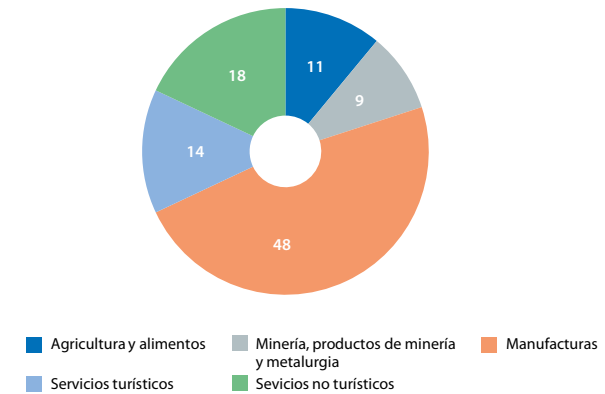
(% del PIB)



**Nota:** \* No incluye las pérdidas generadas por las ayudas a la banca, del 0,5% del PIB en 2013 y del 0,1% en 2014.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la IGAE.

**Desglose de las exportaciones por sectores**

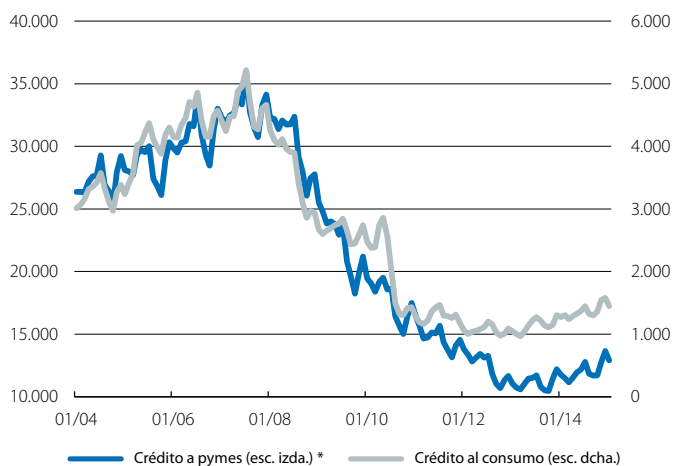
(% del total)



**Nota:** Datos de servicios (2013) y de bienes (2014).  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España y Datacomex.

**Nueva concesión de crédito**

Media móvil de tres meses (millones de euros)



**Nota:** \* Créditos inferiores a un millón de euros.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

## FOCUS · Los deberes pendientes: la PIIN y la calidad de las exportaciones

La elevada y negativa posición de inversión internacional neta (PIIN) es uno de los frentes en los que la economía española todavía tiene mucho trabajo por hacer. En 2014 se situó en el 93,5% del PIB, mientras que la Comisión Europea sitúa el umbral en el -35% del PIB. Mejorar la PIIN no es fácil y requiere un superávit por cuenta corriente sostenido durante un largo período de tiempo. Por ejemplo, para reducir la PIIN hasta el -35% del PIB sería necesario un superávit del 1,8% del PIB, en promedio, durante los próximos 12 años.<sup>1</sup>

Para alcanzar un superávit por cuenta corriente de esta magnitud es imprescindible que la economía española siga ganando competitividad. A grandes rasgos, hay dos formas de ganar competitividad: disminuyendo el precio de las exportaciones manteniendo la calidad, o aumentando la calidad manteniendo el precio. Si bien durante los últimos años se han reducido de forma muy notable los costes laborales unitarios respecto a los socios comerciales, lo que ha permitido recuperar la competitividad-precio perdida en los años previos a la crisis, lo cierto es que, en un periodo de baja inflación como el actual, es difícil seguir ganando competitividad por la vía del precio. Buscar rutas complementarias, como mejoras en la calidad de los productos exportados, es ahora todavía más apremiante.

Una buena aproximación del nivel de calidad de las exportaciones de un país es su contenido tecnológico. En general, los países que exportan productos de mayor calidad y alto valor añadido acostumbran a tener una capacidad tecnológica mayor. Para el caso español, solo el 10% del total de bienes industriales exportados en 2013 tenía un componente tecnológico alto. Estas cifras contrastan con la demanda global de bienes intensivos en tecnología, que, en 2013, representaban un 23% del total de bienes comercializados a nivel mundial. El segmento de bienes de alta tecnología es el que más ha crecido a nivel global en las últimas décadas, especialmente entre 1990 y 2000, cuando pasó a representar del 18% del comercio global al 26%. Durante los últimos años, este segmento ha crecido al mismo ritmo que el comercio mundial, pero, según el FMI,<sup>2</sup> en los próximos años volverá a ganar peso. La evolución de las exportaciones españolas en esta dimensión ha sido muy discreta, y el margen de mejora sigue siendo muy amplio.

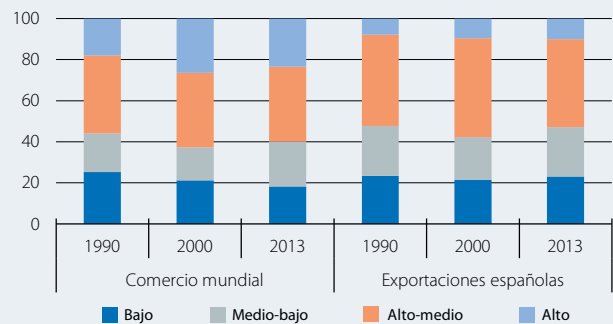
Mejorar el componente tecnológico de los productos no solo es deseable por el elevado potencial de crecimiento que ello ofrece. Un mayor desarrollo tecnológico aumentaría el valor añadido de los productos y los haría más diferenciados, y, por tanto, la demanda sería menos sensible a posibles variaciones en el precio. Este último aspecto es especialmente relevante para las empresas que compiten a nivel internacional, ya que están muy expuestas a los

vaivenes del tipo de cambio. Pero los beneficios para el conjunto de la economía son mucho más amplios, y van desde mejoras en la productividad hasta, naturalmente, la creación de puestos de trabajo de mayor calidad.

Una de las claves que determina la capacidad de innovar de las empresas y el desarrollo tecnológico que son capaces de ofrecer en sus productos es el tamaño de la empresa. En general, para progresar en estas dimensiones es imprescindible llevar a cabo inversiones importantes, y las empresas de mayor tamaño suelen estar en mejores condiciones para hacerlo. Como se puede observar en el segundo gráfico, las empresas pequeñas tienden a ser menos productivas y a invertir menos en I+D, con lo que se quedan ancladas en segmentos de producción de menor calidad y con un componente tecnológico inferior. Diseñar un entorno que favorezca un mayor tamaño empresarial es clave para mejorar la calidad de las exportaciones españolas. Un ingrediente indispensable para mejorar el superávit de la cuenta corriente y reducir la PIIN.

### Contenido tecnológico de las exportaciones españolas y del comercio mundial

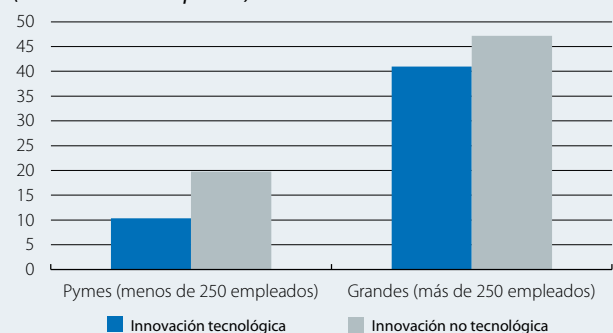
(% del total)



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

### Empresas innovadoras por tamaño en 2013

(% del total de empresas)



Nota: La innovación tecnológica comprende los productos y procesos tecnológicamente nuevos así como las mejoras tecnológicas de los mismos. La innovación no tecnológica comprende los nuevos métodos de comercialización de productos o de organización empresarial.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta sobre Innovación en las empresas del INE.

1. Este cálculo supone un crecimiento nominal del PIB de un 4%.  
2. FMI, «Changing Patterns of Global Trade», 2011.



## FOCUS · La caída del precio de las exportaciones españolas: ¿un fenómeno global?

Las exportaciones españolas de bienes en términos reales siguieron creciendo a buen ritmo en 2014: aumentaron un 4,6%, solo ligeramente por debajo del 5,8% del año anterior. Sin embargo, las exportaciones nominales crecieron un moderado 2,5% en 2014 (5,2% en 2013). El hecho que explica el contraste entre las exportaciones reales y las nominales es la caída del precio de las exportaciones de bienes. Se trata de una circunstancia preocupante, pues mengua las rentas del sector exportador en un momento en que su apoyo al crecimiento económico es esencial para que este último resulte sostenible.

