

# IM05

INFORME MENSUAL

NÚMERO 390 | MAYO 2015



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Escasez de activos seguros en los mercados financieros*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural o algo más profundo?*

### UNIÓN EUROPEA

*¿Convergen los costes laborales en los países de la eurozona?*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*El termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research*

## DOSSIER: LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA A NIVEL GLOBAL

---

*La preocupación sobre el nivel de deuda, ¿una cuestión superada?*

*Crisis, deuda y política económica, un triángulo polémico*

*El papel del crédito bancario en la recuperación española, ¿un nuevo milagro del fénix?*

*Otra financiación es posible, pero ¿es más segura?*



**"la Caixa" Research**

**INFORME MENSUAL****Mayo 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, etc.):

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

Fecha de cierre de esta edición:

30 de abril 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 *Escasez de activos seguros en los mercados financieros*10 *Los desafíos del sector de las pensiones y los seguros  
en un contexto de reducidos tipos de interés***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural  
o algo más profundo?*16 *Sobre la reestructuración de la deuda soberana***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Convergen los costes laborales en los países de la eurozona?*22 *Portugal: progreso favorable pero con deberes pendientes***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research:  
las constantes vitales de un sector que vuelve a animarse*28 *La polarización del empleo en España*29 *El uso del Fondo de Reserva de la Seguridad Social***32 DOSSIER: LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA  
A NIVEL GLOBAL**32 *La preocupación sobre el nivel de deuda, ¿una cuestión superada?*  
Àlex Ruiz34 *Crisis, deuda y política económica, un triángulo polémico*  
Clàudia Canals36 *El papel del crédito bancario en la recuperación española,  
¿un nuevo milagro del fénix?*

Judith Montoriol-Garriga

38 *Otra financiación es posible, pero ¿es más segura?*

Sandra Jódar-Rosell

## El papel de la deuda en la recuperación, ¿problema o solución?

Uno de los principales rasgos distintivos de la actual recuperación económica en el mundo desarrollado es su falta de dinamismo cuando se compara con otras fases de reactivación tras periodos recesivos. Este fenómeno ha generado una lógica preocupación entre los gestores de la política económica y un animado debate entre analistas y académicos. Aun a riesgo de simplificar en exceso, la cuestión se puede resumir como una contienda intelectual entre dos paradigmas: el del estancamiento secular y el del superciclo de deuda.

La tesis del estancamiento secular sostiene que la debilidad de la actual fase expansiva tiene su origen en la tendencia estructural de las economías avanzadas hacia una caída del potencial de crecimiento del PIB per cápita. Según esta visión, cada nuevo ciclo expansivo conlleva un ritmo de crecimiento potencial menor que el anterior, fundamentalmente por tres razones. La primera es la ausencia de nuevas oportunidades tecnológicas y, en particular, de tecnologías de uso general, como la electricidad, la automoción o la informática. La segunda es el envejecimiento de la población, que reduce tanto la propensión a consumir como la disposición a asumir riesgos. Y, en tercer lugar, la caída de la inversión en capital físico, que naturalmente está relacionada con las dos explicaciones previas y es una tendencia que se ha detectado especialmente durante los últimos 15 años.

Los partidarios del estancamiento secular, en fin, creen que el mundo desarrollado ahorra en exceso, lo que, junto con la falta de proyectos de inversión atractivos, comporta un escaso dinamismo de la economía, con unos tipos de interés que, a pesar de ser muy bajos en términos nominales, no lo son lo suficiente una vez descontada la inflación. Esta situación exige, según este análisis, un mayor impulso de demanda y gasto por parte de los presupuestos públicos, financiado si es preciso con la adquisición directa de bonos públicos por parte de los bancos centrales.

Los economistas que tratan de explicar los fenómenos actuales a partir de los ciclos recurrentes de deuda (el superciclo de deuda) enfatizan el papel determinante de la expansión monetaria y crediticia de los últimos 30 años en la génesis del escenario actual. Este se caracteriza no solo por la debilidad del crecimiento, la falta de demanda, los tipos bajos y la inflación mínima que resaltan los partidarios del estancamiento secular, sino también por una inusitada creación de liquidez y unas cotizaciones de activos financieros que en muchos mercados registran máximos históricos.

Según este punto de vista, el superciclo de deuda refleja que las autoridades monetarias han sido incapaces, a lo largo de los años, de resistir la presión política y social para acudir al rescate de los mercados y la economía cuando las sucesivas exuberancias financieras han desembocado en estallidos de burbujas de activos y en riesgos de recesión económica. También es consecuencia del error que supuso conducir durante muchos años las políticas monetarias utilizando como directriz básica la inflación, medida mediante el IPC, sin tener en cuenta suficientemente cómo la creación de liquidez incidía en los aumentos de precios de los activos financieros, con graves secuelas en términos de estabilidad financiera y económica. En definitiva: que el otorgamiento de más financiación a la economía, en lugar de dirigirse a la creación de nuevos activos productivos, se dirige a la inversión en activos ya preexistentes e incrementa su precio, dado que se trata de operaciones que a menudo buscan más la plusvalía que el retorno, en un contexto de tipos muy bajos que obligan a los inversores a la búsqueda de rentabilidad.

Es evidente que las prescripciones de política económica de los economistas partidarios de la teoría del superciclo de deuda son sustancialmente diferentes a las que preconizan los seguidores del estancamiento secular. En muchos países son, además, propuestas políticamente menos populares, puesto que al poner el acento en la deuda abogan por políticas de oferta en lugar de demanda y por políticas de consolidación fiscal y de reducción gradual de las deudas privadas. Estas propuestas no pueden ni pretenden solucionar el problema de la debilidad del crecimiento económico a corto plazo, ya que por su propia naturaleza tratan de establecer las condiciones para un crecimiento más sostenible a largo plazo.

Tardaremos años en saber cómo se decanta este interesante debate en el plano intelectual, aunque probablemente menos tiempo en observar sus consecuencias prácticas, puesto que los acontecimientos avanzarán inexorables. Entretanto y por si acaso, tenga razón un bando u otro, es interesante que seamos conscientes de las implicaciones que tienen para nuestras economías los altos niveles de deuda, y a ello dedicamos el Dossier de este nuevo *Informe Mensual*.

**Jordi Gual**  
Economista jefe  
30 de abril de 2015

## CRONOLOGÍA

### ABRIL 2015

- 7 El Tesoro español coloca letras a seis meses a tipo de interés negativo por primera vez en la historia.

### 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 titulaciones de créditos.

## AGENDA

### 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).
- 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).

### JUNIO 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (abril).
- 10 Encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 16 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 18 Comercio exterior (abril).  
Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).
- 25 Consejo Europeo.
- 29 Avance IPC (junio).  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).
- 30 Balanza de pagos (abril).  
Posición de inversión internacional neta (1T).  
Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).  
Tasa de ahorro de los hogares (1T).

## Aceleración gradual del crecimiento global

**La economía mundial se acelera aunque de forma desigual entre países.** La ligera aceleración del crecimiento mundial se apoya en dos factores clave: los efectos de un petróleo más barato, positivos a nivel global, y la continuidad de las políticas acomodaticias de las principales autoridades monetarias, entre las que destaca el programa de compra de deuda pública a gran escala que el Banco Central Europeo (BCE) puso en marcha en marzo. Estos factores han incidido de forma muy positiva sobre las economías de la eurozona, lo que ha llevado al Fondo Monetario Internacional (FMI) a revisar significativamente al alza la mayoría de sus previsiones de crecimiento para la región, en especial para España. En cambio, las economías emergentes sumarán su quinto año consecutivo de desaceleración, sobre todo a causa del menor ritmo de crecimiento de la economía en China, pero también por las tensiones geopolíticas y por el impacto negativo de la caída del precio del petróleo sobre los países exportadores de crudo. Aun así, el cambio más importante en el panorama que dibuja el FMI en su informe de primavera sea tal vez la disminución del crecimiento potencial a largo plazo, tanto en los países avanzados como en los emergentes, razón por la cual la institución insta a que adopten políticas económicas que apoyen el crecimiento a largo plazo.

**La estrategia de la Fed cobra especial relevancia ante la desaceleración (temporal) del crecimiento en EE. UU.** En el 1T 2015, el PIB avanzó un moderado 0,1% intertrimestral (3,0% interanual), muy por debajo de los registros de los últimos trimestres. El freno de la actividad se explica, fundamentalmente, por unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas en los meses de invierno. A pesar del carácter marcadamente temporal de esta desaceleración, el menor ritmo de avance ha levantado algunas dudas sobre la solidez del crecimiento y el impacto de la apreciación del dólar. Ello se refleja, por ejemplo, en la evolución de los principales índices bursátiles estadounidenses, que se han mostrado titubeantes ante la incertidumbre que rodea las previsiones de los beneficios corporativos de los próximos trimestres. Todo ello ha colocado de nuevo la estrategia de la Fed en el centro del debate. Por el momento, la institución sigue esperando un escenario de crecimiento moderado a medio plazo, lo que le permite mantener un mensaje prudente que apunta a que la primera subida de tipos tendrá lugar en el 4T.

**Los emergentes, en modo pausa.** Las economías emergentes se han visto beneficiadas por el mensaje de parsi-

monia del último comunicado de la Fed. No obstante, el trasfondo generalizado del bloque emergente es de debilidad. China anunció un crecimiento del PIB del 7,0% interanual en el 1T 2015, el ritmo más bajo de los últimos seis años y que refleja, en parte, la transformación estructural de la economía hacia un modelo más basado en el consumo, en el que el sector servicios gana protagonismo en detrimento de la industria. Ante la confirmación de que la desaceleración está siendo más rápida de lo anticipado, las autoridades chinas mantuvieron la estrategia de relajar las condiciones monetarias y financieras para evitar un escenario de aterrizaje brusco de la economía. Dentro del bloque emergente, Brasil y Rusia siguen siendo los países que presentan mayores riesgos, a diferencia de la India, cuya economía marcha a buen paso.

**Mejoran las perspectivas de crecimiento en la eurozona a pesar de la falta de acuerdo con Grecia.** El mes de abril ha sido testigo de marcados contrastes en la evolución de los mercados financieros europeos, fruto de la intensificación de los problemas de liquidez de Grecia y del enquistamiento de las negociaciones entre las autoridades helenas y europeas. Los cambios en el equipo negociador podrían marcar un punto de inflexión en este episodio, aunque su impacto sobre la mejora económica de la eurozona ha sido prácticamente imperceptible. En este sentido, el papel de la política monetaria expansiva del BCE está siendo determinante, al reducir sustancialmente los tipos de interés y apoyar las expectativas de inflación. Además, las medidas que ha tomado la institución han impulsado la depreciación del euro, lo que ha favorecido las exportaciones europeas.

**La economía española acelera el ritmo de crecimiento.** El PIB aumentó un 0,9% intertrimestral en el 1T 2015, un ritmo de avance superior al previsto, que nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento para el conjunto del año hasta el 2,8%. En los últimos meses, los principales organismos nacionales e internacionales han mejorado considerablemente la previsión de crecimiento para la economía española, que ahora se sitúa en un intervalo entre el 2,5% y el 3,0%. En ese intervalo se enmarcan también las previsiones que presentó el Gobierno en el Programa de Estabilidad, del 2,9%, concretamente. Destaca el hecho de que, a pesar de la mejora económica prevista, la senda de reducción del déficit público se mantenga para el período 2015-2018, y que incluso se relaje ligeramente en 2017.

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

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

Previsiones

## Economía española

	2013	2014	2015	2016	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015
<b>Agregados macroeconómicos</b>										
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	3,5	2,1	2,8	3,4	3,9	3,6	3,4	3,0
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,1	0,5	0,1	0,3	-0,5	-1,0	0,3	0,7	1,9
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	2,9	2,0	2,6	2,7	3,1	3,0	2,9	2,9
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	5,3	5,9	4,5	4,7	5,9	6,4	3,7	5,2
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,7	6,1	5,0	8,6	7,7	8,1	7,3	3,5	5,4
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
<b>Otras variables</b>										
Empleo	-3,2	1,2	2,9	2,4	1,7	2,4	3,0	2,8	2,9	2,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,4	22,4	20,9	23,7	23,7	23,8	22,4	21,7	21,7
Índice de precios de consumo	1,4	-0,2	0,0	1,9	-0,3	-0,5	-1,0	-0,3	0,3	1,2
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,0
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) <sup>1</sup>	1,4	0,8	1,1	1,1	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) <sup>1</sup>	2,0	1,2	1,7	1,7	1,1	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-6,8	-5,8	-4,8	-3,3	-5,7	-5,8				

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>										
<b>Dólar</b>										
Fed funds	0,25	0,25	0,29	0,88	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,43	1,16	0,23	0,24	0,26	0,33	0,49	0,65
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,92	1,68	0,56	0,57	0,66	0,78	1,00	1,23
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,86	1,77	0,50	0,52	0,58	0,63	0,95	1,27
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,33	3,26	2,49	2,27	1,97	2,04	2,45	2,85
<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	0,02	0,03	0,16	0,08	0,05	0,01	0,01	0,01
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,20	0,28	0,44	0,33	0,26	0,18	0,18	0,18
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,24	-0,01	-0,01	-0,04	-0,18	-0,26	-0,26	-0,26
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,20	0,74	1,06	0,76	0,35	0,15	0,15	0,17
<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	131,49	129,77	137,68	142,89	134,30	130,49	130,63	130,54
£/euro	0,85	0,81	0,72	0,71	0,79	0,79	0,74	0,72	0,72	0,71
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	61,30	78,68	103,38	77,03	55,19	59,97	62,50	67,55
Brent (euros/barril)	81,67	74,83	56,87	75,84	78,02	61,68	48,97	55,83	58,85	64,43

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones



## COYUNTURA · Un alto en el camino: viejos obstáculos y nuevos retos

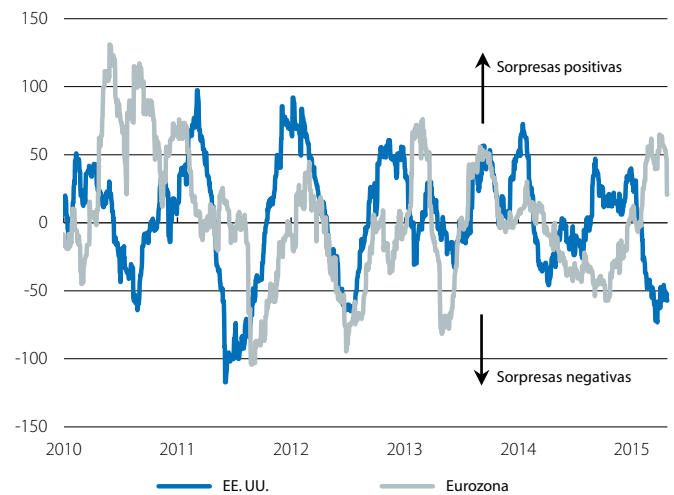
**La reparación de turbulencias en el último tramo del mes plantea algunos interrogantes.** El mes de abril ha sido testigo de marcados contrastes en la evolución de los mercados financieros europeos. Los primeros compases del mes estuvieron protagonizados por el avance firme de las cotizaciones de los activos de riesgo europeos, al calor de un sentimiento inversor boyante tras la puesta en marcha del QE soberano y las sorpresas positivas de crecimiento de la eurozona. Sin embargo, la continuidad de esta pauta favorable, vigente desde inicios de año, se ha frenado en el tramo final del mes por la intensificación de los problemas de liquidez de Grecia y el enquistamiento de las negociaciones entre las autoridades helenas y las europeas. En EE. UU., a diferencia de lo observado en Europa en los últimos meses, la debilidad de los indicadores de coyuntura mantiene un pulso titubeante en las bolsas estadounidenses. Las perspectivas poco halagüeñas sobre los beneficios corporativos de los próximos trimestres pueden limitar la reactivación a corto plazo del *momentum* alcista en los mercados de acciones estadounidenses. En este contexto de indecisión, los pasos que dé la Reserva Federal (Fed) en su proceso de normalización monetaria cobran especial relevancia.

**La fase de pausa que atraviesan los mercados internacionales puede prolongarse,** máxime si la situación en Grecia no muestra señales de progreso. Aunque las volatilidades de los activos financieros permanecen en niveles bajos, los indicadores técnicos y de sentimiento desaconsejan bajar la guardia, particularmente en Europa. En este sentido, pensamos que la probabilidad de que a corto plazo tengan lugar correcciones de alcance modesto e intermitente en los activos de riesgo europeos supera a la de continuidad del *rally*. Por otro lado, los activos del área emergente han mostrado un mejor desempeño relativo frente al de los desarrollados. La implicación de las autoridades chinas en relajar las condiciones monetarias y financieras, junto con el mensaje cauto derivado de los últimos comunicados de la Fed, han sido el principal sustento de este clima constructivo. No obstante, el trasfondo generalizado del bloque emergente es de debilidad, por lo que la calma reinante puede dar paso a vaivenes de intensidad moderada.