En un entorno en que la economía española está ganando competitividad, es lógico que el crecimiento del precio de las exportaciones sea menor, pues, probablemente, refleja un esfuerzo de contención de costes y de compresión de márgenes por parte de las empresas exportadoras. Con todo, esta tendencia se ha acentuado en los últimos trimestres. El precio de las exportaciones acumula un retroceso del 4,4% desde junio de 2012. Esta intensificación ha estado motivada, en gran medida, por el fuerte retroceso del precio de los minerales (especialmente los metálicos) y de los productos elaborados a partir de estos minerales, así como de los alimentos. Concretamente, el precio de las exportaciones del sector de extracción de minerales metálicos ha disminuido cerca de un 20%, y el de los productos elaborados a partir de dichos minerales, un 7%. Se trata de unos descensos importantes, habida cuenta de que ambos sectores representan, en conjunto, el 13% de las exportaciones españolas de bienes. En la misma línea, destaca la reciente bajada del precio de los alimentos elaborados (del 3,2% interanual en enero de 2015), que representan, también, en torno al 14% de las exportaciones españolas de bienes.

En este sentido, el precio de las exportaciones de otros países con una composición exportadora parecida a la española, es decir, con un peso importante del sector minero, metalúrgico o agroalimentario, deberían haber sufrido, a su vez, una caída similar. Ese es el caso de EE. UU., donde los precios de las exportaciones también llevan varios trimestres disminuyendo, empujados por el descenso de los precios de los productos mineros y agrícolas.<sup>1</sup>

Esta evolución del precio de los minerales y de los alimentos se enmarca en el fin del llamado «superciclo de las materias primas», un fenómeno global que tuvo lugar durante la década de los 2000 y que situó en máximos el precio de los minerales y de los productos agrícolas. El super-

1. La caída más acusada del precio de las exportaciones estadounidenses en los últimos meses se ha debido a un desplome de los precios de ciertos productos agrícolas y mineros, con un importante peso en EE. UU.

ciclo estuvo apoyado por la creciente demanda de China y de otros grandes emergentes, y por factores financieros, como los bajos tipos de interés, que favorecieron la búsqueda de rendimientos en activos alternativos.

Así, lejos de tratarse de un hecho aislado, la caída del precio de las exportaciones que se observa en el caso español es consecuencia de un fenómeno global: también se advierte una ralentización del ritmo de avance del precio de las exportaciones a nivel mundial, que va más allá del reciente declive provocado por el desplome del precio del petróleo. Por tanto, es de esperar que, a medida que el precio de las materias primas se vaya estabilizando, las exportaciones en términos nominales vuelvan a crecer a la par que las reales, lo que debería favorecer un crecimiento económico más equilibrado y, por tanto, más sostenible a largo plazo.

### Índice de precios de exportación de bienes

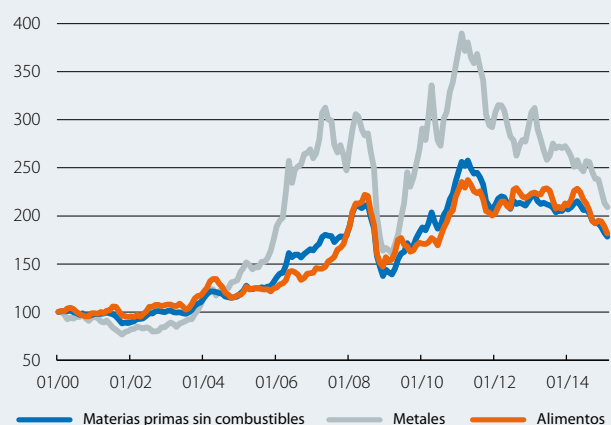
Variación interanual (%)



Nota: Para España corresponde el índice IPRIX.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE, BLS, Datacomex y la OMC.

### Precios de las materias primas

Índice (enero 2000 = 100)



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

## FOCUS · El nuevo marco de la gobernanza corporativa

La separación entre propiedad y control que caracteriza a las sociedades cotizadas conlleva un problema de agencia entre los propietarios de la empresa (accionistas) y los gerentes que toman las decisiones. Por un lado, la responsabilidad limitada de los accionistas atenúa sus incentivos a supervisar la toma de decisiones, ya que sus pérdidas están limitadas a la cantidad aportada. Por otro lado, la propiedad de la empresa suele estar muy dispersa entre múltiples accionistas, de manera que, individualmente, cada accionista espera que el resto asuma las tareas de supervisión (*free-riding*). Además, la libre transmisión de los derechos de propiedad (acciones) en el mercado bursátil ofrece la posibilidad de abandonar la sociedad si no se está de acuerdo con la gestión, sin necesidad de promover un cambio en los órganos de gobierno. En este contexto, se plantea el debate sobre qué mecanismos aseguran la calidad de la toma de decisiones en el seno de las sociedades cotizadas. De hecho, la mejora del gobierno corporativo es una cuestión que se plantea desde el mismo origen de la sociedad anónima, con las sociedades de privilegio en los Países Bajos y Gran Bretaña en el siglo XVII, cuando la separación entre propiedad y control se percibía con cierta desconfianza.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha promovido recientemente la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), con normativa de obligado cumplimiento en materia de gobierno corporativo, y la adopción de un nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, de cumplimiento voluntario, en sustitución del Código Unificado de 2006. El nuevo código complementa algunas de las normas legales que recoge la LSC. Por ejemplo, la LSC obliga a las sociedades cotizadas a incluir un mínimo de dos consejeros independientes en la comisión de auditoría y en la de nombramientos y retribuciones. Por su parte, el código de buen gobierno recomienda que los consejeros independientes representen al menos el 50% del consejo (frente a un tercio en el antiguo código), con algunas excepciones para empresas que no forman parte del Ibex 35 o que forman parte pero cuentan con un accionista que controla más del 30% del capital.

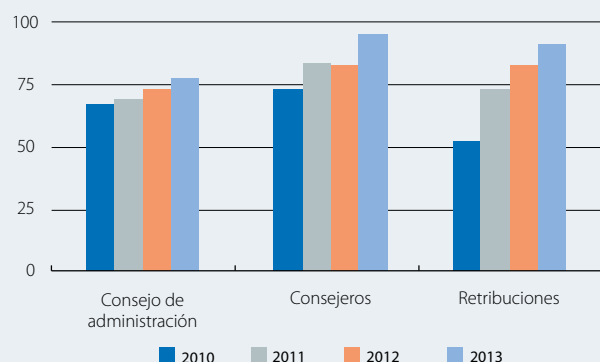
El nuevo código se compone de 25 principios y de 64 recomendaciones, y es de aplicación en todas las sociedades cotizadas, independientemente de su nivel de capitalización. Como el código anterior, se basa en el principio de «cumplir o explicar». La mayoría de empresas cumple con una gran parte de las recomendaciones (véase el primer gráfico), por lo que el nuevo código obligará a las compañías a ser transparentes en todo a lo que atañe a sus decisiones sobre gobierno corporativo. España ocupa una mala posición en los rankings internacionales de gobierno corporativo y esta ha empeorado en los últimos años (véase el segundo gráfico), por lo que toda iniciativa que promueva el buen gobierno es más que bienvenida.

En este sentido, es muy positivo que el nuevo código incluya medidas para mejorar la transparencia, el control y la supervisión de las decisiones tomadas, que incentive la profesionalización de los administradores y directivos, y que fomente la visión a largo plazo en la toma de decisiones. En este último aspecto, se dedica especial atención a la remuneración de los consejeros con el fin de vincularla más a resultados a largo plazo, por ejemplo, mediante la inclusión de cláusulas *clawback* (reembolso de la remuneración variable cuando el pago no se haya ajustado a las condiciones de rendimiento). Además, y como principal novedad, también incluye recomendaciones en materia de responsabilidad social corporativa (RSC), recomendando una mayor involucración del consejo en la implementación, evaluación y supervisión de la política de RSC.

El nuevo código supone un paso adelante para acercar las prácticas empresariales españolas a los estándares internacionales. Lograrlo es, en definitiva, esencial para atraer a los inversores internacionales y mejorar la posición competitiva de las empresas españolas.

### Seguimiento de las recomendaciones del código unificado

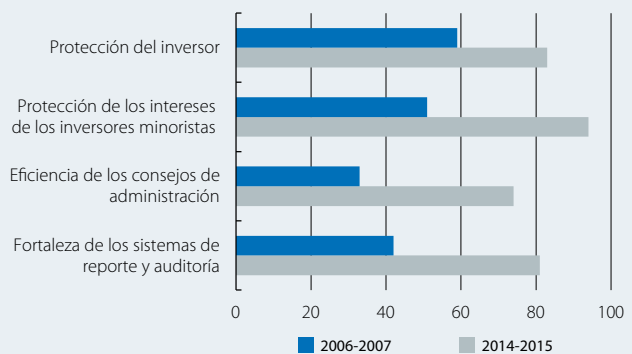
Empresas que cumplen con las recomendaciones (%)



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

### Indicadores de calidad del gobierno corporativo en España \*

(Posición en el ranking de 144 países)



Nota: \* Indicadores que forman parte del índice de competitividad global que elabora el Foro Económico Mundial.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Foro Económico Mundial.

## 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	03/15
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad	-2,1	-0,2	-0,3	1,0	0,3	-1,7	3,5	1,2	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	1,5	2,6	0,6	0,3	0,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-9,1	-8,2	-5,7	-5,3	-4,5	-4,3	-0,9
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	52,5	53,4	53,1	53,7	54,7	54,2	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-21,5	-11,2	-2,1	4,0	7,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,5	-8,9	-8,3	-5,0	0,4	6,3	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros	5,8	7,2	8,1	7,8	7,6	5,4	3,6	5,3	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	54,2	55,7	56,7	54,3	56,7	56,2	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	-0,1	0,7	0,4	2,9	3,0	1,8	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	11,8	23,2	17,0	21,7	27,5	26,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-11,8	-6,1	-7,9	-9,6	-1,5	-2,1	1,7

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	01/15	02/15
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	-1,3	0,0	0,6	0,9	1,2	1,5
Construcción	-12,1	-1,6	-5,3	-2,3	-0,5	1,6	3,4	5,1
Servicios	-2,0	2,2	1,1	2,2	2,6	2,8	3,2	3,4
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	0,1	1,4	1,9	2,3	2,5	3,0
No asalariados	-0,6	2,2	1,4	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3
<b>TOTAL</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>-2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-</b>	<b>...</b>
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	-14,2	18,8	6,8	24,0	21,5	23,0	22,2	23,0
Temporales	6,4	13,1	19,4	14,2	11,1	7,7	7,5	11,4
<b>TOTAL</b>	<b>4,0</b>	<b>13,4</b>	<b>18,2</b>	<b>15,0</b>	<b>11,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>12,5</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-9,4	-10,9	-5,5	-6,9	-10,3	-9,6
Resto de edades	3,7	-5,3	-3,7	-5,9	-5,9	-5,7	-5,6	-5,9
<b>TOTAL</b>	<b>2,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,2</b>

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

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

### Precios

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
<b>General</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>
Subyacente	1,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	0,7	-2,3	-4,1	0,8	-0,7	0,9	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	-1,0	2,4	-0,2	-4,3	-11,4	-10,2	...

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

## Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15
<b>Comercio de bienes</b>							
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	3,2	-2,0	4,8	4,3	-2,9
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,0	3,7	7,3	5,0	-3,6
<b>Saldo corriente</b>	<b>15,1</b>	<b>8,5</b>	<b>14,5</b>	<b>8,1</b>	<b>7,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>
Bienes y servicios	35,7	27,2	33,7	29,1	27,5	27,2	27,5
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-18,7	-19,1	-21,1	-20,5	-18,7	-18,5
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>22,0</b>	<b>12,9</b>	<b>21,7</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,6</b>

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

## Sector público

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,8</b>	-	...
Estado <sup>1</sup>	-4,8	-3,8	-0,9	-2,5	-3,1	-3,8	-0,6	-1,1
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-0,3	-1,0	-1,0	-1,7	-0,1	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,1	0,3	0,5	-	...
Seguridad Social	-1,1	-1,1	0,3	-0,1	0,0	-1,1	0,2	...
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>92,1</b>	<b>97,7</b>	<b>94,9</b>	<b>96,4</b>	<b>96,8</b>	<b>97,7</b>	-	...

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

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

## Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	Saldo 01/15 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>								
Sector privado	-8,2	-5,3	-6,4	-5,5	-4,5	-4,8	-5,5	1.681,6
Empresas no financieras	-10,6	-5,4	-7,1	-5,7	-4,0	-4,9	-6,5	936,2
Hogares <sup>3</sup>	-5,0	-5,1	-5,6	-5,2	-5,0	-4,6	-4,2	745,4
Administraciones públicas <sup>4</sup>	16,8	6,9	8,5	6,6	5,9	6,7	5,1	1.035,5
<b>TOTAL</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>2.717,1</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>								
Total depósitos	2,1	-0,9	0,2	-0,8	-1,2	-1,7	-2,0	1.160,4
A la vista	4,2	10,8	7,4	7,4	13,6	14,8	14,5	332,0
De ahorro	-0,1	5,8	3,8	5,9	6,9	6,8	9,6	222,6
A plazo	1,7	-7,6	-3,6	-6,1	-9,4	-11,3	-12,8	584,4
En moneda extranjera	16,8	1,1	-1,1	0,1	0,3	5,2	4,7	21,4
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-16,8	-8,2	-11,1	-8,3	-6,8	-6,8	-12,9	111,2
<b>TOTAL</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1.271,6</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>13,6</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,1</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	-
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>58,0</b>	<b>58,1</b>	<b>58,6</b>	<b>59,4</b>	<b>59,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,5</b>	-

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

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

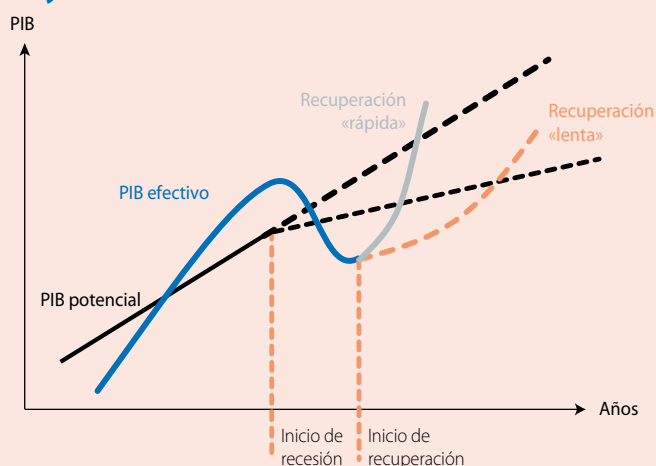
¿SE ESTÁ JAPONIZANDO LA EUROZONA?

## Las «décadas perdidas» de Japón: entre el mito y la realidad

Desde hace años se oyen avisos sobre el riesgo de «japonización» de la eurozona, un término de connotaciones claramente negativas. En efecto, numerosos observadores perciben la evolución económica japonesa de las últimas décadas como una sucesión de desgracias, cuya génesis se remonta a la segunda mitad de los años ochenta, con la formación de una gigantesca burbuja de crédito, inmobiliaria y bursátil. Su inevitable estallido precipitó los problemas, que se prolongaron durante una tortuosa resaca posterior, plagada de bancos zombis, deuda pública disparada, deflación persistente y crecimiento exiguo del PIB. Sin embargo, otros ponen el foco en variables en las que Japón ha mostrado registros, cuando menos, satisfactorios: una renta per cápita que no ha dejado de crecer y que se mantiene entre las más elevadas del mundo, una tasa de paro que ha permanecido en cotas muy reducidas, un índice de desigualdad en la distribución de la renta relativamente bajo, así como posiciones envidiables en los *rankings* de competitividad internacional. Dos preguntas surgen de inmediato: ¿a qué obedece esta disparidad de valoraciones?, y ¿hasta qué punto Japón constituye un compendio de lo que la eurozona debe evitar?

Las alertas de japonización van dirigidas a los responsables de la política económica, aduciendo que, en el país asiático, se cometieron diversos errores de bulto. Las quejas más sonoras se han referido a las políticas anticíclicas, encargadas de que la economía alcance su plena capacidad de producir de forma sostenible en el tiempo: las políticas monetaria, fiscal y del sector financiero. Pero tampoco han faltado críticas respecto a las políticas de reformas estructurales, cuyo propósito es aumentar la capacidad potencial de producir. Los dos artículos siguientes de este Dossier examinan con detalle sendas áreas, con el propósito de arrojar luz en el caso de la eurozona. Son pertinentes, no obstante, dos advertencias respecto a esta segmentación del análisis. Una referida a la forma: hay cierta arbitrariedad cuando se adscribe una política a uno u otro ámbito. En particular, la política relativa al sector financiero tiene una clara dimensión de demanda, en tanto que es crucial para que los impulsos monetarios se transmitan a la economía real. Pero también ejerce una notable influencia sobre la oferta y el potencial de crecimiento, en la medida que un sistema financiero sano es clave para movilizar los recursos justamente hacia los destinos más productivos. La segunda advertencia tiene más calado de fondo: esas políticas interactúan de manera compleja, unas veces reforzándose y otras contrarrestándose, antes de alcanzar sus efectos sobre las distintas variables objetivo. Enjuiciar cada una por separado puede llevar a conclusiones engañosas o incompletas, máxime si se hace sobre un periodo corto. Por ello es conveniente enmarcar el examen de las políticas individuales en una valoración del entramado conjunto (*policy mix*), con arreglo a los resultados obtenidos en términos del propósito último de mejorar, de forma sostenida en el tiempo, el bienestar económico de los ciudadanos. A estos efectos, el primer gráfico ilustra posibles trayectorias alternativas del PIB después de que la economía recibe un *shock* y se desencadena una crisis. El fantasma de la japonización alude a la senda identificada con la leyenda «Recuperación *lenta*». Con frecuencia, las críticas a las políticas japonesas se formulan por comparación con las de otros países, en particular EE. UU., que habrían sido más apropiadas para situarse sobre la trayectoria de «Recuperación *rápida*».