**El mercado de deuda pública europeo, bajo la influencia de fuerzas contrapuestas.** Los cada vez más acuciantes problemas de liquidez del Ejecutivo griego han intensificado los flujos de huida hacia la deuda *core* y la presión vendedora sobre la deuda soberana periférica. Su incidencia en el diferencial de rentabilidad de la deuda española, italiana y portuguesa ha sido contenida. De cara a las próximas semanas, el régimen de mayor volatilidad persistirá, al calor de las vicisitudes que deparen las negociaciones de Grecia y las instituciones europeas. Con todo, no contemplamos un deterioro severo y sostenido de la deuda periférica. La buena marcha del programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo (BCE) y la ampli-

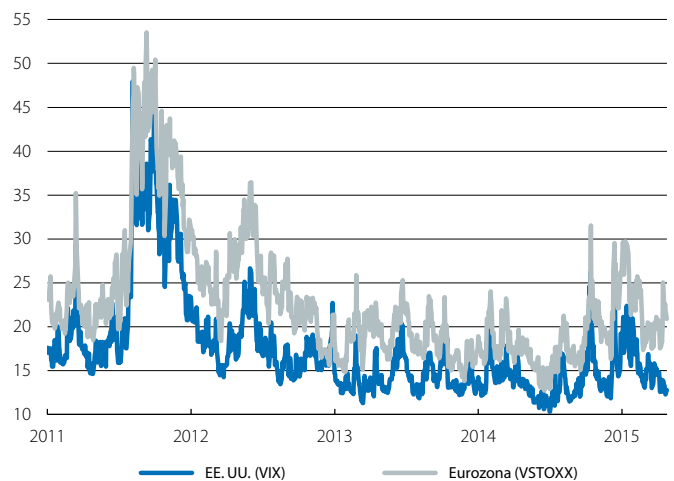
### Sorpresas económicas

Índice



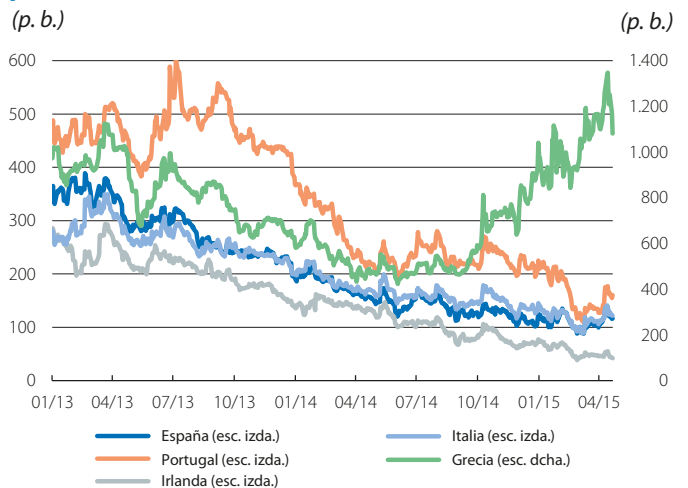
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Volatilidad implícita en las bolsas internacionales (%)



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

### Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años \*



Nota: \* Diferencial respecto al bono alemán a 10 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.



tud cada vez mayor de las señales de crecimiento en la eurozona justifican esta visión.

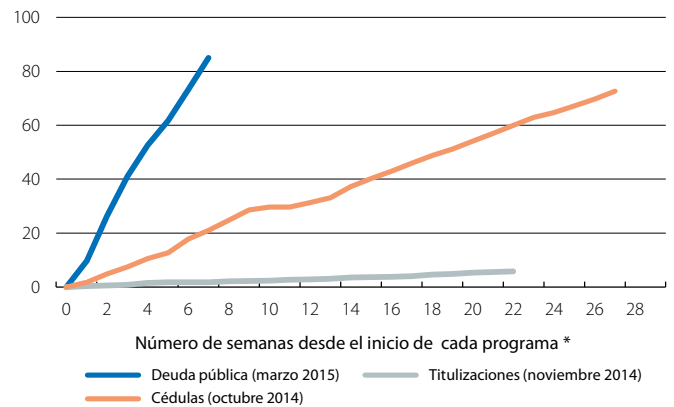
**Entre tanto, el BCE reitera que su compromiso para implementar el QE soberano es firme.** En la última reunión del BCE, Mario Draghi recalcó que el programa de compra de deuda pública se extenderá hasta, al menos, septiembre de 2016. En paralelo, el mandatario europeo negó la existencia de un problema de escasez en el mercado de bonos europeos y descartó la posibilidad de rebajar la remuneración de la facilidad de depósito. No obstante, parece claro que el BCE se reserva un cierto margen de maniobra que le otorga flexibilidad para actuar en caso de que las circunstancias así lo aconsejen. En este sentido, creemos que un eventual cese del QE soberano antes de septiembre de 2016 es un escenario remoto, pero no descartable si crecimiento e inflación sorprenden positivamente de forma recurrente. Hasta la fecha, la autoridad monetaria europea ha adquirido 85.000 millones de euros en títulos de deuda pública, en línea con el objetivo mensual, situado alrededor de los 45.000 millones.

**La Fed mantiene un mensaje prudente ante el débil pulso de la economía en el 1T 2015.** En su reunión de finales de abril, el Comité ofreció una interpretación menos favorable sobre la coyuntura económica estadounidense. El comunicado de la autoridad monetaria resalta el freno de la actividad en los meses de invierno, así como la moderación reciente en el ritmo de creación de empleo. De todos modos, los miembros de la Fed señalan el carácter transitorio de este menor pulso, consecuencia, en buena medida, de factores meteorológicos y de las huelgas en los puertos de la costa oeste de EE. UU., por lo que mantienen su perspectiva de crecimiento moderado a medio plazo. Esta lectura refuerza nuestro escenario de normalización lenta y gradual, con una primera subida del tipo de interés oficial en el 4T. No obstante, la eliminación del *forward guidance* por parte de la autoridad monetaria puede traducirse en una mayor volatilidad en la cotización de los activos estadounidenses, más expuestos ahora a la evolución de los indicadores de actividad. En este sentido, esperamos que el incipiente repunte de la rentabilidad de la deuda pública de EE. UU. se mantenga a medio plazo, especialmente ante la mejora de las expectativas de inflación, aunque no descartamos que tenga lugar de forma intermitente.

**La recuperación de los flujos inversores favorece el avance de la cotización de los activos emergentes.** El mes de abril ha estado marcado por un viraje significativo en el precio de los activos de riesgo emergentes, así como por nuevos descensos de la rentabilidad de su deuda pública. Los principales factores que han respaldado esta tendencia han sido tres. Primero, un inicio de las subidas del tipo oficial de la Fed más tardío de lo esperado, que ha devuelto momentáneamente el apetito inversor por los activos de los países emergentes. En segundo lugar, el repunte del petróleo ha reducido ligeramente las dudas que planeaban sobre las finanzas de algunos países extractores de crudo. Por último, también han contribuido las políticas expansivas adoptadas por los países emergentes. En

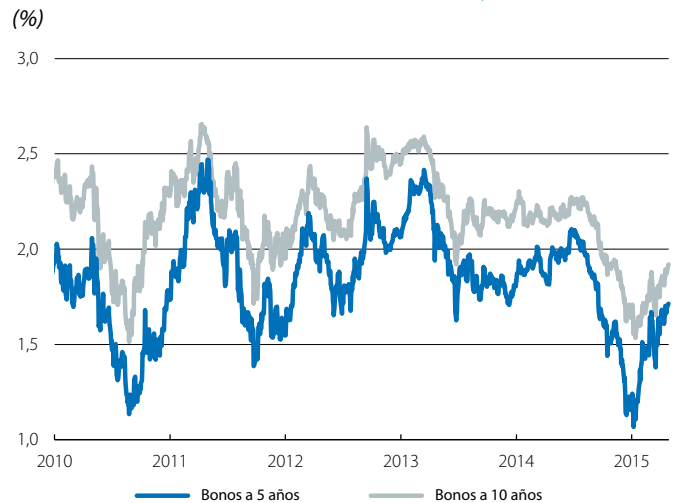
**Eurozona: compras de activos bajo distintos programas del BCE**

Volumen acumulado desde el inicio del programa (miles de millones de euros)



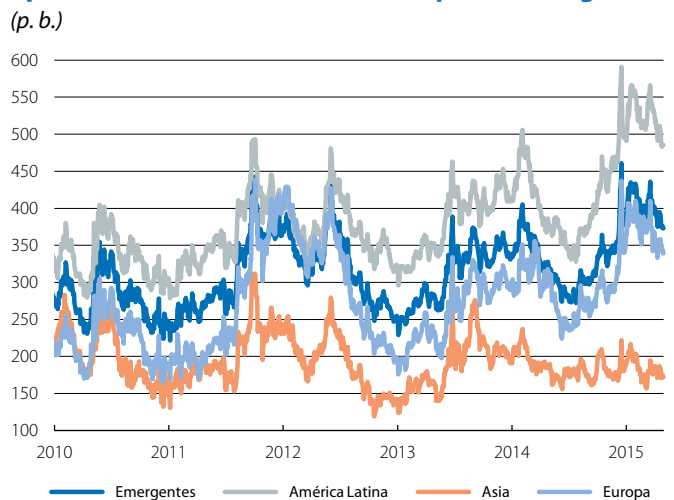
Nota: \* Entre paréntesis, la fecha de inicio de cada programa.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**EE. UU.: expectativas de inflación a 5 y 10 años \***



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

**Spreads de bonos soberanos de los países emergentes \* (p. b.)**



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

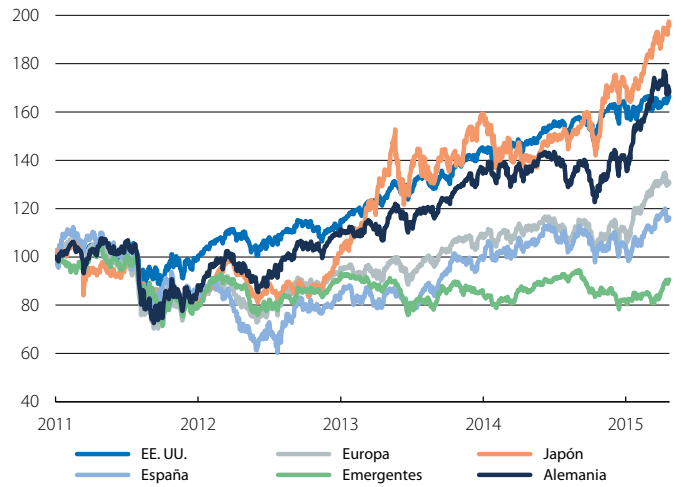
este último aspecto, destaca la postura activa que han adoptado las autoridades chinas. Así, el banco central de China ha recortado los requisitos de reservas de los bancos del país en 100 p. b., hasta el 18,5%, lo que supone la segunda reducción desde marzo con el objetivo de estimular el crédito. Paralelamente, la autoridad monetaria también ha aprobado la instauración de una nueva facilidad de crédito orientada a apoyar la demanda de bonos emitidos por las corporaciones locales chinas ante las dificultades de refinanciar su deuda. Este perfil acomodaticio de los bancos centrales emergentes se ha visto confirmado por las decisiones adoptadas en Rusia y Tailandia. En el otro lado del espectro, el banco central de Brasil mantiene una estrategia restrictiva para controlar las presiones inflacionistas.

**Las bolsas de los países avanzados se toman un respiro.** El optimismo imperante en las bolsas europeas desde inicios de año ha dado paso a un clima dominado por la cautela. La reaparición de los temores en torno a la solvencia de Grecia ha sido la principal causante. Por otro lado, el progresivo agotamiento de los factores que originaron el rally bursátil (expectativas y puesta en marcha del QE, mejora de las perspectivas económicas de la eurozona) también ha influido en la pérdida de vigor de las bolsas. En paralelo, las condiciones de sobrecompra que muestran los índices europeos y las cada vez más exigentes ratios de valoración (PER) han favorecido los retrocesos bursátiles. Esperamos, sin embargo, que el mercado de acciones europeo recupere el pulso basándose en el crecimiento esperado de los beneficios y en un escenario de mayor tracción de la actividad. En EE. UU., si bien es cierto que las revisiones a la baja de los resultados empresariales no contribuirán en sentido favorable, el margen para asistir a sorpresas positivas es considerable. Una premisa que también es válida en el frente macroeconómico, especialmente tras el débil dato de crecimiento de la economía norteamericana en el 1T.

**Los bancos centrales seguirán atentos a la evolución del dólar y del petróleo,** cuyas cotizaciones influirán notablemente en el avance de la inflación en 2015. Durante el mes de abril, ambos factores han tenido un papel importante en el comportamiento de los precios. Por lo que respecta al canal de la divisa, sobresale el viraje en la tendencia apreciatoria del dólar, que se ha depreciado un 6% respecto al euro desde la cotización máxima alcanzada en marzo (de 1,05 a 1,12 dólares por euro). Este debilitamiento del dólar se ha observado también en relación con el grueso de monedas emergentes, lo que ha supuesto un atenuante temporal para aquellos países con un elevado nivel de deuda emitida en la divisa estadounidense. No obstante, esperamos que el dólar retome la senda apreciatoria en lo que queda de año. Por lo que respecta al petróleo, se observa un encarecimiento del 21% en el precio del barril de Brent en abril, hasta los 66,8 dólares. El ascenso gradual del precio del crudo, previsto hasta finales de año, seguirá contribuyendo a la recuperación de la inflación a nivel global.

**Principales bolsas internacionales**

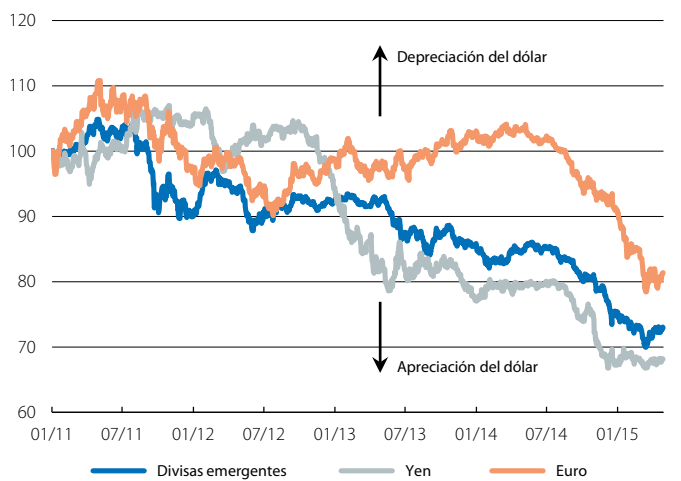
Índice (enero 2011 = 100)



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

**Cotización divisas frente al dólar**

Índice (enero 2011 = 100)

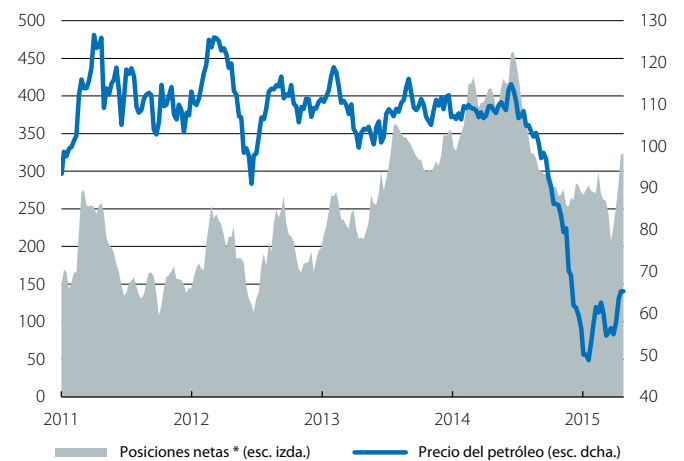


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Petróleo: cotización y posiciones especulativas netas**

(Miles de contratos)

(Dólares por barril)



Nota: \* Posiciones largas netas de las posiciones cortas sobre el petróleo.

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

## FOCUS · Escasez de activos seguros en los mercados financieros

La escasez de los denominados «activos seguros» (*safe assets*, en inglés) constituye desde hace algunos años un fenómeno de gran trascendencia en la escena financiera internacional. Las principales causas son conocidas, pero no tanto los efectos finales, y por desgracia podrían ser desagradables en el ámbito de la estabilidad financiera.

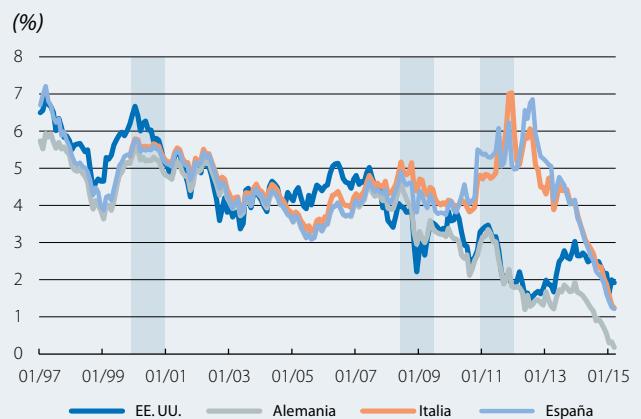
Conforman el universo de activos seguros, en su mayoría, títulos de deuda soberana de emisores de contrastada solvencia y estabilidad institucional. Su característica común es, por tanto, un nivel del riesgo de crédito y de liquidez muy bajo. Es decir, se trata de activos que preservan todo o casi todo su valor tras la aparición de *shocks* adversos en la economía o durante episodios de fuerte aversión al riesgo en los mercados. El descenso de la tasa de rentabilidad (o, lo que es lo mismo, el aumento del precio) de la deuda pública considerada segura que se observa durante las tormentas financieras ilustra de manera clara esta circunstancia (véase el gráfico). Además de proporcionar una preciada fuente estable de valor cuando los inversores más lo precisan, los activos seguros cumplen otros cometidos. En particular, se emplean como referencias (*benchmarks*) para originar y valorar un gran número de activos de renta fija, activos de riesgo y derivados. También tienen un papel crucial en los mercados mayoristas de financiación, puesto que actúan como colateral, lo cual posibilita el normal funcionamiento de la operativa en estos mercados. No sorprende, por tanto, que esas características confieran a los activos seguros un estatus singular. Tampoco que su precio haya sido tradicionalmente más elevado que el de otros activos financieros (*price of safety*). A diferencia de lo que sucede con los activos de riesgo y otros títulos de renta fija pública que no se consideran seguros, en el caso de los activos seguros el *search for yield* (búsqueda de rentabilidad) posee una incidencia menor. Sin embargo, las diversas fuerzas de oferta y demanda surgidas tras el estallido de la crisis financiera y económica en 2008 han conducido a una escasez relativa de activos seguros. La consecuencia inmediata es el aumento de su precio, es decir, el descenso del denominado tipo de interés (real) libre de riesgo.