### Trayectorias alternativas del PIB tras una crisis



Fuente: "la Caixa" Research.

La economía nipona sufrió fuertes *shocks* durante los años noventa. El primero, justo en el arranque de la década, cuando estalló la burbuja antes citada. El segundo, en 1997, con la quiebra de algunos bancos que venían tambaleándose desde aquel golpe inicial, y con la irrupción de la crisis financiera de diversos países del sudeste asiático. Los *shocks* de referencia en EE. UU. tuvieron lugar unos cuantos años más tarde: los estallidos de la burbuja bursátil del sector de la tecnología en el 2000 y, especialmente, de la burbuja inmobiliaria en 2007, semilla de la formidable crisis financiera *postLehman*. Las respuestas de las políticas anticíclicas en uno y otro país se presentan como antagónicas. En materia de política monetaria, la Reserva Federal reaccionó con gran agresividad, recortando rápidamente los tipos de interés oficiales y desplegando programas de expansión cuantitativa a gran escala. En cambio, el Banco de Japón fue mucho más tímido en los años noventa y 2000. Tardó tiempo en recortar los tipos y apenas hizo uso de la expansión cuantitativa. En el ámbito de la política fiscal, EE. UU. adoptó

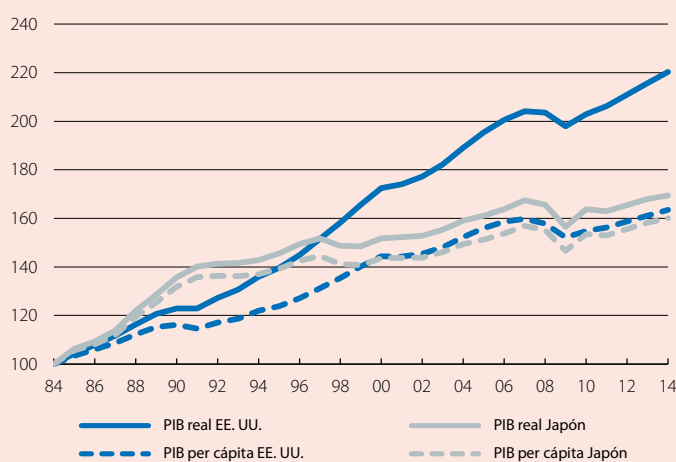
una estrategia de estímulos concentrados en el tiempo y selectivos en el contenido, con la intención de reanimar los motores económicos críticos. En Japón, la crisis de los noventa disparó el déficit público, que luego se ha mantenido elevado. La acumulación de deuda ha sido grande, pero hay dudas sobre su capacidad para estimular la demanda y sobre la eficiencia del gasto, con frecuencia obras públicas poco productivas. Pero donde tal vez más diferencias se han establecido es en el frente de la política de



saneamiento bancario. EE. UU. optó, también aquí, por la contundencia, forzando una recapitalización temprana de las entidades en apuros y reservando sin tapujos dinero público para ello. Japón siguió un camino distinto, demorando tanto el reconocimiento de la morosidad como la recapitalización bancaria. Ello generó el problema de los bancos zombis que, con frecuencia, intentaban dar un precario apoyo a empresas también moribundas. Según el guión narrativo generalmente aceptado, esas políticas anticíclicas tímidas e inconsistentes de Japón durante más de 20 años no hicieron sino prolongar, hasta convertir en crónica, una dolencia de insuficiencia de demanda agregada, a la vez que agravaban la acumulación de deuda pública. Este fracaso en reanimar la demanda, sigue la historia, habría tenido graves repercusiones en forma de presiones deflacionistas y menoscabo del PIB potencial, por la entrada en funcionamiento de los denominados efectos de histéresis (inversiones productivas que se cancelan, personas que abandonan el mercado de trabajo por desánimo o que pierden cualificación por permanecer desocupadas demasiado tiempo, etc.). A ello hay que añadir, según algunos, la ausencia de reformas estructurales con enjundia suficiente para transformar un sistema de relaciones laborales demasiado paternalista, y una regulación que genera rigideces en los mercados de bienes y servicios. También aquí, el referente que, de manera explícita o implícita, se tiene en mente es EE. UU., con su modelo de mercados libres y flexibles.

### Evolución del PIB y PIB per cápita en EE. UU. y Japón

Índice (1984 = 100)



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

Las críticas a las políticas japonesas se predicen sobre la base de los resultados macroeconómicos cosechados. Una primera mirada les da la razón: durante las tres últimas décadas, el crecimiento acumulado del PIB japonés ha sido sensiblemente inferior al norteamericano, a la vez que se ha registrado una deflación persistente. El diagnóstico, sin embargo, resulta muy distinto cuando se considera el crecimiento del PIB per cápita, una variable más apropiada, en principio, para medir el progreso económico de los ciudadanos. Sobre este eje, el registro japonés se acerca mucho al de EE. UU. Como es bien sabido, Japón fue el país que primero y con más rapidez se adentró en lo que se denomina la «transición demográfica» (envejecimiento y desaceleración de la población). Lo que se conoce menos es que el impacto negativo de este desarrollo sobre el PIB total (directo en la medida en que la fuerza laboral viene disminuyendo desde principios de los noventa) no ha impedido una evolución, al menos hasta ahora, razonablemente satisfactoria del PIB per cápita. También es posible, aunque al respecto hay muchas más dudas conceptuales y empíricas, que la demografía haya influido en la dinámica de deflación persistente pero suave (el IPC japonés descendió un 4% acumulado entre 1998 y 2012, una cifra modesta comparada con el desplome del 25% en EE. UU. entre 1929 y 1933).

empíricas, que la demografía haya influido en la dinámica de deflación persistente pero suave (el IPC japonés descendió un 4% acumulado entre 1998 y 2012, una cifra modesta comparada con el desplome del 25% en EE. UU. entre 1929 y 1933).

El factor demográfico parece quitar hierro a las críticas, pero sería un error caer en la complacencia. Por un lado, su dinámica no es completamente exógena a la propia evolución económica, máxime en periodos largos. Por ejemplo, los efectos de histéresis y políticas de oferta como las de natalidad o inmigración tienen influencia. Por otro lado, si bien las pautas demográficas japonesas deben considerarse fruto de las preferencias individuales y colectivas ejercidas libremente, no dejan de ser trascendentes los efectos que pueden derivarse a la larga. Dos son especialmente preocupantes de ahora en adelante: el aumento de la carga de la deuda pública sobre unas generaciones futuras con menos miembros, y la posible pérdida de impulso innovador y predisposición a tomar riesgos empresariales.

De todo lo anterior se desprende que diversos motivos contribuyen a la disparidad de valoraciones sobre la experiencia japonesa señalada al inicio. El primero es propio del fenómeno «elefante en la habitación», esto es, la presencia de un elemento tan obvio (la demografía) que se omite de la discusión por parte de algunos, tal vez porque perturba determinados análisis y conclusiones. El segundo es menos evidente y más polémico: las distintas sensibilidades sobre el modelo económico-social al que se debe aspirar y, por extensión, las opciones adecuadas de política económica. Ligado a ello, un tercer aspecto se remite a la forma de valorar las circunstancias que rodearon la toma de decisiones en cada momento histórico, en particular, el marco institucional y el entorno internacional. Estos dos últimos han debido ser factores importantes en el giro de política económica introducido en 2013 por el primer ministro Shinzo Abe, para acercarse, ahora sí, al recetario norteamericano. De alguna manera, este giro vendría a ser un reconocimiento de que la política económica distaba de ser la adecuada. Tal como los dos artículos siguientes de este Dossier exponen, Japón ha cometido, a lo largo de los últimos años, algunos errores que la eurozona haría bien en evitar, pero los resultados globales aquí repasados indican que no se ha tratado, en modo alguno, de un desastre total.

Avelino Hernández

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



## Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el *Abenomics*

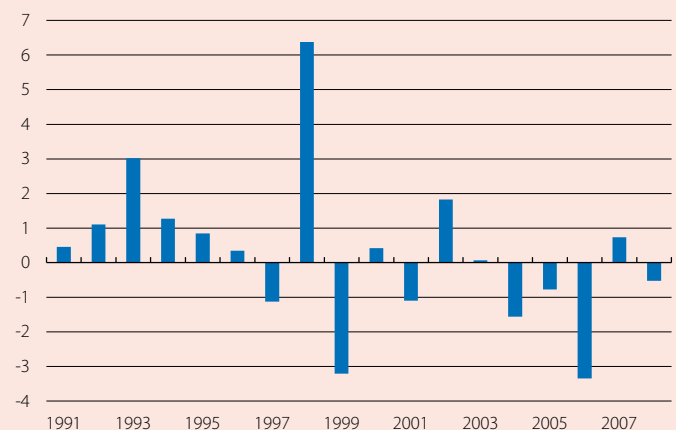
Las políticas japonesas de gestión de la demanda agregada han estado rodeadas por la polémica durante décadas. Aunque en ocasiones las críticas han sido exageradas, lo cierto es que, desde la perspectiva que da el tiempo, pueden identificarse algunos episodios en los que el curso de acción pudo haber sido mejor. La eurozona puede extraer lecciones útiles al respecto.

La semilla de las complicaciones japonesas se sembró a mediados de la década de los ochenta. Sobre la base de unos excelentes registros económicos, empezaron a formarse burbujas trillizas en el crédito bancario, los precios inmobiliarios y las cotizaciones bursátiles. Las tres alcanzaron magnitudes formidables, en medio de la pasividad de las autoridades económicas. Este es ya el primer motivo de crítica: ni la política monetaria ni la macroprudencial salieron al paso de aquellos excesos. Ciertamente, esta culpa también es achacable a EE. UU. (en 2000 y en 2007) y a la eurozona (en 2008, en diversos países de la periferia). La lección de todos estos episodios debería estar bien aprendida: durante la fase de bonanza conviene frenar los *booms* crediticios. Mucha más discusión existe en torno a la respuesta adecuada cuando la burbuja explota. Fue en esa tesitura cuando Japón se ganó su estigma.

El estallido de las burbujas japonesas se produjo en 1990. El desplome bursátil e inmobiliario tuvo una magnitud comparable al *crash* de 1929 en EE. UU. El sector bancario resultó el más afectado, de entrada, por las minusvalías en sus carteras de participaciones industriales y, después, por la morosidad y la baja rentabilidad. El sector corporativo no financiero también recibió un duro golpe, por sus activos depreciados y su alto endeudamiento. La afectación sobre los balances de las familias fue menos intensa, pero en absoluto desdeñable. Como contrapunto, al inicio de la crisis el Gobierno se encontraba con un nivel de deuda relativamente bajo. Una comparativa rigurosa con la situación agregada de la eurozona en 2008 identificaría diferencias muy importantes entre uno y otro episodio, que no deberían pasarse por alto en un análisis detallado. Sin embargo, hay dos hechos estilizados comunes que dejan impronta: graves problemas de solvencia de los bancos y un elevado endeudamiento del sector privado. Un contexto retador para las políticas fiscal, monetaria y de regulación financiera.

### Estímulos fiscales en Japón \*

(% del PIB)



Nota: \* Variación anual del déficit público ajustado al ciclo.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

La política fiscal fue la primera línea de defensa desplegada en Japón. Ya desde 1990, el Gobierno emprendió una expansión presupuestaria de intensidad creciente para reactivar la economía o, cuando menos, amortiguar el golpe sobre el sector privado. El nivel de la deuda pública neta era del 12% del PIB en 1990, lo que dejaba margen para incurrir en déficits. El estímulo alcanzó su mayor intensidad en 1993, y luego se moderó a la vista de ciertos signos de recuperación económica en 1995-1996. En retrospectiva, aquella mejora incipiente condujo a un error de cálculo. El Gobierno acometió en 1997 un programa de consolidación fiscal que incluyó una notable subida del IVA (con la deuda pública neta todavía en un modesto 34% del PIB). Los efectos contractivos fueron fulminantes. Es justo reconocer la irrupción de otro elemento negativo, ajeno a las autoridades niponas: la crisis financiera del Sudeste Asiático de 1997-1998. Japón entró en recesión y empezó la etapa deflacionista. A partir de entonces, la política fiscal ha navegado en la indefinición, sin una estrategia clara y condicionada por la acumulación de deuda pública, fruto, a su vez, del exiguo crecimiento y del factor demográfico (la deuda neta alcanzó el 82% del PIB en 2006 y el 139% en 2014). Para algunos analistas, las secuencias de arranque y parada características de la política fiscal japonesa entre 1990 y 2009 mermaron su eficacia. Otras críticas se dirigen a la composición de los estímulos. Por el lado del gasto, Japón cometió el error de destinar recursos abundantes a obras públicas poco productivas. Por el de los impuestos, las autoridades no han conseguido diseñar un sistema tributario con suficiente capacidad recaudatoria, a la vez que cuidadoso con los incentivos sobre empresas y familias.

La política monetaria fue la segunda línea de defensa. Desde la perspectiva que da el paso del tiempo, y las experiencias de los últimos años de la Reserva Federal (Fed) y del propio Banco Central Europeo (BCE), puede afirmarse que los estímulos monetarios de Japón en los años noventa fueron tímidos. Es cierto que el Banco de Japón (BOJ) reaccionó de manera temprana al colapso de las burbujas y, ya en 1990, empezó a bajar su tipo de interés oficial. Pero lo hizo de manera lenta: desde el 6% hasta el 0,5% en 1995. Otra cifra significativa es que, entre 1990 y 1997, la base monetaria del BOJ solo pasó del 8% al 10% del PIB. Esto contrasta con la extrema agresividad y rapidez de la Fed en EE. UU. tras el estallido de la burbuja de 2007. El comportamiento del BCE desde 2008 se

situaría en un término intermedio entre ambos, si bien ha ido mutando de la moderación del periodo 2008-2012 hacia la agresividad desde 2013.

Diversos factores ayudan a explicar las elecciones que fue tomando el BOJ, ya desde 1990: el diagnóstico de la situación, sus preferencias ante los *trade-offs* y las circunstancias del entorno institucional e internacional. Posiblemente el error más trascendente fue no apreciar la singularidad y gravedad de una crisis que se cebaba en la solvencia y la liquidez de los bancos. La tolerancia ante el fenómeno de los bancos zombis resultó fatal. Por un lado, impidió que los impulsos monetarios iniciales llegaran con suficiente potencia a la economía real. Por otro, perpetuó la presencia de un eslabón débil, que acabó rompiéndose con los *shocks* asiático y fiscal de 1997. Ese año quebraron varias entidades importantes, pero hubo que esperar hasta 2003 para la creación de agencias públicas que, de forma centralizada, reestructuraran la morosidad bancaria.

Cuando el problema bancario quedó más o menos apuntalado, la política monetaria de la década de los 2000 tuvo que abordar el fantasma de la deflación. Nuevamente, el BOJ prefirió pecar de conservador: con el tipo oficial ya cerca de cero, aplicó de manera lenta y dubitativa algunas medidas de expansión cuantitativa, pero enfocadas a proporcionar liquidez a unos bancos convalecientes, que apenas la trasladaron al sector privado. Además de las dudas manifestadas por la propia entidad sobre el diagnóstico (alrededor de la posible influencia del factor demográfico como causa no monetaria de la deflación), hay que enmarcar esa posición moderada del BOJ en sus objetivos y preferencias. En 1998, justo al inicio del periodo deflacionista, una ley confirió independencia al BOJ, estableciendo la estabilidad de precios como objetivo primordial, pero no se fijó una cifra concreta y explícita. A la vista de una deflación de baja intensidad y bien tolerada por la sociedad japonesa (junto con una tasa de paro muy baja), el BOJ debió valorar que los costes y riesgos de actuaciones más agresivas superaban los beneficios potenciales. El temor a perder credibilidad antiinflacionista y a desentonar en un entorno internacional que se movía por otros derroteros tuvo su peso. Pero esto cambió radicalmente con la crisis occidental de 2007-2008. A la vista del tremendo impacto del *shock*, de la respuesta abrumadora de la Fed, de la apreciación del yen y del respaldo obtenido en las elecciones de 2012, el primer ministro Shinzo Abe impulsó una auténtica revolución de la política económica, bautizada como *Abenomics*.

El despliegue efectivo de los tres ejes que configuran el *Abenomics* está siendo desigual. Las reformas estructurales son, por ahora, escasas. La política fiscal sigue atrapada por la deuda, de modo que el programa inicial de gasto en 2013 tuvo que ser contrarrestado con un incremento del IVA en 2014. Pero la agresividad de la política monetaria está superando todos los registros. Se ha puesto en marcha un programa de compras de activos por 80 billones de yenes anuales (más de un 15% del PIB nominal de 2014), que se prolongará hasta que la inflación alcance la zona del 2%. Estas compras abarcan una gama variada de activos, pero el grueso son bonos públicos. De hecho, es el país más cercano a una genuina monetización de la deuda. No cabe duda de que los pros y los contras de la política monetaria cuantitativa, que tanto se han discutido en general, se van a poner a prueba en Japón durante los próximos años. De momento, la inflación y las expectativas de inflación se han elevado hasta cotas positivas, aunque todavía estén lejos del 2%, mientras que la mejora en términos de crecimiento del PIB es más discutible.