Entre los factores de demanda, sobresalen dos. Primero, la mayor percepción de riesgo macroeconómico por parte de los agentes económicos a raíz de la recesión. Segundo, las compras de deuda pública a gran escala llevadas a cabo por los principales bancos centrales del mundo. También inciden otros factores de índole estructural, como el endurecimiento de los criterios regulatorios en torno a los estándares de liquidez del sector financiero. Todo ello ha tenido lugar en un contexto en el que la oferta de activos seguros ha experimentado un retroceso significativo. En primer lugar, debido a la implosión de los mercados de

titulización, que supuso *de facto* el cierre de una importante fuente de generación de activos considerados seguros hasta 2008. En segundo lugar, a causa de la posterior crisis de deuda soberana de la eurozona, que comportó la pérdida del estatus de activo seguro que ostentaba la deuda de numerosos países, entre ellos España. Así, en 2006, el 64% de los países desarrollados de la OCDE contaba con la máxima calificación crediticia sobre su deuda soberana (AAA). A cierre del 1T 2015, esta proporción era del 34%. Un último factor en liza es la disminución de las necesidades de financiación del sector público y, en consecuencia, de la oferta de activos seguros, fruto del proceso de consolidación fiscal adoptado por el grueso de los países desarrollados en los últimos años.

Aunque es previsible que el déficit de activos seguros tienda a moderarse a la larga, todo indica que el fenómeno persistirá durante los próximos años. En este sentido, los riesgos derivados de este escenario son múltiples y abarcan diversas esferas. De entrada, el sobreposicionamiento de los inversores en busca de seguridad en un grupo de emisores cada vez menor puede amplificar la volatilidad en sus respectivos mercados de deuda pública. Por otro lado, el funcionamiento de los mercados monetarios *secured* (en los que el prestamista exige una garantía en forma de activos seguros dejados en prenda) es susceptible de verse afectado por interrupciones ante la falta de colateral elegible. Por último, tal y como se analiza en el Focus «Los desafíos del sector de las pensiones y los seguros en un contexto de reducidos tipos de interés», la prolongación de un entorno de escasez de activos seguros y tipos reales muy bajos tiene importantes implicaciones sobre la estrategia de gestión de activos y pasivos de inversores con mandato de inversión de largo plazo, tales como los fondos de pensiones y las aseguradoras.

### Rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años \*



**Nota:** \* Las áreas sombreadas corresponden al estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000, el colapso de Lehman Brothers en 2008 y la crisis de deuda soberana de la eurozona en 2011.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

## FOCUS · Los desafíos del sector de las pensiones y los seguros en un contexto de reducidos tipos de interés

En octubre de 2014, el mayor fondo de pensiones mundial, el japonés GPIF, anunció una reducción drástica de su cartera de deuda pública y un aumento de la exposición a la renta variable. Esta decisión ilustra el viraje que se observa en la estrategia de inversión de gran parte de las compañías de seguros y los fondos de pensiones ante el escenario de tipos de interés muy reducidos. Dicho factor, junto con los cambios regulatorios que afrontan este tipo de inversores institucionales, supone desafíos de primer orden. Hay que tener presente que el sector asegurador y de las pensiones ha adquirido una elevada dimensión en las últimas décadas (tan solo los activos de los fondos de pensiones representaban, en los países de la OCDE, el 84% del PIB en 2013), de modo que desempeñan un papel muy relevante para la estabilidad financiera global.

Dada la naturaleza de su negocio, las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones se caracterizan por tener compromisos de pago a muy largo plazo. Precisamente este rasgo puede dar lugar, con relativa facilidad, a desajustes entre los pasivos y los activos en cuanto al plazo y la rentabilidad. La magnitud de estos desajustes debe mantenerse bajo vigilancia y control. De acuerdo con las pruebas de resistencia llevadas a cabo por la autoridad europea supervisora del sector (EIOPA), en algunas compañías los pasivos presentan una duración (vida media) y una rentabilidad que superan las de los activos en un grado que las hace vulnerables, máxime si se prolonga el escenario actual de reducidos tipos de interés. En efecto, esas entidades podrían encontrar dificultades a la hora de reinvertir en activos cuyo retorno sea suficientemente elevado para satisfacer los compromisos futuros adquiridos inicialmente. Este sería el caso de las instituciones aseguradoras de los países que se encuentran en el cuadrante inferior-izquierdo del gráfico, entre los que destaca Alemania, donde la predominancia de productos con una rentabilidad futura garantizada dificulta la adaptación a un entorno de tipos de interés tan bajos.

Como se ha señalado, el curso de acción que están adoptando numerosos inversores institucionales para reducir estas divergencias en sus balances es el aumento del perfil de riesgo de sus inversiones, en búsqueda de una mayor rentabilidad. A pesar de no disponer todavía de datos oficiales agregados de 2015, existen múltiples evidencias que confirman este fenómeno. Tal vez la más destacada sea el aumento del peso absoluto y relativo de las inversiones en renta variable por parte de las entidades de seguros y los fondos de pensiones de la eurozona, según han detectado diversas fuentes. Una tendencia que, a tenor de la reciente evolución de las bolsas de los últimos meses, se ha mantenido a inicios de 2015. De forma similar, la inversión en

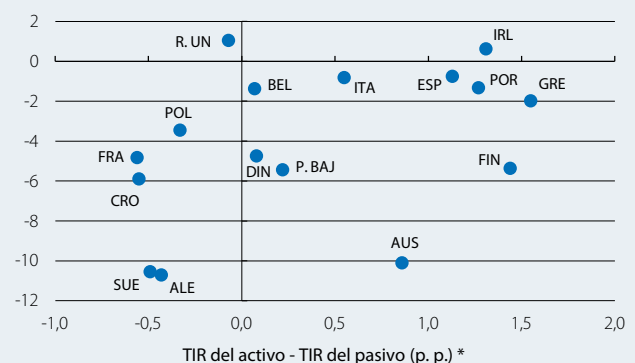
activos inmobiliarios y en infraestructuras está cobrando cada vez más protagonismo en los fondos de pensiones de los principales países avanzados, a la vez que disminuye la calidad de su cartera de renta fija, con un incremento de la exposición a bonos corporativos o soberanos con menor calidad crediticia (*high yield*).

No obstante, a medio plazo, este giro en la estrategia de los inversores institucionales puede verse limitado por los cambios regulatorios que afronta el sector. Este es el caso de las compañías de seguros, que, a partir de 2016, deberán adoptar un nuevo marco regulatorio (Solvency II) que encarecerá, en términos de provisiones, las posiciones inversoras más arriesgadas. Si bien esta normativa busca una menor exposición del sector asegurador a la volatilidad de los mercados, puede suponer una dificultad añadida para ajustar la brecha de rentabilidad observada en algunos países. Ante esta situación, cabe esperar que estos inversores institucionales se decanten por nuevas estrategias, como pueden ser la paulatina reducción de la oferta de productos con rendimientos garantizados y el aumento de la vida media de las inversiones, acercándola a la de los pasivos (lo que reduce el riesgo de reinversión).

En suma, tras sortear con buena nota la crisis financiera de los años 2007-2012, el sector de las pensiones y los seguros de vida encara ahora un gran desafío: reconciliar una normativa más exigente desde el punto de vista de la asunción de riesgos con la búsqueda de rentabilidad, en un contexto donde los tipos de interés perduran en niveles bajos. Se trata, sin duda, de un reto de calado que puede conllevar la transformación de un sector de gran importancia, tanto en lo que respecta a la estabilidad financiera de los mercados como en su papel de proveedor de servicios básicos en la gestión de riesgos de los consumidores.

### Desequilibrios en los balances de las compañías de seguros europeas

Vida media del activo - vida media del pasivo (años)



Nota: \* Tasa interna de retorno.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EIOPA.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	-20,0
Euríbor 3 meses	-0,01	0,02	-2	-8,3	-34,4
Euríbor 12 meses	0,17	0,20	-3	-15,5	-44,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,26	-0,21	-5	-19,6	-41,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,22	-0,25	3	-12,2	-36,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,37	0,18	19	-17,1	-109,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,47	1,21	26	-14,1	-154,5
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) <sup>1</sup>	110	103	7	3,2	-44,3
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,28	0,27	1	2,4	5,7
Líbor 12 meses	0,71	0,69	2	8,1	16,1
Deuda pública a 1 año	0,22	0,23	-1	0,7	11,9
Deuda pública a 2 años	0,57	0,56	1	-9,5	16,0
Deuda pública a 10 años	2,03	1,92	11	-14,1	-61,6

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

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	61	56	5	-2,0	-9,2
Itraxx Financiero Sénior	70	66	4	2,9	-8,9
Itraxx Financiero Subordinado	145	135	9	-4,2	23,5

### Tipos de cambio

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,122	1,073	4,6	-7,2	-19,1
¥/€	133,990	128,910	3,9	-7,5	-5,5
£/€	0,731	0,724	0,9	-5,9	-11,0
¥/\$	119,380	120,130	-0,6	-0,3	16,8

### Materias primas

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	421,2	415,0	1,5	-3,8	-16,0
Brent (\$/barril)	64,9	53,3	21,6	16,3	-40,3
Oro (\$/onza)	1.184,4	1.183,7	0,1	0,0	-8,3

### Renta variable

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.085,5	2.067,9	0,9	1,3	10,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.615,6	3.697,4	-2,2	14,9	13,0
Ibex 35 (España)	11.385,0	11.521,1	-1,2	10,8	8,9
Nikkei 225 (Japón)	19.520,0	19.207,0	1,6	11,9	36,5
MSCI emergentes	1.047,8	974,6	7,5	9,6	5,3
Nasdaq (EE. UU.)	4.941,4	4.900,9	0,8	4,3	20,1

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



## COYUNTURA · Bache invernal en EE. UU. y desaceleración en China

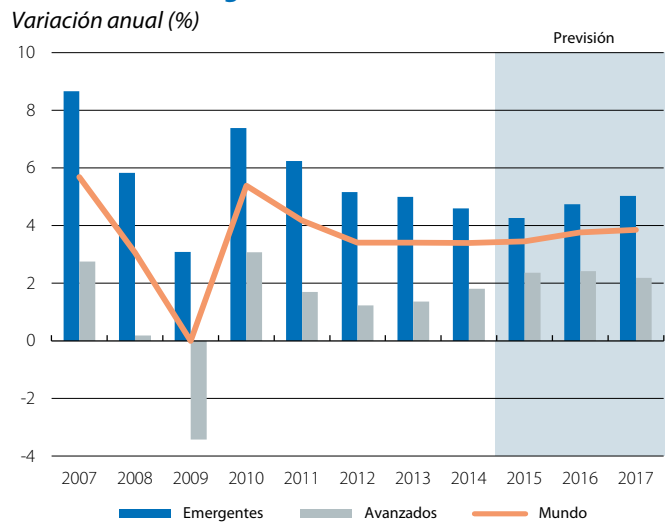
La aceleración del crecimiento será gradual en 2015 según el Fondo Monetario Internacional (FMI). La institución espera que la economía mundial crezca un 3,5% en 2015 y un 3,8% en 2016, en ambos casos en línea con la previsión de enero y por encima del 3,4% de 2014. Esta aceleración gradual se apoyará, principalmente, en una mejora de las economías avanzadas. En cambio, las economías emergentes sumarán su quinto consecutivo de desaceleración, afectadas por el descenso de los precios del petróleo, por las tensiones geopolíticas y, sobre todo, por la desaceleración de la economía china, cuyo peso representa el 30% del bloque emergente, en términos de paridad de poder adquisitivo. El FMI espera, no obstante, que estas economías ganen tracción en 2016, gracias a unos cuadros macroeconómicos más equilibrados (inflación, saldo público y exterior) y a una estabilización de las tensiones geopolíticas. Respecto a la previsión de enero, destacan, por países, la revisión a la baja de EE. UU. (3,1% en 2015), aunque sigue siendo la economía rica que más crece, y la revisión al alza de la eurozona (1,5%) y de Japón (1,0%). Entre las economías emergentes, los mayores deterioros se encuentran en Brasil (-1,0%) y en Rusia (-3,8%). En este escenario de lenta aceleración global, el FMI afirma que han disminuido los riesgos a la baja con respecto a su anterior informe, aunque siguen siendo considerables.

### ESTADOS UNIDOS

El PIB creció un contenido 0,1% intertrimestral en el 1T 2015 (3,0% interanual), netamente por debajo de los últimos trimestres. Por componentes de demanda, destacan la caída de la inversión, que se deprimió debido al fuerte descenso de la inversión en estructuras, y la contribución negativa del sector exterior, por la acusada caída de las exportaciones. Por el contrario, el consumo privado y las existencias contribuyeron de manera positiva al avance del PIB. Este avance moderado ha sido consecuencia de un invierno más duro de lo habitual, aunque las interrupciones en la actividad a causa de las huelgas en los puertos de la costa oeste, y la fortaleza del dólar son factores que también han incidido en la debilidad del dato. Con todo, puesto que la mayoría de factores que explican el menor empuje del crecimiento en el 1T son temporales, mantenemos nuestra previsión de un avance del 3,1% en 2015 (el mes pasado la habíamos rebajado) y del 2,8% en 2016.

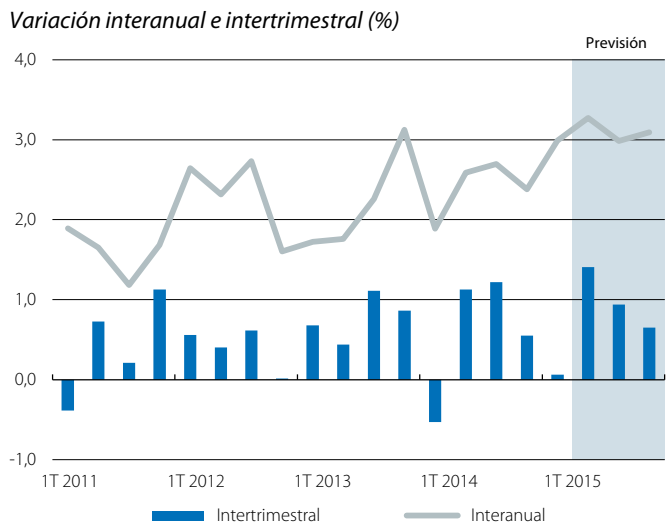
Esperamos una aceleración considerable de la economía de EE. UU. en el 2T 2015, lo cual le permitirá seguir liderando la recuperación entre las economías avanzadas. Pasado el hiato invernal, el consumo privado debe acelerar, apoyado en la mejora del mercado laboral y en el aumento de la tasa de ahorro de los últimos meses. La reducción del gasto en gasolina (por la caída del precio del crudo) se ha destinado al ahorro prácticamente en su totalidad: la tasa de ahorro de los hogares pasó del 4,4% de la renta disponible bruta en noviembre al 5,8% en febrero, un repunte que deja un amplio margen para la recuperación del consumo privado en los próximos meses.

### FMI: crecimiento global



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2015).

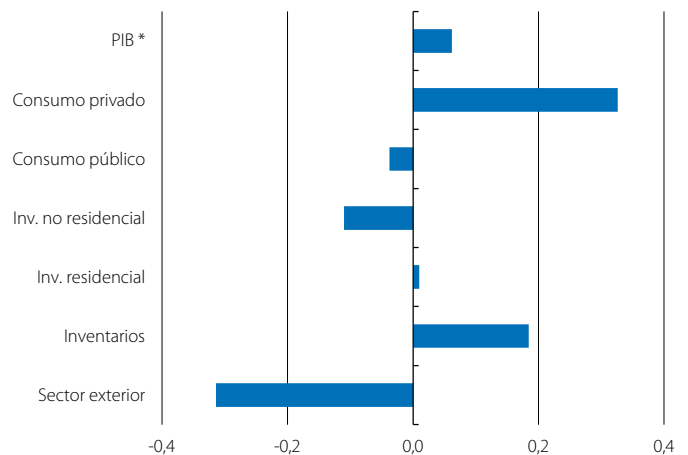
### EE. UU.: PIB



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

### EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T (p. p.)



Nota: \* Variación intertrimestral.

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

También se espera que la construcción gane tracción en el 2T. Unas condiciones meteorológicas adversas provocaron que el número de las viviendas iniciadas en febrero y marzo retrocedieran, respecto a diciembre de 2014, un 15,3% y un 13,6%, respectivamente. Sin embargo, la evolución de los precios de la vivienda de segunda mano, que subieron un 5,1% en marzo, y la formación de nuevos hogares siguen apuntando a una clara recuperación del sector.

**Los indicadores de actividad más recientes confirman la fortaleza de la economía estadounidense.** Los índices de sentimiento empresarial del ISM continúan en zona expansiva. Aun así, hay que destacar la diferencia entre las manufacturas y los servicios. El índice ISM de manufacturas sigue una tendencia bajista y registra un nuevo descenso, de los 52,0 puntos de febrero a los 51,5 de marzo. La producción industrial, que en los tres primeros meses de 2015 ha disminuido un 1%, cuando en 2014 subió un 4,6%, también evidencia la debilidad del sector manufacturero. Pero mientras la industria flaquea, los servicios, que aportan un 83,6% de la totalidad del empleo privado, siguen una evolución robusta. Así, el índice ISM de servicios se mantuvo en el nivel de los 56,5 puntos (un descenso frente al 56,9 de febrero). Por otra parte, las ventas minoristas de febrero (excluyendo los automóviles, cuya naturaleza es más volátil) no variaron respecto a enero, y el índice de confianza del consumidor del Conference Board se situó en abril en los 95,2 puntos, por encima de la media histórica, de 93,4 puntos.