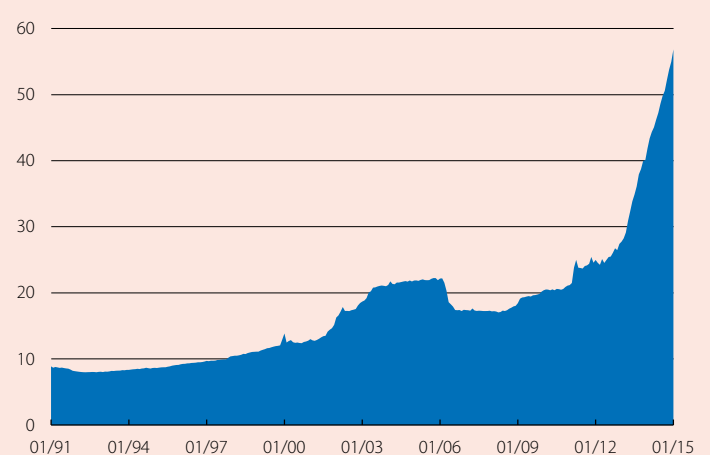
La eurozona puede extraer algunas conclusiones de esta larga experiencia japonesa. La primera es la necesidad de actuar con cautela ante las recuperaciones incipientes y la importancia de establecer hojas de ruta inteligentes en la retirada de los estímulos. La segunda es que no todas las partidas de gasto son iguales. En tercer lugar, admitiendo la necesidad de los estímulos monetarios (el consenso aquí no es unánime, pero casi), la contundencia es deseable. Tal vez la enseñanza más útil sea que la resolución de los problemas del sector financiero es un factor que aumente la eficacia de los estímulos. Finalmente, no puede obviarse el entorno internacional: la recuperación japonesa de los noventa se vio seriamente afectada por la crisis asiática, mientras que las políticas de EE. UU. desde 2007 han actuado como catalizador del nuevo *Abenomics*. El tiempo nos dirá si ha sido para bien.

Jordi Singla

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

### Base monetaria de Japón

(% del PIB)



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

## ¿Se está japonizando la eurozona?: demografía y productividad

El bajo ritmo de crecimiento del PIB japonés se ha prolongado durante largo tiempo porque, además de factores cíclicos, han entrado en juego fuerzas de fondo o estructurales, con mucha inercia y de difícil corrección. Es en este ámbito donde el término «japonización» cobra relevancia, en tanto que se dirige a las causas últimas del bajo crecimiento y no a sus síntomas pasajeros. A continuación se analizan las dos principales fuerzas estructurales –la demografía y la productividad– con un doble objetivo: dictaminar si la visión negativa de la japonización es acertada, y evaluar hasta qué punto el lento proceso de recuperación de la eurozona se debe a factores similares a los que han marcado a Japón.

La demografía es un determinante de primer orden del crecimiento económico a largo plazo. Y, en épocas de rápida transformación demográfica, también se deja sentir sobre las dinámicas del PIB a corto plazo; por ejemplo, en el caso de una oleada de inmigración. La transformación que ha experimentado Japón en este ámbito ha sido intensa y sostenida en dos vertientes: el aumento de la esperanza de vida y la reducción de la natalidad (las migraciones han quedado en segundo plano). Fruto de ello, la población pasó de crecer a un ritmo del 0,6% anual en promedio en la década de los ochenta a caer un 0,2% en 2014. Más importante aún, la población en edad de trabajar pasó de los 85 millones en 1990 a los 78 millones en 2014. El declive del número de personas en edad de trabajar por cada persona mayor también ha sido drástico: descendió de 5,7 en 1990 a 3,2 en 2010, y se espera que disminuya aún más, hasta 1,6 en 2030.

La consecuencia más conocida de este cambio demográfico es la caída de la tasa de crecimiento del PIB por un efecto directo a través de la fuerza laboral. Concretamente, Japón pasó de crecer a un ritmo del 4,0% anual en los ochenta a un 1,0% entre 1990 y 2014. De estos 3,0 puntos de diferencia, 0,5 son consecuencia de la menor tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar. Además, las perspectivas no son muy halagüeñas, dado que la población se reducirá a un ritmo del 0,7% en la próxima década, por lo que es de esperar que la capacidad de crecimiento de la economía japonesa siga menguando si no se toman medidas de calado. Por otro lado, un efecto adicional del envejecimiento de la población sobre el crecimiento, menos visible y más difícil de cuantificar, es el cambio en el tipo de activos financieros que las familias eligen para colocar sus ahorros. Las sociedades más envejecidas tienden a ser más conservadoras, de tal manera que el ahorro se destina a instrumentos menos arriesgados (renta fija frente a acciones, deuda pública frente a capital riesgo, etc.) y, en consecuencia, también menos productivos en última instancia.

Una de las principales preocupaciones que ha generado esta disminución de la tasa de crecimiento es la sostenibilidad de la deuda, especialmente la pública. La economía japonesa presenta el nivel más elevado de deuda pública de todos los países desarrollados: en 2014 alcanzó el 139% del PIB en términos netos y el 245% en términos brutos (sin descontar las tenencias de agencias del propio sector público, por ejemplo el fondo público de pensiones). Como argumento atenuante, a menudo se apunta que solo el 8% de esta deuda se encuentra en manos de inversores extranjeros. Sin embargo, el alivio es solo parcial. Los propios ciudadanos nipones han amasado buena parte de esos bonos para poder afrontar su vejez y, por tanto, es de esperar que reduzcan su demanda neta en los próximos años. Al otro lado del espectro, esta circunstancia puede entrar en conflicto con la necesidad de aumentar el gasto público, especialmente en cuanto a pensiones y sanidad se refiere, a causa, precisamente, del proceso de envejecimiento de la población. Todo indica que, si Japón quiere mantener el actual modelo de cobertura pública, deberá, como mínimo, contrarrestar el impacto del envejecimiento extendiendo la vida laboral, aumentando la participación femenina en el mercado laboral o incrementando el número de horas trabajadas. Sin embargo, todas estas medidas tienen un alcance limitado.

Para la eurozona es probable que, tarde o temprano, deban tomarse medidas similares, puesto que también está sufriendo un importante proceso de envejecimiento de la población, aunque menos avanzado que en el caso japonés. Concretamente, si en 1990 el número de personas en edad de trabajar en la eurozona era de 4,8 por cada persona mayor, en 2010 era de 4,1 y se prevé que descienda hasta 2,3 en 2030. De todas formas, además de las opciones para revertir el fenómeno demográfico comentadas anteriormente, en la eurozona la inmigración despunta como una herramienta potencialmente muy poderosa, mientras que para el caso japonés ha sido prácticamente neutra hasta la fecha.

Más allá de los factores demográficos, un segundo factor clave que determina la capacidad de crecimiento de una economía a largo plazo es la evolución de la productividad. Procedamos, pues, a hacer un primer examen de la evolución de la productividad del trabajo y, posteriormente, a analizar con más detalle la contribución al crecimiento de los distintos factores productivos, haciendo hincapié en la evolución de la productividad total de los factores (PTF).

### Descomposición del crecimiento del PIB per cápita

Variación interanual \* (%)

	PIB per cápita	PIB por hora	Horas por empleado	Empleo / población
EE. UU.	1,5	1,7	0,0	-0,2
Eurozona	1,1	1,2	-0,2	0,1
Japón	0,9	1,6	-0,6	-0,1

Nota: \* Promedio 1990-2013.

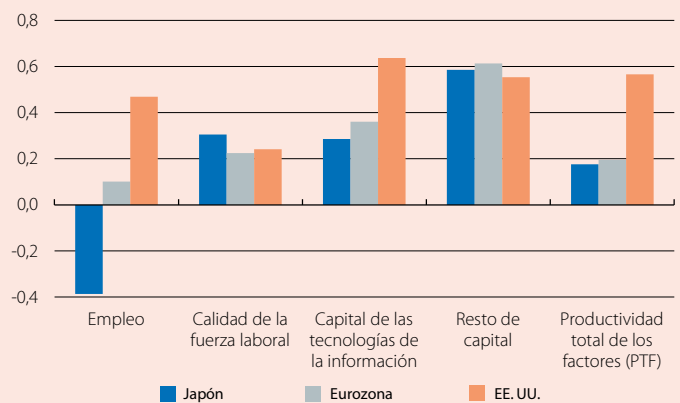
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de The Conference Board Total Economy Database.

Una forma relativamente sencilla e intuitiva de obtener una medida de la productividad del trabajo es descomponiendo el PIB per cápita entre el PIB por hora trabajada (que proporciona una medida de la productividad laboral), el número de horas trabajadas por empleado y la ratio de la población empleada sobre el total. A grandes rasgos, el nivel de productividad en 2013 fue menor que el estadounidense tanto en Japón (un 36%) como en la eurozona (un 24%). La evolución del PIB per cápita entre 1990 y 2013 muestra cómo Japón ha sido capaz de mantener una tasa de crecimiento de la productividad laboral más elevada que la de la eurozona, y muy similar a la de EE. UU. (véase la tabla). En esta dimensión, por tanto, la economía japonesa no parece que lo haya hecho mal. Sin embargo, la reducción del número de horas trabajadas y de la población empleada explica el menor crecimiento del PIB per cápita japonés. En el caso de la eurozona, el menor crecimiento del PIB per cápita se debe casi completamente a una peor evolución de la productividad laboral, así que, en este frente, desgraciadamente la eurozona no se está japonizando.

Se puede obtener más información de la evolución de la productividad a partir de la descomposición del crecimiento del PIB entre los distintos factores productivos: la contribución al crecimiento del empleo y del capital, así como de la calidad de la fuerza laboral, del capital relacionado con las tecnologías de la información, del resto de capital y de la productividad total de los factores. Como se observa en el gráfico, las diferencias entre las tres regiones se establecen, en primer lugar, en la distinta contribución del empleo. La contribución de la población empleada es negativa en Japón y baja en la eurozona, si se compara con EE. UU. Por otro lado, no parece que existan diferencias significativas entre las tres regiones en lo que se refiere a la calidad del trabajo y al capital no relacionado con las tecnologías de la información. Las divergencias reaparecen, eso sí, en el ámbito de la inversión en las tecnologías de la información, un factor clave para explicar la ventaja estadounidense respecto a la eurozona y Japón. En el caso japonés, la capacidad innovadora de las empresas se redujo tras las crisis de los años noventa, en particular en las industrias de las tecnologías de la información. Algo similar podría estar ocurriendo ahora en la eurozona.

### Descomposición del crecimiento del PIB por factores productivos

Variación interanual \* (%)



Nota: \* Promedio 1990-2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de The Conference Board Total Economy Database.

Finalmente, el último factor que explica el débil desempeño de las economías nipona y europea en relación con EE. UU. es la baja productividad total de los factores (PTF), que mide la eficiencia con la que una economía utiliza los factores productivos. En general, EE. UU. consigue explotar mejor las economías de escala de su mercado interior. En la eurozona, las distintas regulaciones y el alto grado de intervencionismo estatal fragmentan el pretendido mercado único en distintos submercados, lo que resta eficiencia y daña la competitividad de sus empresas (véase Gual, 2014).<sup>1</sup> Arnold, Nicoletti y Scarpetta (2008)<sup>2</sup> también apuntan que un exceso de carga regulatoria en los mercados de productos y servicios explica la menor eficiencia de las economías europea y nipona, en particular, en los sectores más intensivos en tecnologías de la información.<sup>3</sup>

Hemos visto cómo, a pesar de las diferencias, la eurozona comparte algunas dolencias con Japón, tanto en demografía como en ciertas medidas de productividad. Los remedios que deben aplicarse en ambos casos también son parecidos, aunque con particularidades. En Japón, es necesario profundizar en las reformas estructurales (uno de los pilares del *Abenomics*) para complementar las políticas expansivas, fiscal y monetaria, que se están llevando a cabo. En particular, es imprescindible aumentar el porcentaje de la población que trabaja, por ejemplo, incrementando la participación de la mujer en el mercado laboral, e intensificar la competencia para favorecer el dinamismo empresarial y la inversión, especialmente en las industrias relacionadas con las nuevas tecnologías. En la eurozona, la crisis ha forzado a muchos países a emprender reformas estructurales que habían postergado, como en el caso de España, pero todavía queda camino para recorrer. Además, es esencial avanzar en el proyecto de construcción europea: sin acuerdos políticos que permitan impulsar la construcción de una verdadera unión económica será muy difícil solucionar las dolencias estructurales del conjunto de la eurozona.

Josep Mestres Domènech

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

1. Gual, Jordi (2014), «Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?», Documentos de Economía "la Caixa", núm. 28, julio de 2014.

2. Arnold, J., Nicoletti, G. y Scarpetta, S. (2008), «Regulation, Allocative Efficiency and Productivity in OECD Countries: Industry and Firm-Level Evidence», OECD Economics Department Working Papers, N. 616, OECD Publishing, Paris.

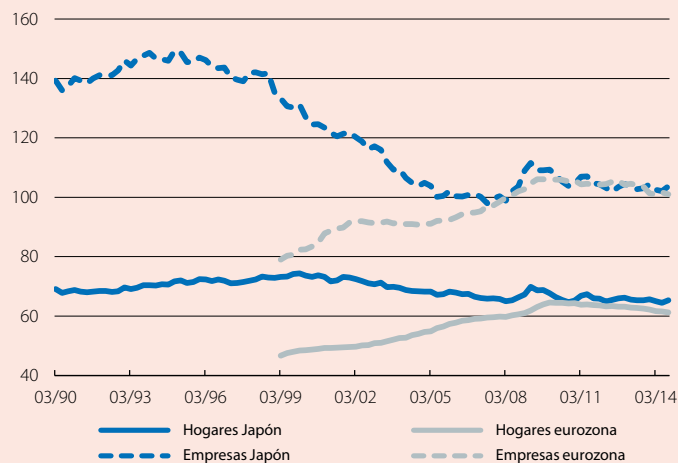
3. Arora, A., Branstetter, L. G. y Drev, M. (2013), «Going Soft: How the Rise of Software-Based Innovation Led to the Decline of Japan's IT Industry and the Resurgence of Silicon Valley», Review of Economics and Statistics, 95(3), 757-775.

## Un entorno monetario laxo: la nueva normalidad para el sector privado

Las principales economías desarrolladas se encuentran en un entorno monetario ultraacomodaticio tras más de seis años de tipos de interés muy bajos y tras la implementación de un amplio abanico de instrumentos monetarios no convencionales. En última instancia, el objetivo que persigue esta expansión monetaria es el de espolear la actividad económica tras la crisis sufrida en 2008. Concretamente, en la eurozona, donde la recuperación está siendo lenta y la inflación se encuentra en niveles alarmantemente bajos, la autoridad monetaria emprendió, en marzo, un programa de compra de activos a gran escala. Esta nueva medida de estímulo monetario reafirma que los tipos de interés se mantendrán en niveles mínimos por un periodo prolongado de tiempo, lo que acentúa la importancia de entender los efectos que este entorno monetario ultralaxo puede tener sobre los agentes económicos del sector privado (hogares y empresas), cuyo papel es clave a la hora de garantizar la efectividad de las políticas monetarias que persiguen generar crecimiento económico estimulando la demanda agregada. Para llevar a cabo este análisis, tomamos como referencia el comportamiento de los hogares y de las empresas en Japón, puesto que llevan más de 15 años conviviendo con un entorno monetario similar al que se enfrenta la eurozona.

### Deuda del sector privado de Japón y de la eurozona

(% del PIB)



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

Empecemos por las familias niponas. Al estallar la crisis de 1990, la situación de los hogares no era excesivamente crítica. Estos se caracterizaban por ser unos agentes muy ahorradores (tasas de ahorro de en torno al 20% de la renta disponible, 9 p. p. y 6 p. p. por encima de las de EE. UU. y de la eurozona al comenzar la crisis en 2008) y por sus niveles moderados de endeudamiento, del 69% del PIB. Los factores que explican esta composición del balance de las familias no eran solo culturales (palabras como «austeridad» o «frugalidad» se suelen relacionar con la cultura japonesa), sino que otros, como la demografía o factores institucionales, desempeñaron un papel importante. Entre estos últimos destacan los incentivos fiscales al ahorro, un sistema de pensiones públicas insuficiente o la dificultad para acceder al crédito por parte de los hogares, lo que les obligaba a ahorrar para hacer frente a grandes compras o de manera preventiva ante futuros shocks. A su vez, otro factor que favoreció el ahorro fue el hecho de que, por aquel entonces, el grueso de la población se encontraba en plena madurez, etapa del ciclo vital durante la cual más se tiende a ahorrar. En contraposición, la situación de las familias de la eurozona al estallar la crisis en 2008 difería notablemente de la japonesa, al presentar niveles de ahorro moderados, un consumo elevado y un fuerte endeudamiento en los países que más sufrieron la burbuja inmobiliaria,<sup>1</sup> como Irlanda (con una deuda de más del 120% del PIB en 2009) o España (de más del 80% del PIB en 2010).