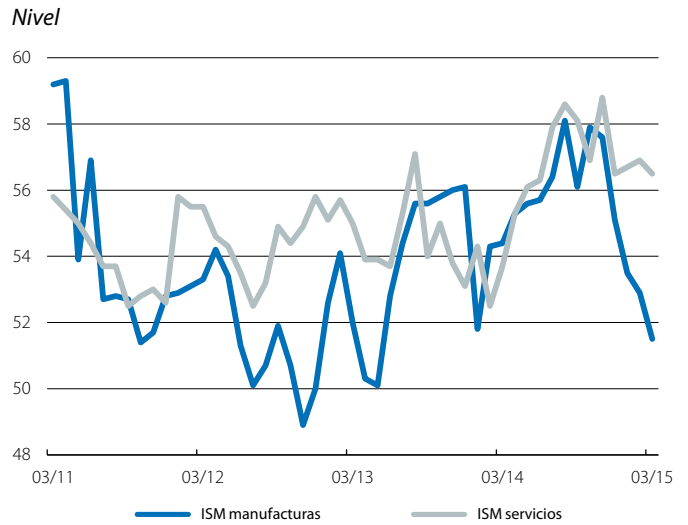
**El vigor del mercado laboral sufre una pausa puntual.** En marzo se crearon 126.000 puestos de trabajo netos, la mitad que el promedio de los últimos 12 meses, de 260.000. Sin embargo, este último dato no debe enturbiar la buena marcha del mercado de trabajo. El número de asalariados creció a un ritmo del 2,3% interanual, la tasa más rápida desde 2000, y la tasa de paro de marzo se mantuvo en un bajo 5,5% de la población activa. Asimismo, la tasa amplia de desempleo (denominada U6 y que incluye a empleados que trabajan a tiempo parcial por motivos económicos pero que desearían hacerlo a tiempo completo) bajó una décima, hasta el 10,9%, una cifra netamente inferior al 12,2% de julio de 2014. La mayor debilidad del mercado laboral estadounidense sigue siendo la baja tasa de actividad, que se situó en el 62,7% en marzo, lejos del 66,0% de 2007.

**La inflación sigue siendo moderada.** El IPC de marzo subió un 0,2% respecto a febrero, aunque acumula un descenso interanual del 0,1% por las caídas de los precios de los últimos meses. El índice subyacente, que excluye los precios de los productos de alimentación y los energéticos, también subió un 0,2% intermensual en marzo y acumula un incremento interanual del 1,8%, que se quedaría en un más contenido 0,9% interanual si no se tuviera en cuenta el efecto de los alquileres imputados. En este contexto de reducidos riesgos inflacionistas, seguimos previendo que la Fed esperará hasta otoño para subir el tipo de interés de referencia.

**JAPÓN**

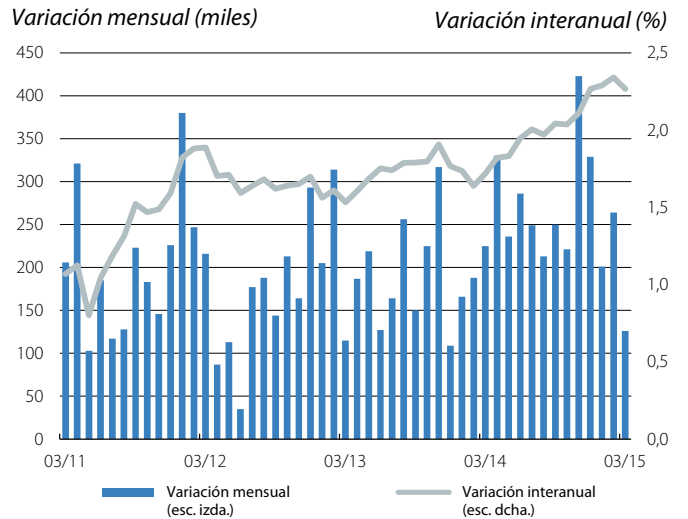
**La economía se recuperará en 2015,** apoyada en los estímulos monetarios y fiscales, las mejoras salariales, un petróleo barato

**EE. UU.: indicadores de actividad**



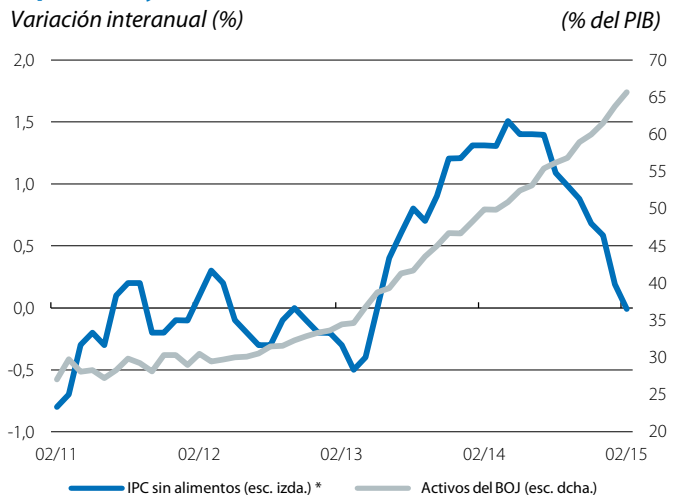
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del ISM.

**EE. UU.: empleo**



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

**Japón: IPC y activos del banco central**



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.



y un entorno internacional algo más favorable. Con todo, este proceso será lento. El consumo privado aún se resiente de los efectos de la subida del IVA de abril de 2014 (del 5% al 8%). Por otra parte, la producción industrial retrocedió en febrero un 3,1% intermensual y el índice Tankan de sentimiento empresarial del 1T 2015, que elabora el Banco de Japón (BOJ), permaneció prácticamente invariado. Los datos positivos provienen del sector exterior, que, gracias al yen débil y al petróleo barato, presentó en marzo su primer superávit desde la tragedia de Fukushima, en febrero de 2011. Así, mantenemos nuestra previsión de avance en el 0,8% para 2015 y en el 1,2% para 2016.

**La inflación sigue estando baja.** El IPC general de febrero creció un 2,2% interanual, pero solo un 0,1% sin el efecto de la subida del IVA. Asimismo, el IPC sin alimentos (pero con energía), la referencia del BOJ, aumentó en un 2,0% interanual, lo que se traduce en un incremento interanual efectivo del 0,0%, descontado el efecto del IVA. La cifra queda muy lejos del objetivo del 2% del BOJ, que continua su expansión cuantitativa con compras anuales, principalmente de deuda pública, por valor 80 billones de yenes (un 16% del PIB).

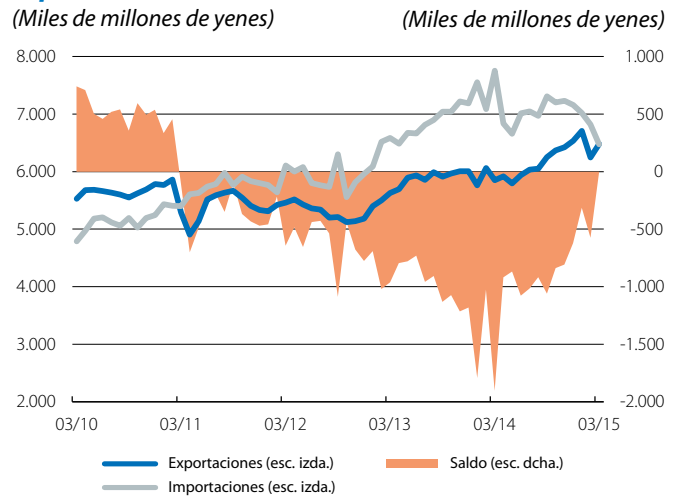
**EMERGENTES**

**En China, el PIB del 1T 2015 avanzó un 7,0% interanual, el ritmo más bajo de los últimos seis años.** Ello confirma los riesgos a la baja que hace semanas que señalamos, y nos obliga a rebajar las previsiones de crecimiento para 2015 (del 7,0% al 6,7%) y para 2016 (del 6,6% al 6,5%). La desaceleración fue más acentuada en el sector secundario, que creció un 6,4% interanual en el 1T, y fue netamente inferior al promedio de 2014 del 7,4%. El dato de la producción industrial de marzo, con un avance del 5,6% (el promedio de 2014 fue del 8,3%), confirmó la desaceleración de la industria y el profundo cambio que debería experimentar la economía china, encaminándose hacia un crecimiento con un mayor protagonismo de los servicios. En este sentido, el sector terciario avanzó un 7,9% interanual en el 1T, en línea con los datos de 2014. Por otro lado, la estabilidad de la inflación, que en marzo creció un 1,4% interanual, deja margen para las políticas expansivas. En este sentido, y ante la confirmación de la ralentización económica del país, el Ejecutivo movió ficha rebajando el coeficiente de caja en 1,0 p. p.

**Brasil es el emergente que presenta los mayores riesgos.** Al empeoramiento de los indicadores de actividad y la mala evolución presupuestaria (que implicará un mayor ajuste fiscal si se quieren cumplir los objetivos de déficit) se añade una inflación creciente a causa de la liberalización del precio de la electricidad y de la depreciación del real. Todo ello justifica la rebaja de nuestras previsiones: del -0,1% al -0,9% en 2015 y del 1,5% al 0,8% en 2016 (véase el Focus «El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural o algo más profundo?»).

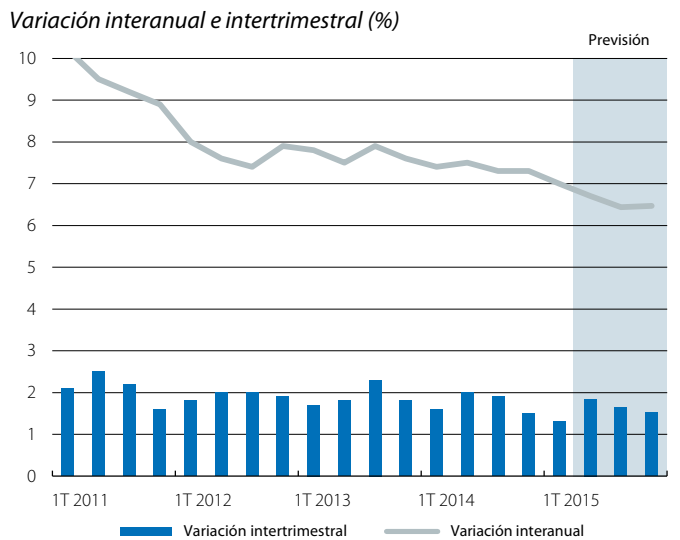
**Continúa la inestabilidad en Rusia y la buena marcha de la India.** Mientras que en Rusia hay indicios de una incipiente estabilización financiera, sigue siendo precaria y fácilmente reversible. En la India, un presupuesto algo más expansivo para 2015, y con un énfasis en la inversión, hace que subamos la previsión para 2015 del 6,9% al 7,1%.

**Japón: balanza comercial \***



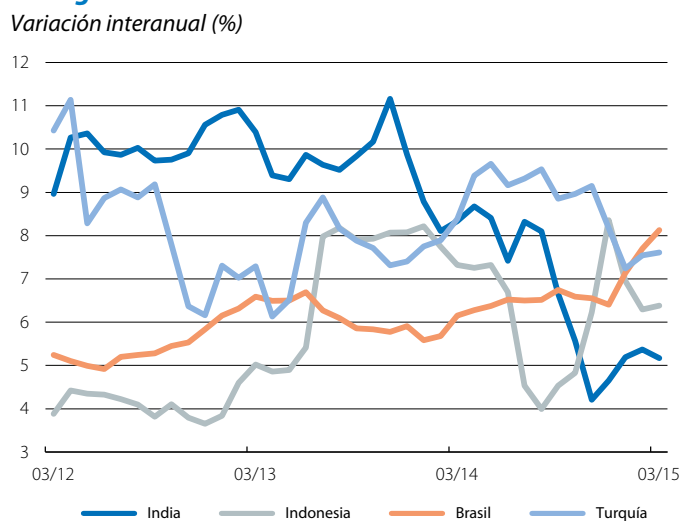
*Nota:* \* Datos mensuales.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Depto. de Comercio.

**China: PIB**



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

**Emergentes: IPC**



*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas estadísticas nacionales respectivas.

## FOCUS · El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural o algo más profundo?

A finales de 2014, las previsiones del consenso de los analistas apuntaban a que Brasil crecería del orden del 1% en 2015. Poco más de tres meses después, la cifra prevista ha pasado a ser un -0,8%. Distintos factores coyunturales están incidiendo en la creciente percepción de riesgo de esta economía latinoamericana: la debilidad de la actividad en el inicio del año, las dificultades del Gobierno para conseguir un apoyo parlamentario a su política económica, las protestas ciudadanas y las investigaciones en curso sobre Petrobras. No obstante, los problemas del país son más profundos: hay una notable incertidumbre sobre la capacidad de reducir de forma apreciable sus desequilibrios macroeconómicos y afrontar las reformas estructurales pendientes.

Por lo que se refiere al primero de estos retos, los desequilibrios más acuciantes son la inflación, el déficit público y el saldo por cuenta corriente. El IPC creció en marzo un 8,1% interanual, por encima del cierre de 2014 (6,4%). Los principales factores que explican esta subida de la inflación son el impacto de la depreciación del real y el hecho de que ciertos precios regulados estén siendo revisados al alza. Algunos elementos seguirán apoyando las presiones sobre los precios en 2015: el real sufrió una caída de aproximadamente un 17% frente al dólar en el 1T 2015, y los precios regulados aumentarán este año, lo que podría alimentar nuevas movilizaciones ciudadanas. En cuanto a las finanzas públicas, entre 2011 y 2013, el déficit público se situó en la zona del 3% del PIB, pero en 2014 escaló hasta el 6,3%. Este deterioro fue consecuencia principalmente de un incremento de los gastos (el año pasado hubo elecciones presidenciales en Brasil). Finalmente, el desequilibrio corriente, que en 2011 representaba el -2,0% del PIB, prácticamente se ha doblado (-3,9% del PIB en 2014) a causa de la caída del precio de muchas de las materias primas que exporta el país (como la soja o el mineral de hierro). Además del nivel, preocupa también su financiación: si en 2011 las entradas netas de capitales en cartera equivalían a un 12% de las de inversión directa extranjera, en 2014 la ratio era del 50%. Ello coloca la economía en una situación de mayor vulnerabilidad ante un cambio del sentimiento inversor.

En este contexto, ¿cuál es el margen disponible para la política económica? Dados los desequilibrios mencionados y teniendo en cuenta la debilidad del real, esperamos que el Banco Central mantenga una política monetaria restrictiva (prevemos una subida de 100 p. b. este año, hasta el 13,75%). El aumento del tipo de interés (aunque limitado, puesto que incide en el crecimiento), junto con el holgado nivel de reservas, son factores que pueden ayudar a contener eventuales episodios de estrés financiero sobre el real ante la subida de tipos de la Fed. Con todo, una ligera depreciación en términos reales de la divisa brasileña puede contribuir a mejorar la competitividad externa del país, sin poner en jaque la sostenibilidad de la deuda corporativa, cuya exposición al dólar se sitúa en un contenido 5,5% del PIB.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la pieza clave es un programa de ajuste fiscal que busca alcanzar un superávit primario del 1,2% del PIB en 2015. Dado que 2014 se cerró con un mayor déficit primario de lo previsto (-0,6%) y que la evolución de la recaudación está siendo inferior a lo planeado en el arranque de 2015, lo que inicialmente se consideró un programa necesario pero factible se ha convertido en un reto muy exigente. Ello, junto con las dificultades que ha encontrado el Ejecutivo para afianzar los necesarios apoyos parlamentarios, ha generado incertidumbre sobre su capacidad de modificar apreciablemente su política económica.

Estas dudas inciden en la segunda de las fuentes de incertidumbre, más fundamental: el compromiso para llevar a cabo las reformas estructurales. Nadie discute que Brasil dispone de bazas económicas de futuro: su demografía es expansiva, la creación de clase media durante los últimos años ha sido notable, tiene un mercado interno de tamaño apreciable y el área metropolitana de São Paulo está entre las más dinámicas de toda América Latina. Con todo, este potencial no se realizará sin que se ataquen dos frentes críticos: la reducción de los cuellos de botella productivos (reto que recae en la necesidad de mejorar las infraestructuras) y la simplificación del entorno de negocios. Según el indicador Doing Business del Banco Mundial, Brasil es el país 120 (de 189) para hacer negocios, demasiado lejos de referentes regionales como México (28) o Colombia (34).

En definitiva, Brasil está en el inicio de, al menos, dos años de ajustes macroeconómicos que deberían llevarlo a reconducir los desequilibrios más graves. En caso contrario, la presión de los mercados podría llegar a ser fuerte, ya que el entorno internacional macroeconómico y financiero será menos propicio para el país, con la Reserva Federal empezando a subir el tipo de referencia y con su principal socio comercial, China, en desaceleración.

### Brasil: principales indicadores macroeconómicos

	Promedio 2007-2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento PIB real (%)	4,5	1,8	2,7	0,1	-0,9	0,8
Inflación IPC (%)	5,2	5,4	6,2	6,3	7,7	6,1
Saldo fiscal (% del PIB)	-2,5	-2,6	-3,1	-6,2	-5,3	-4,7
Deuda pública (% del PIB)	63,0	63,5	62,2	65,2	66,2	66,2
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-2,2	-3,4	-3,9	-3,7	-3,4
Deuda externa bruta (% del PIB)	12,5	13,9	13,8	16,0		
Reservas (% deuda externa)	108,4	119,3	116,3	104,6		

Nota: (p) Previsiones.

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

## FOCUS · Sobre la reestructuración de la deuda soberana

Hace apenas un año, Argentina decidió anunciar un «impago selectivo» de su deuda, tras el fallo del juez estadounidense Thomas Griesa. Aunque dicho impago se aleja de lo que entendemos como un *default* estándar, es paradigmático de las dificultades que comporta el proceso de reestructuración de la deuda soberana, y alerta sobre la necesidad de instaurar y legitimar un régimen general de prevención y resolución de las crisis en este ámbito. Más si cabe, ante la creciente tendencia de endeudamiento de muchos países.

A grandes rasgos, podemos pensar que un país que ha emitido deuda con la finalidad de financiar sus gastos e inversiones comparte ciertos paralelismos con una empresa que se ha endeudado para llevar a cabo sus proyectos. Si las cosas van bien, se repaga la deuda gracias a la rentabilidad de las inversiones, y si las cosas se tuercen (ya sea fruto de la mala suerte o de la irresponsabilidad), se produce una situación de impago. A pesar de las semejanzas, la legislación que rige el proceso de reestructuración de la deuda soberana no es sencilla, pues puede entrar en conflicto fácilmente con uno de los principios fundamentales del Derecho Internacional, el que establece que los países son inmunes a las decisiones judiciales de otros países.<sup>1</sup> No en vano es una práctica habitual que los países emergentes emitan deuda regulada con leyes distintas a la propia: generalmente, la estadounidense en el caso de la deuda emitida en dólares, y la inglesa si es en euros.

Como ya se ha mencionado, el caso argentino es paradigmático de este conflicto. Cuando se declaró en suspensión de pagos en 2001, Argentina tenía deuda denominada en su propia moneda, en dólares y en euros, por valor de 100.000 millones de dólares (lo que supuso el mayor impago de la historia hasta que llegara el turno de Grecia, en 2012). Tras reestructurar su deuda en 2005 y en 2010, consiguió que el 93% de los acreedores la aceptaran, pero la parte restante (mayoritariamente fondos oportunistas) decidió no aceptar el canje y denunciar el caso ante el estado de Nueva York.<sup>2</sup> En junio de 2012, el juez Griesa dictaminó a favor de los fondos demandantes y, dos años después, amparándose en el principio de *pari passu* (igualdad de tratamiento a todos los acreedores), obligó a las instituciones financieras norteamericanas a cesar todos los pagos de Argentina a los acreedores que habían aceptado la reestructuración de la deuda hasta que no se pagase a los que la habían rechazado, lo que provocó que el país anunciara un «impago selectivo». La sentencia provocó el descontento de los tribunales ingleses, que, en febrero de este año, declararon que la sentencia de Griesa de frenar los

pagos del Gobierno argentino afectaba a inversores que estaban amparados por la ley inglesa, al haber adquirido deuda argentina denominada en euros y no en dólares.

Esta situación empujó a un gran número de países a plantear a la Asamblea General de las Naciones Unidas la necesidad de elaborar un marco legal internacional para la reestructuración de la deuda soberana en caso de impago. Aunque no era la primera vez que se debatía tal necesidad, en el pasado la mayoría de países avanzados no la habían apoyado, mientras que, en esta ocasión, muchos países decidieron cambiar su acostumbrado voto negativo por una abstención, lo que abrió la puerta a una posible entente. El argumento que solían esgrimir buena parte de las economías desarrolladas era que las cláusulas de acción colectiva (CAC) y el sometimiento de la deuda a las leyes estadounidenses o inglesas constituían un marco legal suficiente. Bajo las CAC, si un 75% de los acreedores de una emisión se pone de acuerdo, se pueden cambiar las condiciones de dicha emisión para el conjunto de sus acreedores.

Las Naciones Unidas no han sido el único foro desde el que se ha promovido el desarrollo de un marco legal para este tipo de reestructuraciones. Entre los esfuerzos que se han llevado a cabo destacan los del FMI, con el diseño del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM, por sus siglas en inglés). Este mecanismo intenta agilizar el proceso de reestructuración de la deuda soberana al conceder a la mayoría de los acreedores del agregado de las emisiones la potestad de pactar en nombre del total de los acreedores (lo que se conoce como el poder de la supermayoría). Con ello se intenta superar uno de los problemas más comunes de las CAC, según las cuales la mayoría se debe alcanzar a nivel individual para cada emisión de deuda, en lugar de para el agregado.

De todas formas, no está claro que todo sean ventajas. La concesión del poder a una supermayoría podría aumentar los riesgos de manipulación de los votos, lo que menoscabaría los derechos de los pequeños inversores. De hecho, si el nuevo marco permitiera que esta supermayoría cayera fácilmente en manos de intereses afines al Gobierno del país, aumentaría el riesgo de abuso de las reestructuraciones de deuda, lo que podría conllevar un incremento generalizado de los costes de financiación de los países emergentes.

En definitiva, todavía nos encontramos lejos de un marco acordado de reestructuración, por lo que es imperativo seguir trabajando para contrarrestar el poder del que disfrutaban una minoría de acreedores en el caso de algunos impagos soberanos. El ejemplo argentino no ha hecho más que reforzar esta necesidad. Con todo, no es evidente dónde se encuentra el equilibrio entre una reestructuración eficiente y ágil de la deuda y la protección de los derechos de los inversores.

1. Naciones Unidas, Convención sobre las Inmunidades Jurisdiccionales de los Estados, artículo 24.

2. La mayoría de demandantes eran fondos oportunistas que habían comprado la deuda en el mercado secundario con posterioridad a la declaración de impago por parte del país.

## 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	–	3,0	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,5	3,9	2,4	4,1	4,4	4,8	5,7	4,5	3,6
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	4,6	4,4	3,6	2,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	53,5	55,5	56,9	56,9	53,5	52,9	51,5
Viviendas iniciadas (miles)	930	1.001	925	985	1.030	1.063	1.072	908	926
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158,2	170,7	169	171	170	173	176	177	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,6	6,2	6,1	5,7	5,7	5,5	5,5
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	58,9	58,9	59,0	59,2	59,3	59,3	59,3
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	–3,9	–3,8	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	1,5	1,6	1,4	2,1	1,8	1,2	–0,1	0,0	–0,1
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,6	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	1,8

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

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

### JAPÓN

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
<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	39,0	38,9	40,5	38,9	39,5	40,9	41,7
Producción industrial	–0,6	2,1	7,7	2,7	–0,3	–1,4	–1,1	–2,1	–2,9
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	17,0	12,0	13,0	12,0	–	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	–1,8
<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	03/15
<b>Actividad</b>									
PIB real	7,7	7,4	7,4	7,5	7,3	7,3	–	7,0	–
Ventas al por menor	13,1	10,3	15,4	12,3	11,9	11,7	10,7	10,7	10,2
Producción industrial	9,7	8,3	8,7	8,9	8,0	7,6	6,8	6,8	5,6
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,3	50,7	51,3	50,4	49,8	49,9	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	258	381	233	254	321	381	409	492	487
Exportaciones	7,8	6,1	–3,4	5,0	13,0	8,6	–3,3	48,3	–15,0
Importaciones	7,3	0,5	1,5	1,4	1,1	–1,7	–19,9	–20,5	–12,7
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	2,6	2,0	2,3	2,2	2,0	1,5	0,8	1,4	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	5,35
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,1	6,2	6,2	6,1	6,2	6,3	6,2

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

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

## COYUNTURA · La recuperación sigue a buen ritmo pero los riesgos persisten

El Fondo Monetario Internacional (FMI) constata la mejora económica de la eurozona y revisa al alza sus previsiones. La institución señala que la recuperación de la economía se ha visto apoyada por la presencia de factores temporales favorables, como el descenso del precio del petróleo, y por las medidas que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo (BCE). La política monetaria expansiva del BCE está teniendo un papel determinante en la recuperación, mejorando las condiciones financieras de la economía al reducir sustancialmente los tipos de interés y al apoyar las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, ha impulsado la depreciación del euro, lo que favorece la balanza comercial. Estos acontecimientos han llevado al FMI a incrementar la previsión de crecimiento de la eurozona con respecto a la estimación de enero (+0,3 p. p., hasta el 1,5% en 2015). Sin embargo, señala los riesgos de un periodo prolongado de crecimiento e inflación bajos. Para evitarlo, recomienda continuidad en las medidas monetarias expansivas, profundizar en las reformas estructurales e incrementar la inversión, en particular en aquellos países con mayor margen fiscal.

**La recuperación prosigue en el 2T, aunque sin signos de acelerarse.** Tras un 1T en el que la actividad de la eurozona ganó tracción, los primeros datos del 2T apuntan a que la expansión continúa a buen ritmo, pero con cierta moderación. El índice PMI compuesto de la eurozona alcanzó los 53,5 puntos en abril, ligeramente por encima del nivel del 1T (53,3 puntos), aunque por debajo de nivel de marzo (54,4 puntos). El mismo patrón se observa tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. Por países, Alemania presenta la misma radiografía de crecimiento robusto en el inicio del 2T, pero con cierta moderación tanto en el PMI como en el ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas), que anotaron un ligero descenso respecto al registro de marzo. Sin embargo, el IFO (índice de actividad empresarial), siguió al alza. Por lo que respecta a Francia, el índice PMI anotó un importante retroceso que lo situó de nuevo muy cerca de los 50 puntos (cifra que suele delimitar fases de expansión y de contracción), tras los esperanzadores registros de los últimos meses. A diferencia de Alemania y de Francia, el índice PMI del resto de países de la eurozona aumentó significativamente, hasta niveles máximos desde agosto de 2007, y confirma, así, que la recuperación abarca a la mayoría de países.

**El consumo privado mantiene el buen tono.** El mayor optimismo sobre las perspectivas de la economía se tradujo en un incremento del consumo de la eurozona en el 1T. Así, las ventas minoristas crecieron en febrero un 3,0% interanual. El consumo privado debería mantener el buen tono en el 2T, a pesar de la leve corrección de la confianza del consumidor en abril, después de un notable incremento en el 1T. La trayectoria ascendente de los salarios en Alemania, motor de la actividad de la eurozona, continuará apoyando este mayor impulso del consu-

### Eurozona: previsiones del FMI

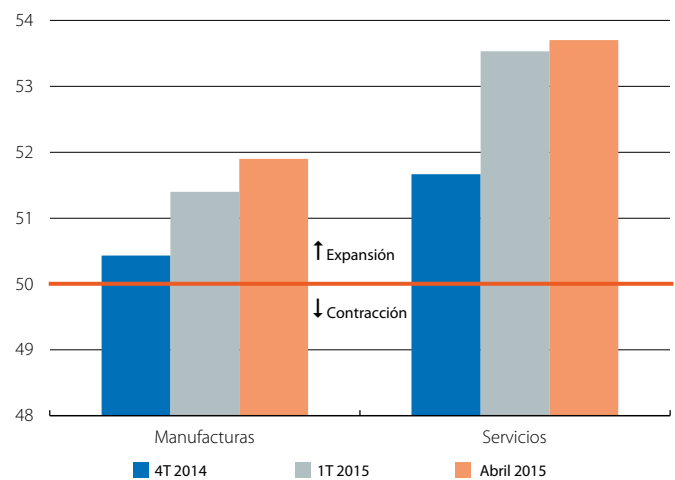
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión de enero de 2015	
	2014	2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,9	1,5	1,6	▲ 0,3	▲ 0,2
Alemania	1,6	1,6	1,7	▲ 0,3	▲ 0,2
Francia	0,4	1,2	1,5	▲ 0,3	▲ 0,2
Italia	-0,4	0,5	1,1	▲ 0,1	▲ 0,3
España	1,4	2,5	2,0	▲ 0,5	▲ 0,2

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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI

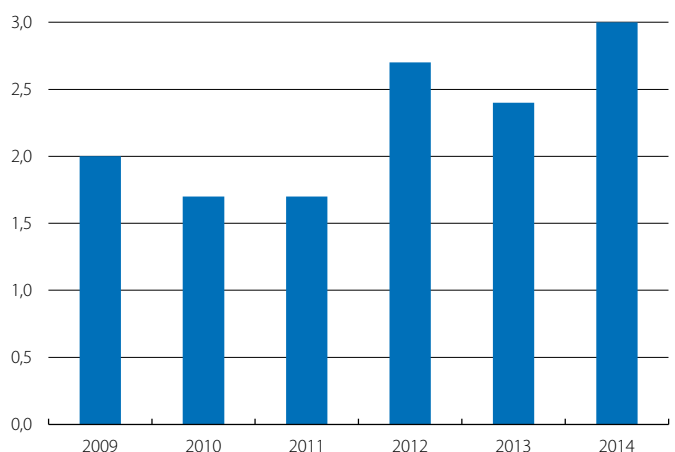
Nivel



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

### Alemania: salario por hora

Variación interanual (%)



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



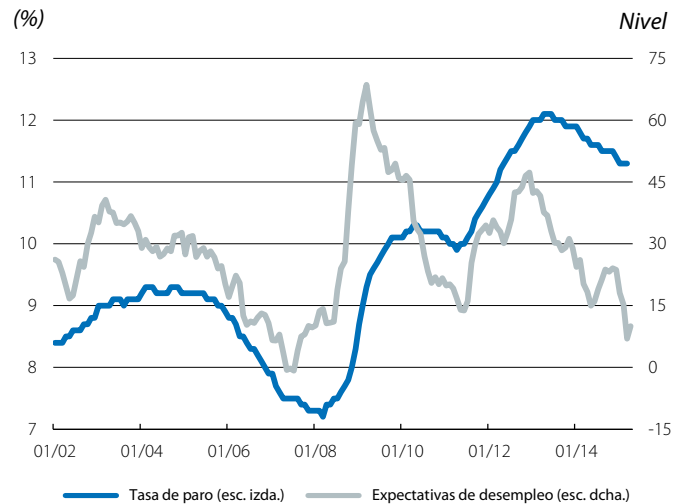
mo privado. En 2014, el país germano registró la mayor alza salarial en 20 años, y para 2015 se espera un aumento salarial de cerca del 3%, debido, en parte, a la introducción del salario mínimo y a los incrementos salariales pactados en los distintos convenios.

**La recuperación de la actividad económica en el 1T 2015 se refleja también en el mercado laboral.** En marzo, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 11,3%, cuatro décimas por debajo del nivel de hace un año. En el 1T, las expectativas de creación de empleo que recoge la Comisión Europea avanzaron notablemente para el conjunto de la eurozona. Se espera, por tanto, que el aumento de la ocupación en el 1T haya sido superior al del 4T, que fue del 0,1% intertrimestral. En el inicio del 2T, las perspectivas del mercado laboral siguen siendo favorables, aunque, como sucede con el resto de indicadores de oferta y demanda, apuntan a una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento del empleo. En concreto, las expectativas de generación de empleo en abril retrocedieron dos y una décima, hasta los -2,7 y 4,5 puntos en el sector manufacturero y de servicios, respectivamente. De momento, sin embargo, se mantienen en niveles por encima de los registrados en el promedio del 1T.

**La depreciación del euro contribuye al superávit de la balanza comercial.** El sector exterior sigue contribuyendo a la recuperación de la actividad económica, logrando que el crecimiento entre la demanda interna y externa sea bastante equilibrado. Las exportaciones de bienes, que finalizaron el pasado año con un incremento del 4,6% interanual en el 4T, continuaron avanzando significativamente en el inicio del 2015. En concreto, en los dos primeros meses del año, las exportaciones registraron un aumento anual promedio del 3,3%. Esto es, en parte, resultado de la depreciación del euro de los últimos trimestres. Concretamente, el superávit de la balanza comercial, de 22.000 millones de euros en febrero en términos desestacionalizados (21.200 millones en enero) ha contribuido a que la balanza por cuenta corriente de la eurozona mantuviera la buena tónica y registrara un superávit del 2,4% del PIB en febrero (acumulado de 12 meses), cuatro décimas por encima del registro del mismo mes del año anterior. Esperamos que el tipo de cambio se mantenga en cotas bajas los próximos meses y, de hecho, no descartamos que el euro se deprecie un poco más, una vez la Fed emprenda la subida de tipos de interés a finales de este año.

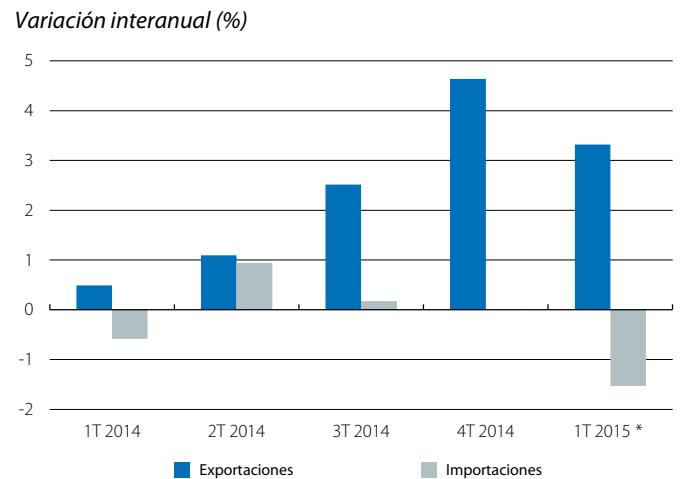
**Se va confirmando el abandono de las cotas mínimas de inflación.** En abril, la inflación general de la eurozona subió una décima, hasta el 0,0%, abandonando el terreno negativo después de cuatro meses. De cara a los próximos meses, prevemos que la inflación siga la senda ascendente y acabe el año cerca del 1,5%. Por un lado, el incremento del empleo y el menor ajuste salarial, sobre todo en Alemania, donde los salarios ya están creciendo a buen ritmo, impulsará el consumo de la eurozona, presionando al alza los precios. Por otro lado, la depreciación del euro respecto al dólar encarecerá las importaciones, lo que debería trasladarse a una subida de precios. El efecto alcista que tendrá la depreciación del euro sobre la inflación se mantendrá hasta principios del año que viene.