El Banco de Japón, para combatir la intensa recesión económica y la deflación, llevó a cabo una política monetaria ultraacomodaticia (véase el artículo «Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el *Abenomics*», en este mismo Dossier), reduciendo los tipos de interés oficiales al mínimo y manteniéndolos en esos niveles durante más de 15 años. Ese entorno debería haber estimulado la demanda agregada; sin embargo, en lo concerniente a los hogares, no fue así. Si bien la tasa de ahorro se redujo en más de la mitad después de 20 años, no fue a causa de un mayor consumo, sino porque el crecimiento de la renta bruta disponible se detuvo y la población envejeció considerablemente (la vejez es la etapa del ciclo de la vida en la cual se tiende al desahorro). El consumo de las familias entre 1995 y 2014 se estancó y, en promedio, apenas creció un 0,2% anual (frente al 4,5% en EE. UU. y el 2,8% en la eurozona). Algunos motivos que explican que los tipos de interés nominales en mínimos no incentivaran la demanda son que los tipos de interés reales se redujeron en menor medida, toda vez que la tasa de inflación se mantuvo en terreno negativo, y que, como algunos autores argumentan,<sup>2</sup> el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de los hogares fue débil. Concretamente, la teoría del consumo intertemporal sugiere circunstancias en las cuales reducciones en los tipos de interés reales pueden aumentar el ahorro y reducir el consumo, al contrario de lo que sucede, por norma general, en la mayoría de las economías. Este caso se daría para los agentes con elevados niveles de activos sobre su renta y con una baja pre-

El Banco de Japón, para combatir la intensa recesión económica y la deflación, llevó a cabo una política monetaria ultraacomodaticia (véase el artículo «Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el *Abenomics*», en este mismo Dossier), reduciendo los tipos de interés oficiales al mínimo y manteniéndolos en esos niveles durante más de 15 años. Ese entorno debería haber estimulado la demanda agregada; sin embargo, en lo concerniente a los hogares, no fue así. Si bien la tasa de ahorro se redujo en más de la mitad después de 20 años, no fue a causa de un mayor consumo, sino porque el crecimiento de la renta bruta disponible se detuvo y la población envejeció considerablemente (la vejez es la etapa del ciclo de la vida en la cual se tiende al desahorro). El consumo de las familias entre 1995 y 2014 se estancó y, en promedio, apenas creció un 0,2% anual (frente al 4,5% en EE. UU. y el 2,8% en la eurozona). Algunos motivos que explican que los tipos de interés nominales en mínimos no incentivaran la demanda son que los tipos de interés reales se redujeron en menor medida, toda vez que la tasa de inflación se mantuvo en terreno negativo, y que, como algunos autores argumentan,<sup>2</sup> el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de los hogares fue débil. Concretamente, la teoría del consumo intertemporal sugiere circunstancias en las cuales reducciones en los tipos de interés reales pueden aumentar el ahorro y reducir el consumo, al contrario de lo que sucede, por norma general, en la mayoría de las economías. Este caso se daría para los agentes con elevados niveles de activos sobre su renta y con una baja pre-

1. En el caso de Japón, la burbuja inmobiliaria de 1990 no se originó a causa de los hogares, sino que eran las empresas las que invertían fuertemente en estos activos.  
2. Muellbauer, J. y Murata, K. (2009), «Consumption, land prices and the monetary transmission mechanism in Japan», CEPR.



disposición a intercambiar consumo en el tiempo, que, por tanto, tienden más a un consumo estable a lo largo del ciclo vital. Así, una caída de los tipos de interés reales a corto reduciría la rentabilidad del ahorro, lo que se traduciría en un menor consumo futuro. Y esto inclinaría a los agentes a compensar esta caída de la rentabilidad aumentando el ahorro actual para mantener niveles similares de consumo futuro.

En definitiva, el comportamiento de los hogares japoneses en relación con el ahorro ha cambiado radicalmente desde el inicio de la crisis hasta la actualidad. Si las familias ahorran menos, y, a su vez, el Gobierno cada vez pide prestado más, otro agente debe haber aumentado su capacidad de ahorro. Ello se debe a que un sector de la economía no puede pedir prestado si no hay otro que presta, ya sea otro agente de la economía doméstica o el resto del mundo (en este último caso, la necesidad de financiación se ha mantenido en niveles moderados a lo largo del tiempo). En consecuencia, la caída del ahorro de los hogares y el aumento de la deuda del Gobierno se ha visto compensado por la aparición de un nuevo agente ahorrador, el sector empresarial. Varios factores explican el hecho de que el entorno monetario acomodaticio de los últimos 15 años no haya incentivado la demanda agregada a través de una mayor inversión por parte del sector privado. El primero radicaría en la fuerte sobreinversión de las empresas al estallar la crisis, y en su baja rentabilidad.<sup>3</sup> El segundo factor se basaría en la necesidad de reducir sus niveles de deuda, ya que la burbuja inmobiliaria y financiera llevó a las empresas a endeudarse enormemente (un 140% del PIB en 1990). Tras la fuerte contracción del precio de estos activos, se vieron obligadas a sanear sus balances y a desapalancarse mediante una estrategia de contención del gasto y de retención de beneficios. Una vez que este proceso de desapalancamiento estuvo controlado, las empresas siguieron con su estrategia de retención de beneficios, dados el entorno de incertidumbre sobre el ciclo económico, una demanda agregada deprimida, un sistema impositivo que fomentaba dicha estrategia y, finalmente, la falta de alternativas atractivas para invertir esta liquidez. Todos estos elementos propiciaron un fuerte aumento del ahorro en el sector corporativo. En el caso de la eurozona, el proceso de desapalancamiento está siendo más moderado, debido también a que los niveles de deuda alcanzados fueron mucho menores que los japoneses (el máximo fue del 106% del PIB en 2009), y a que no se observa la propensión al ahorro empresarial que se dio en Japón.

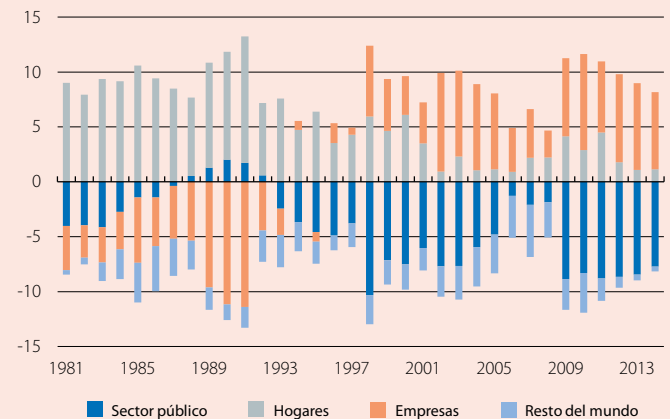
A modo de conclusión, son pocas las similitudes entre la economía japonesa y la eurozona en cuanto al balance del sector privado y su comportamiento se refiere. Respecto a los hogares, es poco plausible que la debilidad del mecanismo de transmisión de la política monetaria a la economía japonesa pueda ser extrapolable a la Europa continental, considerando las diferencias de fondo que existen entre una y otra región. De hecho, en la mayoría de países europeos ya se observan crecimientos nada despreciables del consumo privado. Asimismo, la posición financiera de las empresas europeas es, en general, más sólida en términos financieros, y ello ya está permitiendo que la inversión empiece a recuperarse.

Ariadna Vidal Martínez

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

### Japón: capacidad/necesidad de financiación neta por sectores

(% del PIB)



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

3. Ello se debe a un exceso de capital, que hace que la tasa de retorno de capital sea baja.





## PUBLICACIONES

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

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

**La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer**  
Clàudia Canals, 03/2013

**Vulnerabilidad de las economías emergentes**  
Àlex Ruiz, 02/2013

**Sareb: claves estratégicas**  
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

**Ajuste de capacidad en el sistema financiero español**  
Inmaculada Martínez, 09/2012

**El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española**  
Pere Miret, 08/2012

**Materias primas: ¿qué cambió en la última década?**  
Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

**Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados**  
Inmaculada Martínez, 05/2012

**¿Hay burbuja inmobiliaria en China?**  
Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

**El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?**  
Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

**Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?**  
Àlex Ruiz, 02/2012

**Spanish Public Debt: Myths and Facts**  
Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

**¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?**  
Jordi Singla, 11/2011

### DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

**¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?**  
Jordi Gual

**La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas**  
Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

**Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?**  
Jordi Gual

**Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea**  
Àlex Ruiz

**Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario**  
Jordi Gual

**Perspectivas de desapalancamiento en España**  
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

**Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?**  
Pere Miret

**La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó**  
Marta Noguer

**Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión**  
Joan Elias

### "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

**Banking Union: made of concrete or straw?**  
Jordi Gual

**European Integration at the Crossroads**  
Jordi Gual

**Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry**  
Jordi Gual

**Should the ECB Target Employment?**  
Pau Rabanal

**Integrating Regulated Network Markets in Europe**  
Jordi Gual

### IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### PULSO ECONÓMICO

### ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

### COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

### CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

**El tiempo que llega. Once miradas desde España**  
José Luis García Delgado (editor)

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

**Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental**  
Josep M. Colomer

**El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción**  
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

## Consejo Asesor

### Pol Antras

Harvard University

### Philippe Bachetta

Université de Lausanne

### Ramon Caminal

Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)

### Manuel Castells

Universitat Oberta de Catalunya  
y University of Southern California

### María Paz Espinosa

Universidad del País Vasco

### Josefina Gómez Mendoza

Universidad Autónoma de Madrid

### Marta Reynal-Querol

Universitat Pompeu Fabra

### Joan Enric Ricart

IESE Business School

### Xavier Sala-Martín

Columbia University

### Jaume Ventura

CREI - Universitat Pompeu Fabra

## GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2014

### Actividad financiera

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

### Actividad comercial y medios

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

### Obra Social: presupuesto por actividades para 2015

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

## Publicaciones

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



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 2015

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

Diseño y producción: [www.cege.es](http://www.cege.es)

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