**Eurozona: indicadores del mercado laboral**



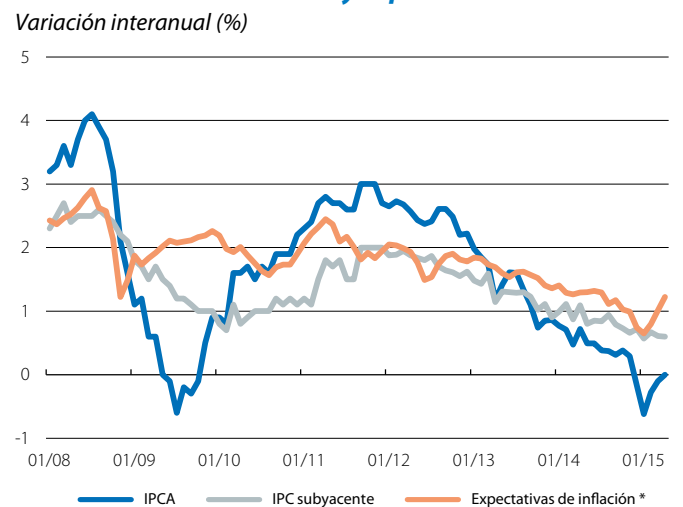
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

**Eurozona: balanza de bienes**



Nota: Datos nominales. \* Enero y febrero respecto a enero y febrero del año anterior. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: IPC armonizado y expectativas de inflación**



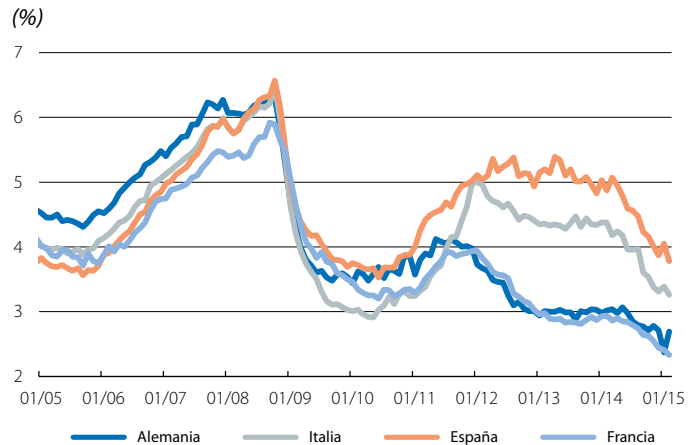
Nota: \* Swap de inflación a 5 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de Bloomberg.

**La integración financiera se va recobrando poco a poco.** Uno de los efectos positivos del programa de expansión cuantitativa del BCE ha sido mejorar la confianza en la recuperación de la eurozona, lo cual se ha traducido en un descenso del diferencial del tipo de interés al que se financian las empresas con respecto a Alemania. En España e Italia, los costes de financiación para las empresas no financieras se situaron en febrero en el 3,8% y el 3,3%, respectivamente, 1,1 p. p. por debajo de la tasa registrada en el mismo mes del año anterior. En cambio, en Alemania el descenso fue menor, de 0,3 p. p., y se situó en el 2,7%. La reducción de la fragmentación financiera, por tanto, ha sido considerable, aunque la variación de dichos costes de financiación sigue siendo elevada, lo cual dificulta que el crédito llegue a la economía real, especialmente en la periferia. Los significativos avances hacia la unión monetaria y las reformas estructurales que han llevado a cabo algunos de los países periféricos sin duda han contribuido a rebajar la fragmentación. Con todo, tal y como recordó nuevamente el FMI en el informe de perspectivas económicas de abril, para que esta mejora de la situación de la economía de la eurozona se afiance es necesario que haya una continuidad en la política monetaria del BCE, en el fortalecimiento de los balances de los bancos de la eurozona, en los esfuerzos de consolidación fiscal en los países muy endeudados y en las reformas estructurales.

**Grecia sigue siendo un foco de incertidumbre.** El exigente calendario de vencimientos de la deuda pública y la falta de un acuerdo con el Eurogrupo hace que la situación del país heleno siga constituyendo un riesgo importante para la eurozona. De momento, las negociaciones entre las instituciones europeas y el Gobierno griego para llegar a un acuerdo que permita desembolsar los 7.200 millones pendientes del rescate siguen sin dar frutos. No obstante, a finales del mes de abril, el Gobierno griego anunció un cambio en el equipo negociador que podría ayudar a redirigir el proceso. A partir de ahora, liderará las discusiones con las instituciones europeas el número dos del ministerio de Exteriores, en lugar del ministro de Finanzas, Yanis Varoufakis, que seguirá, no obstante, al cargo de la supervisión. Este cambio de interlocutor podría facilitar la consecución de un acuerdo si el Gobierno griego acaba aceptando las exigencias reformistas de las instituciones.

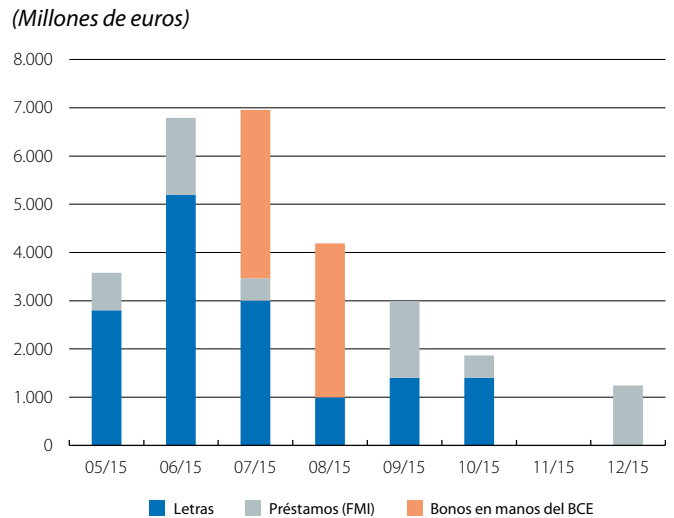
**Disparidad en las finanzas públicas.** En el conjunto de la eurozona, el déficit público se situó en el 2,4% del PIB (2,9% en 2013). Esta cifra recoge diferencias muy notables entre países. Por un lado, destaca el caso de Alemania, que registró un superávit del 0,7% del PIB, tras dos años consecutivos en los que mantuvo las cuentas públicas prácticamente en equilibrio. En el otro extremo se encuentran los países que sobrepasan el déficit máximo permitido por la Comisión Europea, del 3%: Francia, Grecia y España, entre otros. Los mayores ajustes de las cuentas públicas se observan en algunos de los países periféricos que partían de déficits elevados. En España, el déficit se situó en el 5,8% del PIB en 2014 (6,8% en 2013), en Irlanda fue del 4,1% del PIB (5,8% en 2013), y en Grecia fue del 3,5% del PIB (12,3% en 2013). En el conjunto de la eurozona, la deuda alcanzó el 91,9% del PIB en 2014, lo que indica que el esfuerzo fiscal deberá continuar, especialmente en aquellos países con elevados niveles de deuda.

**Costes de financiación para las empresas no financieras**



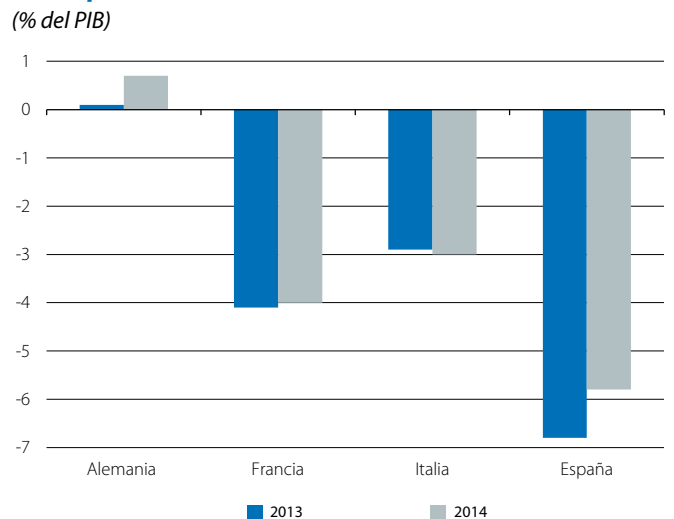
Nota: Tipo de interés para los préstamos hasta 1 millón de euros. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

**Grecia: vencimientos de deuda pública**



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

**Saldo público**



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



## FOCUS · ¿Convergen los costes laborales en los países de la eurozona?

En una unión monetaria, los costes laborales son un factor importante para determinar la competitividad relativa de sus países miembros. Así, si un país de la eurozona presenta un aumento sostenido de los costes laborales por unidad producida (CLU)<sup>1</sup> superior al del resto de países, pierde competitividad sin que pueda recurrir a una devaluación de su moneda para recuperarla. A largo plazo, esta situación no es viable. Pasemos a analizar cuál ha sido el desarrollo de los costes laborales entre los principales países de la eurozona y qué podemos esperar en un futuro próximo.

La evolución de los costes laborales en la eurozona en los últimos 15 años muestra la existencia de un cambio de régimen antes y después de la crisis de 2008. Antes de la crisis, Alemania fue ganando competitividad respecto a sus socios comerciales. Los CLU se mantuvieron estables en Alemania debido tanto a la contención salarial como a las mejoras experimentadas en la productividad laboral. En España y en Italia, la productividad permaneció estancada, mientras que la compensación salarial real aumentó a un ritmo del 2,6% y 3,0% anual, respectivamente, lo cual incrementó los CLU. En Francia, aunque la productividad creció a tasas similares a las de Alemania, los salarios subieron a un ritmo mayor.

Durante los últimos años se ha modificado sustancialmente esta dinámica, insostenible en una unión monetaria. España ha ganado parte de la competitividad perdida, al seguir estables los CLU gracias a la moderación salarial y al aumento de la productividad. Sin embargo, este no ha sido el caso ni de Francia ni de Italia. Los incrementos salariales en Francia, a pesar de moderarse, han continuado por encima de las mejoras de productividad. En Italia, los CLU han seguido creciendo a causa, sobre todo, de las pérdidas de productividad. Además, parte de la competitividad perdida de los países del sur de Europa se está recuperando gracias a la evolución de los costes laborales alemanes, que han ido aumentando después de la crisis sin que aumentara la productividad.

Esta corrección de la competitividad relativa podría continuar por las diferencias en el ciclo económico entre las economías de la eurozona. Alemania ya ha cerrado su brecha de producción, según estimaciones del FMI; tiene una tasa de paro en mínimos históricos, y todo apunta a que crecerá a un ritmo superior a su potencial a corto y medio plazo. Todo ello debería comportar un aumento de las presiones salariales. De hecho, los salarios crecieron alrededor del 1,7% en 2014 y las subidas salariales pactadas para 2015 y 2016 en varios convenios colectivos (como en las industrias metalúrgica y química) ya son superiores al 3% en promedio.

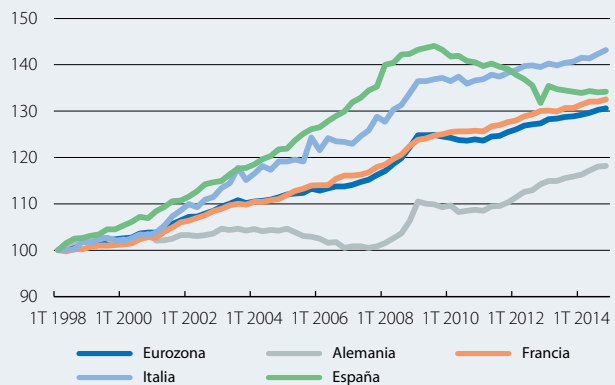
1. Los costes laborales por unidad producida (CLU) corresponden al cociente entre la compensación laboral por empleado y la productividad laboral (medida como el PIB en términos reales por empleado).

Tanto España como Italia y Francia sufren aún un importante exceso de capacidad productiva, lo que debería traducirse en menores presiones salariales este año, si la evolución salarial se ajustara al ciclo económico. En parte ha sido así, especialmente en España y en Italia, donde los salarios aumentaron en 2014 un 0,7% y un 0,4%, respectivamente. En Francia, en cambio, aumentaron un 1,4%, a pesar del débil crecimiento económico.

En resumen, es necesario que las economías de la eurozona consigan hacer converger y contener sus CLU, tanto por la vía de las compensaciones laborales como de la productividad. El diagnóstico por países ha mostrado el camino que le queda por recorrer a cada economía. Ni Alemania ni sus socios europeos pueden perder de vista que es necesario incrementar la productividad laboral y las remuneraciones salariales, solo en la medida en que mejore la productividad. Además, es imprescindible lograr que los CLU converjan entre sí. No se deberían repetir los errores del pasado.

### Costes laborales unitarios \*

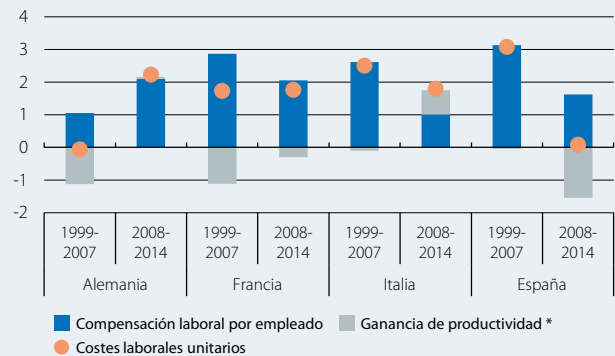
Índice (1T 1998 = 100)



Nota: \* Los costes laborales unitarios corresponden al cociente entre la compensación laboral por empleado y la productividad laboral (medida como el PIB en términos reales por empleado). Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

### Descomposición de la evolución de los costes laborales unitarios

Variación anual media en el periodo (%)



Nota: \* Valores negativos indican una ganancia de productividad laboral (medida como el PIB en términos reales por empleado), y viceversa. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

## FOCUS · Portugal: progreso favorable pero con deberes pendientes

En mayo se cumple un año de la finalización con éxito del programa de ayuda financiera a Portugal. En él se implementaron un conjunto de reformas estructurales y medidas de ajuste fiscal que han permitido que el país estabilizara sus desequilibrios macroeconómicos y saliera de la recesión con unas perspectivas económicas favorables. Si bien los avances son notorios, todavía persisten desequilibrios que podrían entorpecer el crecimiento económico a medio plazo. En este Focus analizamos dos de ellos: la elevada posición deudora respecto al exterior y un sector corporativo con un nivel de endeudamiento todavía alto.

Tras la introducción del euro, la economía lusa presentó grandes déficits por cuenta corriente de forma sostenida. Esta situación la llevó a empeorar su posición deudora externa neta –la posición de inversión internacional neta (PIIN) alcanzó el -112% del PIB en 2014–, lo cual la dejó en una posición muy vulnerable a los vaivenes de los flujos de capitales internacionales. Sin embargo, la corrección del saldo corriente ha sido muy notable durante los últimos años. Los primeros superávits se anotaron en 2013 y 2014, movidos, sobre todo, por la considerable corrección de la balanza comercial. Esta mejora del saldo de bienes y servicios se vio apoyada, además de por la lógica compresión de las importaciones durante una recesión, por un aumento de las exportaciones gracias a unas mejoras significativas de competitividad. En particular, los costes laborales unitarios en relación con los principales socios comerciales han caído un 9% desde 2007, y las exportaciones de bienes y servicios sobre el PIB han aumentado desde un 27% en 2009 hasta un 40% en 2014. Asimismo, Portugal está siendo capaz de suavizar la pérdida de la cuota exportadora que está experimentando la mayoría de países desarrollados: entre 2007 y 2014, Portugal la ha reducido solamente en un 10%, mientras que Alemania o Italia han perdido un 20% de su cuota. De todas formas, a pesar de los avances conseguidos, todavía es necesario que mejore el saldo de la balanza comercial para que la PIIN alcance niveles sostenibles lo antes posible (véase el primer gráfico).

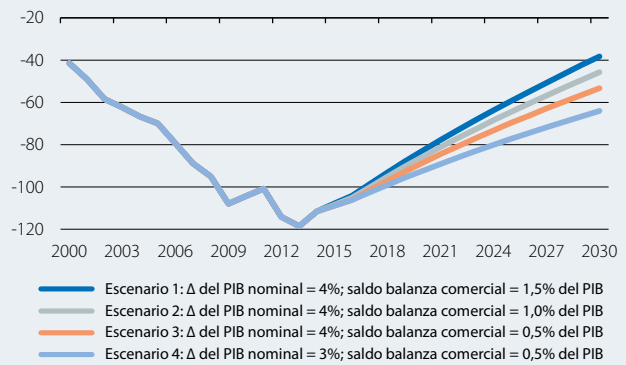
El segundo lastre para el crecimiento económico luso es el elevado endeudamiento del tejido empresarial, lo que limita la capacidad de inversión y de creación de ocupación, y por tanto, el crecimiento del país.<sup>1</sup> En 2013, la deuda de las empresas no financieras alcanzó el 168% del PIB, un nivel solo superado en la eurozona por Grecia, y acarrió unos gastos financieros que ascendieron al 33% de los beneficios brutos de explotación, el doble que las empresas españolas o italianas. Si bien el inicio del proceso de desapalancamiento fue tardío, a causa de la difícil situación económica, desde 2013 la ratio de deuda sobre el PIB se ha reducido en 14 p. p. Sin embargo, es importante resaltar que hay marcadas diferencias entre las empresas según su tamaño. Mientras que

1. El endeudamiento de los hogares era menor y su corrección ha sido destacable, del 95% del PIB en 2009 al 80% en 2014.

las grandes tienen unos niveles de deuda moderados dados su capacidad de repago y un mayor abanico de fuentes de financiación, las pymes, que forman el tejido empresarial de Portugal proporcionando empleo al 79% de los trabajadores, siguen fuertemente endeudadas, con una ratio de deuda sobre fondos propios del 240% en promedio, muy por encima de los niveles considerados adecuados por la Comisión Europea.<sup>2</sup> Por ello, es importante que Portugal aproveche el entorno económico favorable previsto para los próximos años para concluir el proceso de desapalancamiento.

En resumen, las perspectivas de crecimiento de Portugal tras el programa de rescate son halagüeñas. Aun así, se deben corregir con decisión y apremio los desequilibrios para asegurar el crecimiento del país a medio y largo plazo.

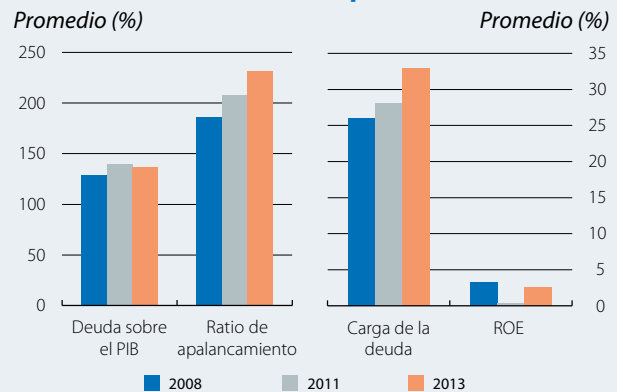
### Posición de la inversión internacional neta (% del PIB)



**Nota:** Se asume un saldo por cuenta de capital del 1,5% del PIB; un tipo de interés de los activos del 3,4% en promedio; un tipo de interés de los pasivos del 2,9% en promedio; y unos activos en % del PIB constantes a 190% y sin efectos de valoración.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística portugués y del Banco de Portugal.

### Ratios financieros de las empresas no financieras



**Nota:** La carga de la deuda es igual a los gastos financieros sobre el EBITDA, la ratio de apalancamiento es igual a la deuda sobre los fondos propios y el ROE es igual a la rentabilidad sobre los fondos propios.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BACH, del Instituto Nacional de Estadística portugués y del Banco de Portugal.

2. En general la Comisión Europea considera que la ratio óptima se sitúa alrededor del 100%, aunque depende de las características específicas de la industria y de la propia empresa. Ratios mayores a 200% se darían en empresas sobreendeudadas.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15	04/15
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-0,8	1,3	1,4	0,8	2,0	3,2	3,0	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-0,7	0,8	0,9	0,5	0,3	0,4	1,6	...	...
Confianza del consumidor	-18,6	-10,0	-7,7	-9,9	-11,2	-8,5	-6,7	-3,7	-4,6
Sentimiento económico	93,8	101,6	102,6	101,2	100,9	101,5	102,3	103,9	103,7
PMI manufacturas	49,6	51,8	52,5	50,9	50,5	51,0	51,0	52,2	...
PMI servicios	49,3	52,5	53,0	53,2	51,7	52,7	53,7	54,2	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,9	-	...	-	-
<b>Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)</b>	12,0	11,6	11,6	11,5	11,5	11,3	11,3	11,3	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,1	10,4	10,5	10,6	10,6	10,6	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,4	12,8	13,0	12,6	12,7	13,0	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	24,7	24,1	23,7	23,3	23,1	23,0	...

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la 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	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
<b>Saldo corriente: eurozona<sup>1</sup></b>	1,9	2,2	1,9	2,1	2,2	2,3	2,4	...
Alemania	6,5	7,6	6,8	7,4	7,6	7,6	7,7	...
Francia	-1,4	-1,0	-1,6	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	...
Italia	0,9	1,9	1,3	1,6	1,9	2,0	2,2	...
España	1,4	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>2</sup> (valor)</b>	101,7	102,3	103,9	101,7	99,6	95,9	94,0	91,3

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, la 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	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15	
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-2,3	-2,2	-2,5	-2,0	-1,3	-0,9	-0,3	-0,3	
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	0,3	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	2,2	2,0	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	2,8	2,6	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	...	
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,2	5,9	7,2	9,1	9,3	10,5	
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-3,1	-3,2	-3,3	
Instrumentos negociables	-14,8	-7,4	-11,7	-6,1	0,9	0,5	3,2	4,1	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,4	1,3	1,1	1,0	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.

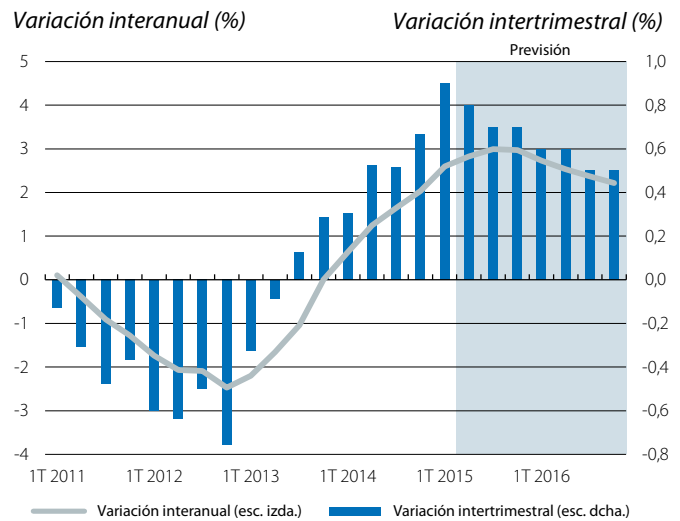
## COYUNTURA · El crecimiento se acelera con el apoyo del consumo

El ritmo de crecimiento de la economía española se acelera hasta el 0,9% intertrimestral en el 1T, dos décimas más que nuestra previsión y que el registro del 4T 2014. A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados de actividad apuntan a un gran dinamismo de la demanda interna, sobre todo del consumo privado y de la inversión empresarial, mientras que la demanda externa habría tenido una contribución ligeramente negativa, debido a la fortaleza de las importaciones no energéticas. Los indicadores de actividad, que ya señalaban una aceleración del ritmo de crecimiento en el 1T 2015, muestran que la recuperación está siendo más robusta de lo previsto. Esto nos lleva a revisar al alza las previsiones de crecimiento hasta el 2,8% para 2015 y hasta el 2,5% para 2016 (tres y dos décimas más, respectivamente), apoyándonos principalmente en una mejor evolución del consumo privado, que refleja la buena marcha del mercado laboral y el ahorro derivado del bajo precio del petróleo. Por otra parte, esperamos que las contribuciones de la demanda externa al crecimiento sigan siendo ligeramente negativas durante 2015, a causa del incremento de las importaciones por el aumento del consumo, y que pasen a ser positivas en 2016, cuando la depreciación del euro tenga su máximo efecto.

**Mejoras generalizadas de las perspectivas de crecimiento para 2015.** Los buenos datos registrados durante los últimos meses pronostican un crecimiento robusto para el conjunto de 2015. En este sentido, los principales organismos nacionales e internacionales han mejorado las previsiones de crecimiento de la economía española para este año. En abril, fue el turno del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Gobierno, que mejoraron sus previsiones en 0,8 p. p. y 0,9 p. p., respectivamente. El crecimiento anual previsto para 2015 se sitúa en un intervalo entre el 2,5% (previsión de Consensus Economics y del FMI) y el 3,0% (previsión de Funcas). Dentro de este intervalo quedan también las previsiones del Banco de España y de "la Caixa" Research (2,8%). El toque de alerta proviene de las previsiones a medio plazo, que muestran una clara desaceleración del ritmo de crecimiento a medida que el efecto de los apoyos temporales (el bajo precio del crudo y la depreciación del euro) se vaya diluyendo. En este sentido, el FMI recuerda, en su informe de primavera, la necesidad de seguir llevando a cabo reformas e incentivar la inversión para apuntalar el crecimiento potencial a medio plazo.

**La demanda interna se postula como el motor del crecimiento.** Los indicadores de demanda muestran el buen tono del consumo interno en el 1T. Las ventas minoristas aumentaron un robusto 2,7% interanual en marzo, y las ventas de las grandes empresas registraron un incremento del 5,7% interanual en febrero, apoyadas por el dinamismo del mercado interior. Esta buena evolución está teniendo continuidad en el 2T: la confianza del consumidor subió de nuevo en abril hasta situarse en los 3,6 puntos, un nivel similar a los del año 2000 (con un promedio histórico de -12,9 puntos). Los consumidores españoles empie-

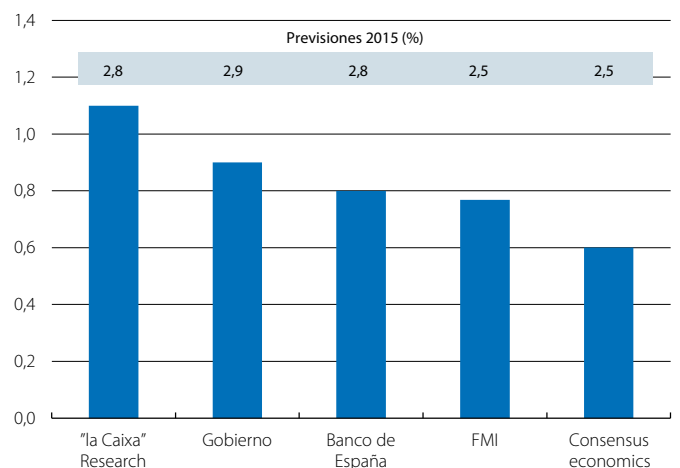
### PIB



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

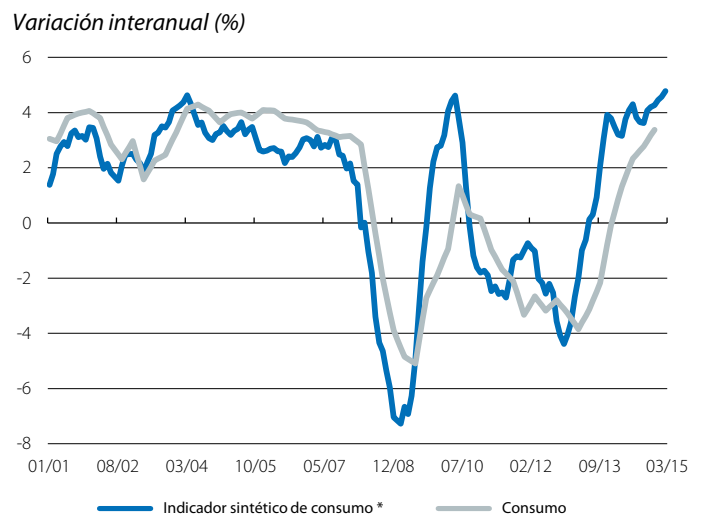
### Revisión de las previsiones de crecimiento para 2015

Variación respecto a las previsiones de otoño (p. p.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, la Comisión Europea, el Banco de España, el Ministerio de Economía y Consensus Economics.

### Indicadores de demanda: consumo



Nota: \* Variación interanual de la media móvil de 3 meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Economía y del INE.

zan a notar la mejoría económica, que, de la mano del ahorro favorecido por la caída del precio del petróleo, la baja inflación y la mejora del mercado laboral los estimula a aumentar el consumo y a realizar las compras postpuestas durante los peores años de la recesión. Los datos positivos se reflejan en el indicador sintético de consumo, compuesto por varios indicadores de demanda, que muestra una clara tendencia alcista y erige el consumo privado en pilar del crecimiento en 2015.

**La inflación repunta aunque se mantiene en terreno negativo.** La inflación aumentó por tercer mes consecutivo en abril; concretamente, una décima, hasta el -0,6%, impulsada por la subida de los precios de la electricidad. Esperamos que esta tendencia ascendente se consolide en los próximos meses y que la inflación vuelva a situarse en terreno positivo en la segunda mitad del año.

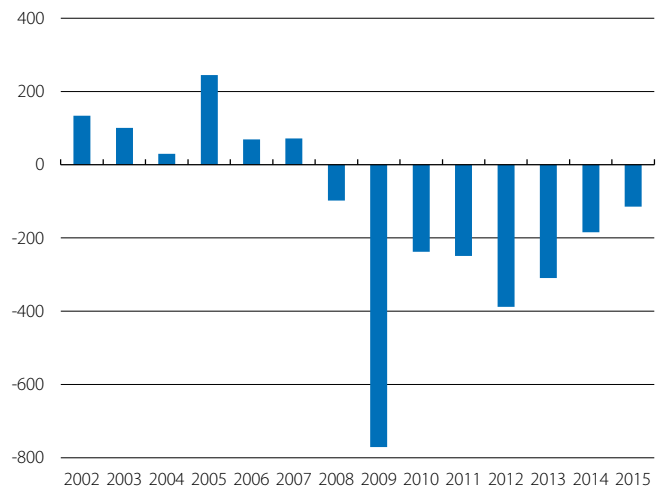
**Los buenos datos de actividad refuerzan el mercado laboral.** La encuesta de población activa (EPA) registró la menor caída del empleo en un primer trimestre desde 2008. Durante los tres primeros meses del año, el empleo descendió en 114.300 personas (184.600 en el 1T 2014), lo que sitúa la tasa de variación interanual de la ocupación en el 3,0% (2,5% en el 4T). El mercado laboral español se caracteriza por una elevada estacionalidad a causa de la importancia del sector turístico, por lo que los primeros trimestres son históricamente flojos como consecuencia del fin de las campañas turísticas del verano y la Navidad, en el 3T y en el 4T. Así, si se elimina el efecto estacional, la ocupación creció un 0,4% intertrimestral. La misma tendencia se observa en la cifra de afiliados a la Seguridad Social, cuya tasa de variación interanual se aceleró en cinco décimas en marzo, hasta el 3,3%, con lo que acumula 20 meses seguidos de aumentos.

**La tasa de paro repunta ligeramente.** A pesar de la destrucción de empleo acaecida en el 1T, la tasa de paro aumentó solo en una décima, hasta el 23,8%, debido a la caída de la población activa en ese trimestre. Sin embargo, en términos anuales, la población activa repuntó por primera vez desde 2012, concretamente, un 0,1% interanual, lo que supone un incremento de 15.500 personas. En los próximos meses la población activa podría seguir creciendo a medida que se afiance la recuperación de la economía y se diluya el efecto desánimo que ha acechado el mercado laboral durante los últimos años. Ello limitará el descenso de la tasa de paro, que situamos en el 21,7% en el último trimestre del año. No obstante, a más largo plazo la población activa tenderá a reducirse debido al envejecimiento de la población.

**El mercado inmobiliario da señales de mejora.** El empleo en la construcción creció un 12,6% interanual en el 1T (30.000 personas), lo que significa que el sector aportó una cuarta parte del incremento del empleo total en ese trimestre. Este cambio de tendencia también se hace patente en los indicadores de oferta y de demanda del sector inmobiliario. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva aumentaron en enero un 7,0% (acumulado de 12 meses). Por el lado de la demanda, la compraventa de viviendas aumentó en febrero un 11,2% (acumulado de 12 meses). Todo ello indica que el ajuste del sector ha llegado a su fin y anticipa un buen 2015.

**Ocupación en el 1T**

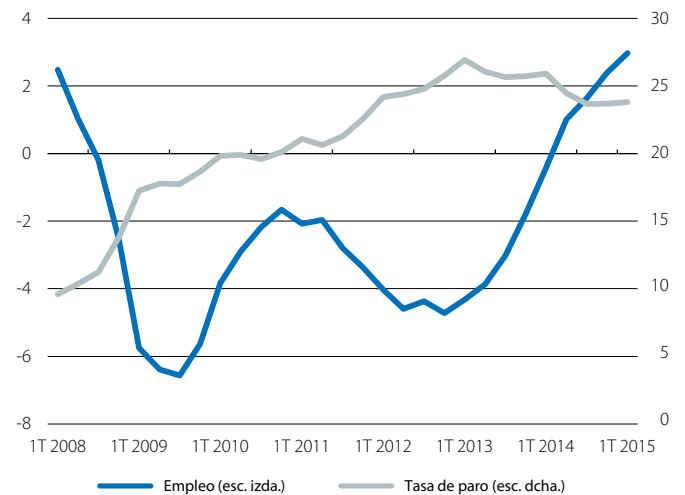
Variación intertrimestral (miles)



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

**Empleo y tasa de paro**

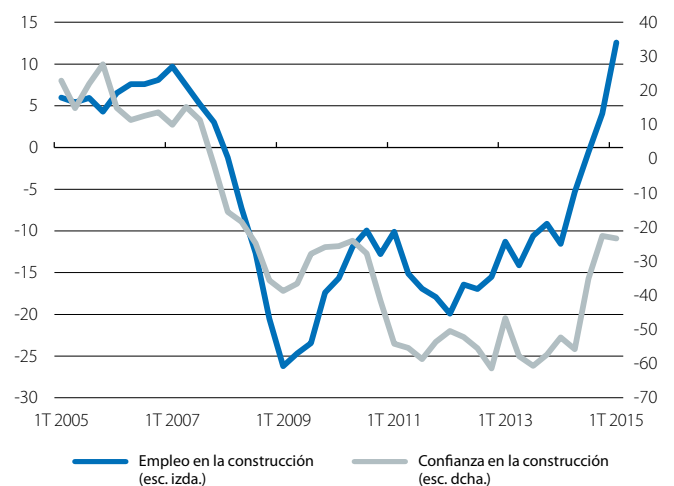
Variación interanual (%) (% de la población activa)



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

**Empleo y confianza en el sector de la construcción**

Variación interanual (%) Nivel



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



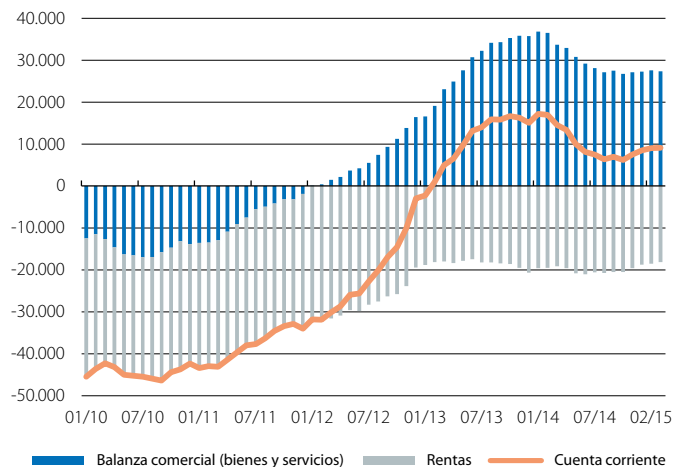
**2014 cerró con un superávit por cuenta corriente superior al esperado.** Los datos definitivos del Banco de España para el 2014 sorprendieron al alza y situaron el superávit por cuenta corriente en 8.490 millones de euros (0,8% del PIB); esta cifra supone una revisión al alza de unos 7.000 millones de euros respecto a la primera estimación del saldo (1.200 millones de euros). Lo que motiva principalmente la revisión es el saldo de rentas primarias y secundarias, que cerró con más ingresos y menos gastos de los estimados inicialmente, y acabó el año en el -1,8% del PIB (la primera estimación fue del -2,3%). Con todo, la nueva cifra del saldo de la cuenta corriente sigue siendo inferior a la registrada en 2013 (del 1,5% del PIB) a causa del empeoramiento del déficit comercial de bienes. Para el año 2015, esperamos que la depreciación del euro y la caída del precio del petróleo apoyen el saldo comercial, que en febrero se situó en el 0,9% del PIB, según los datos acumulados de 12 meses. Por su parte, el turismo sigue reportando buenas cifras. En marzo, el número de turistas acumulado de 12 meses registró un aumento del 6,7% interanual y superó los 65,5 millones.

**La recuperación estimula el crédito.** La recuperación de la economía impulsa tanto la demanda como la oferta de crédito al sector privado. En este sentido, la nueva concesión de créditos a los hogares para el consumo aumentó en febrero un 17% interanual y se situó en los 3.000 millones de euros (34.000 millones, acumulado de 12 meses, un 16% más que el mismo periodo del año anterior). El crédito a hogares para la vivienda también registra una evolución similar, con un crecimiento del 18% interanual (21%, acumulado de 12 meses). Asimismo, la nueva concesión de crédito a pymes, también según el acumulado de 12 meses, se acelera una décima hasta el 8,9% interanual. A los buenos datos de los últimos meses se suma la mejora de las condiciones de financiación desde el inicio del programa de expansión cuantitativa del BCE. Así pues, todo parece indicar que el crédito seguirá el camino de la recuperación y proporcionará recursos extra a los hogares y a las empresas, lo que incentivará el consumo y la inversión y, a su vez, acabará de afianzar el buen tono de la economía española.

**El Gobierno publicó el Programa de Estabilidad 2015-2018 con mejoras sustanciales en el cuadro macroeconómico.** Según este, el PIB crecerá un 2,9% en 2015 y en 2016, y alcanzará un 3,0% en los dos años siguientes, unas previsiones en línea con las de "la Caixa" Research para 2015, pero bastante más optimistas para los años siguientes. La aceleración del crecimiento, junto con el repunte de la inflación y la mejora del mercado laboral, contribuirán al cumplimiento del objetivo de déficit en los próximos años (del -4,2% del PIB en 2015) y prácticamente alcanzarán el equilibrio presupuestario en 2018 (-0,3%). Respecto al programa presentado hace un año, destaca la ligera relajación del déficit para 2017 en las comunidades autónomas y en la Seguridad Social, lo que supone un aumento de 0,3 p. p., hasta el -1,4% del PIB. Asimismo, el Gobierno también presentó el nuevo Programa Nacional de Reformas, que recoge reformas estructurales a nivel europeo para el fomento de la inversión, el crecimiento y el empleo, así como medidas a nivel nacional, la mayoría de ellas ya aprobadas pero pendientes de implementación.

## Cuenta corriente

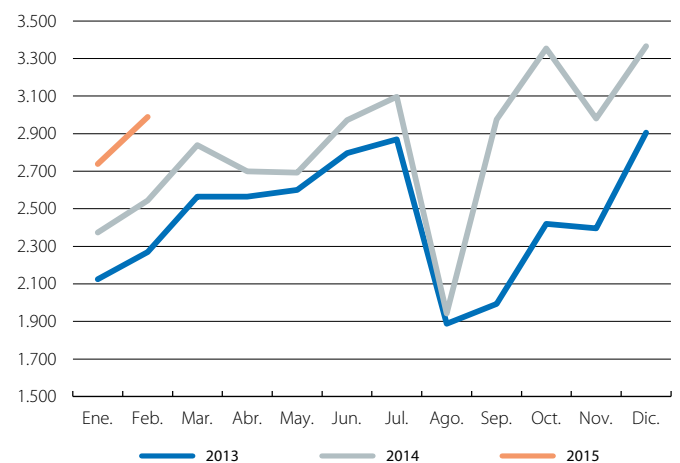
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

## Concesión de crédito nuevo para el consumo de los hogares

(Millones de euros)



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

## Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las administraciones públicas \*

(% del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018
Administración central	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1	-0,2
Seguridad Social	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Comunidades autónomas	-1,7	-0,7	-0,3	-0,1	0,0
Corporaciones locales	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>

Nota: \* No incluye los gastos derivados de las pérdidas del sector bancario, del 0,1% del PIB en 2014.

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

## FOCUS · El termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research: las constantes vitales de un sector que vuelve a animarse

2014 fue un año de inflexión en el sector inmobiliario. Durante la primera mitad del año aparecieron síntomas incipientes de estabilización, y en la segunda algunos indicadores ya empezaron mejorar. De cara a 2015, se espera que estos avances ganen vigor y que se consolide la tan esperada recuperación del sector. Para ilustrar la situación del mercado inmobiliario español y monitorizar sus constantes vitales hemos desarrollado el termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research.<sup>1</sup> Este se compone de tres subindicadores, oferta, demanda y precios, contruidos para medir la temperatura actual de cada una de las tres dimensiones. Si la temperatura se encuentra por debajo de la zona de equilibrio, el sector se halla en zona de enfriamiento; por el contrario, si se sitúa por encima, indica que el sector está sobrecalentado.

En el caso de la demanda, el termómetro tiene en cuenta tanto la demanda nacional de primera y segunda residencia como la extranjera. La radiografía global que se desprende es que, a pesar de haber aumentado ligeramente durante los últimos meses, la demanda todavía se encuentra por debajo de los niveles considerados de equilibrio. De momento, la compraventa de viviendas por parte de extranjeros, que creció un 23,5% en 2014, está impulsando el avance. A pesar de esta mejoría, todavía queda camino por recorrer para llegar a los niveles que se consideran de equilibrio.

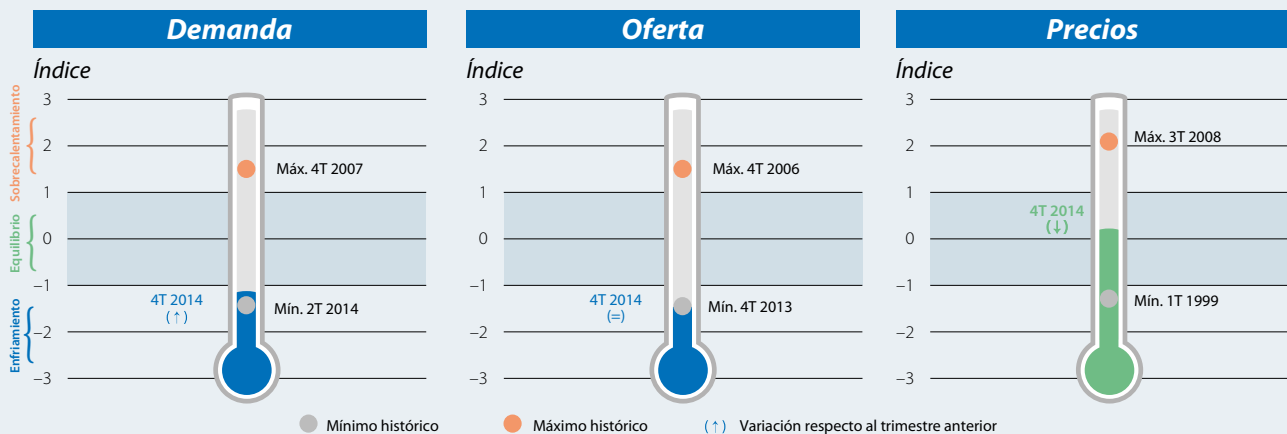
En cuanto a la evolución de la oferta, el indicador tiene en cuenta tanto la inversión residencial como las viviendas terminadas y el stock de viviendas por vender. Aunque el indicador se encontraba en niveles mínimos al finalizar 2014, algunos síntomas de mejora observados en los últimos meses anticipan un buen 2015. Concretamente, destaca el aumento de la inversión residencial, de las peticiones de visados para nueva construcción y de la ocupación en el sector. En 2015 estas tendencias deberían consoli-

darse, aunque el stock de viviendas por vender, todavía muy elevado en algunas regiones, provocará que la recuperación sea gradual en conjunto.

En cuanto a los precios, la situación actual es también alentadora. En este caso, el indicador tiene en cuenta la capacidad de compra de los hogares y, por tanto, combina el precio de la vivienda con medidas de las rentas de los hogares y de las condiciones de financiación, así como la rentabilidad del alquiler. Como muestra el termómetro, en conjunto, los precios ya se encuentran en niveles de equilibrio, lo cual deja entrever la evolución reciente de los precios, que, tras sufrir un descenso del 30% en términos nominales desde el 1T 2008 (37% en términos reales), se estabilizaron en el 4T 2014. La mejora de las condiciones financieras y del mercado laboral también está ayudando a que el esfuerzo de los hogares para adquirir una vivienda se sitúe en cotas sostenibles.

En definitiva, el termómetro revela que el pulso del sector inmobiliario empieza a recuperarse y que el recorrido al alza, tanto de la demanda como de la oferta, es amplio. En ambos frentes, sin embargo, se espera que la recuperación sea paulatina. Para la demanda, es clave que se consolide la recuperación del mercado laboral, ahora que las medidas adoptadas por el BCE permiten pensar que las condiciones financieras serán favorables durante mucho tiempo. En cambio, la recuperación de la oferta sigue estando muy condicionada por el stock de viviendas por vender. En este sentido, es preciso apuntar que la heterogeneidad entre regiones es muy importante. De hecho, en algunas el exceso de oferta es prácticamente inexistente y ya se aprecia una recuperación de la actividad. Las constantes vitales del nuevo ciclo que empieza son saludables, pero será imprescindible ir tomando la temperatura al sector para asegurarnos de que no se vuelven a cometer los errores del pasado.

### Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research



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

1. Para más información acerca de la metodología utilizada, véase la nota metodológica *Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research*.



## FOCUS · La polarización del empleo en España

La pérdida progresiva de puestos de trabajo en los sectores con salarios medios se conoce como «polarización de la ocupación». En España, el porcentaje de ocupados en esos sectores era del 29,3% en 2008, frente al 23,0% en 2014.<sup>1</sup> Como contrapartida, durante ese mismo periodo se incrementó el peso de la ocupación en la franja salarial baja y, sobre todo, en la alta (véase el primer gráfico). El fenómeno de la polarización del empleo se observa de forma más o menos intensa en muchos países desarrollados.<sup>2</sup> Una de las principales teorías para explicarlo es que las nuevas tecnologías han disminuido la demanda de trabajadores que realizan tareas rutinarias que pueden ser mecanizadas fácilmente (unas ocupaciones que se sitúan mayoritariamente en esta banda salarial), a la vez que ha incrementado la demanda relativa de los puestos de trabajo que mantienen una cierta ventaja sobre la tecnología, ya sea porque precisan de mayor creatividad o porque requieren habilidades manuales o interpersonales (y que se sitúan, respectivamente, en la banda salarial alta y en la baja).<sup>3</sup>

De acuerdo con la tesis propuesta, en España se observa que la pérdida de la ocupación acaecida en los últimos años ha afectado en mayor medida a los trabajadores de sectores de la franja salarial media. En concreto, el número de ocupados en este grupo salarial en el 4T 2014 era un 35% inferior al del 1T 2008. En cambio, el volumen de trabajadores descendió un 10% en la franja salarial baja, mientras que en la alta se mantuvo constante. El declive del sector de la construcción, que concentra un volumen elevado de trabajadores en la franja salarial media, explica una parte importante de esta tendencia. De todas formas, si este sector se excluye del análisis, la pérdida del empleo en la franja salarial media es del 20%, una caída que sigue siendo de calado y que supera con creces la pérdida de ocupación en las otras dos franjas salariales.

La polarización del empleo en España no es un fenómeno ligado exclusivamente a la crisis económica: con el inicio de la recuperación, la generación de empleo en los sectores de la franja salarial media ha sido menor que en los extremos (véase el segundo gráfico). Si comparamos la contribución de cada tramo salarial a la creación de empleo en

1. Los sectores económicos CNAE-09 a dos dígitos se clasifican en tres tramos salariales según el coste salarial por hora de la Encuesta trimestral de coste laboral (ETCL). Para el año 2008, se ordenan los sectores disponibles en la ETCL (77 en total) de menos a más salario por hora y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 (que corresponde a un coste salarial de 11,8 euros por hora) y 2/3 (15,8 euros por hora).

2. Véase «Drivers of recent job polarisation and upgrading in Europe», European Jobs Monitor 2014, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions.

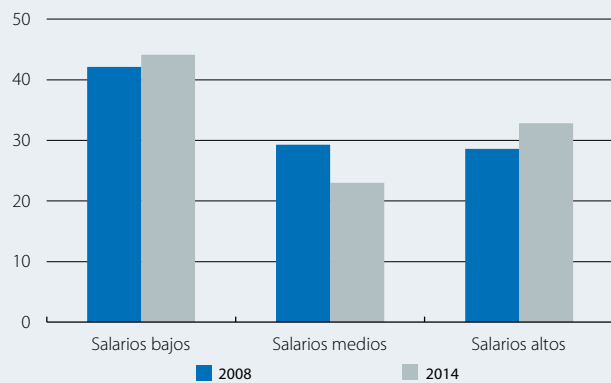
3. Véase Goos, Manning y Salomons (2009), «Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring», The American Economic Review.

2014 en relación con el peso que tenía en 2013, se advierte que los sectores económicos con un salario promedio menor contribuyeron más a la generación de empleo de lo que les hubiera correspondido por su peso sobre el total. Este grupo, por tanto, ha recuperado una parte importante del empleo que se destruyó durante la crisis. Por lo que respecta a la franja salarial alta, en 2014 se creó empleo acorde con su peso, un dato positivo teniendo en cuenta que este grupo es el que más peso ha ganado desde 2008.

En definitiva, los datos ponen de manifiesto un cambio en el patrón ocupacional en la economía española, con un retroceso importante del empleo en la banda salarial media. Considerando que uno de los principales riesgos de la polarización del empleo es el aumento de la desigualdad, es crucial potenciar una oferta educativa que permita aprovechar las oportunidades que brindan las nuevas tecnologías y reemplazar, así, los puestos de trabajo medios que se pierden por otros nuevos de mayor calidad.

### Peso del empleo según el tramo salarial \*

(% del total del empleo)



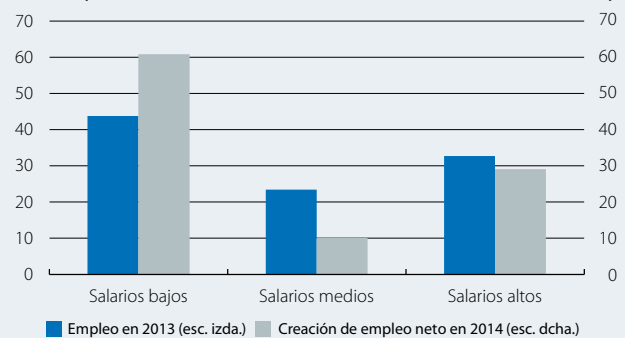
**Nota:** \* Excluye los sectores A (agricultura), T (actividades de los hogares) y U (actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales) del CNAE-09.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la EPA y la ETCL (INE).

### Distribución de la creación de empleo neto según el tramo salarial \*

(% del empleo total en 2013)

(% del empleo neto total creado en 2014)



**Nota:** \* Excluye los sectores A (agricultura), T (actividades de los hogares) y U (actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales) del CNAE-09.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la EPA y la ETCL (INE).

## FOCUS · El uso del Fondo de Reserva de la Seguridad Social

El informe a las Cortes Generales del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (FRSS), presentado a finales de marzo, notificó la utilización de 15.300 millones de euros en 2014 para hacer frente al déficit del sistema de la Seguridad Social. Con esta disposición, desde 2012 se ha retirado del FRSS un importe igual a prácticamente el 50% de su capital máximo, alcanzado en 2011. ¿Se ha usado el FRSS de manera apropiada? ¿Hasta qué punto se podrá seguir recurriendo a él?

El FRSS se creó en 2003 con el objetivo de acumular los excedentes de ingresos de la Seguridad Social para hacer frente al pago de las pensiones contributivas y a los gastos derivados de su gestión, en situaciones prolongadas de déficit. Los recursos se pueden invertir en deuda pública española, francesa, alemana u holandesa, denominada en euros y de calidad crediticia elevada, aunque en la actualidad solamente cuenta con deuda pública española. La disposición de activos del FRSS estaba limitada al 3% del total del citado gasto, aunque en 2012 se suprimió este límite durante tres ejercicios y el año pasado la excepción se extendió a 2015 y a 2016. De este modo, se han consumido casi 34.000 millones de euros del FRSS en tres años para financiar alrededor del 11,2% del total del pago de las pensiones, y se prevé utilizar 8.500 millones más en 2015, según los presupuestos de la Seguridad Social.

El saldo del FRSS se ha reducido desde los 53.700 millones de finales de 2013 hasta los 41.600 millones de finales de 2014, a precio de adquisición. Pero parte de esta reducción se ha visto compensada por la revalorización de la cartera: su valor de mercado a finales de 2014 ascendía a 47.700 millones de euros. En el contexto actual, con unos tipos de interés muy bajos y probablemente con poco recorrido adicional a la baja, la venta de bonos del Estado parece una buena estrategia financiera, ya que permite materializar las plusvalías latentes de la cartera.

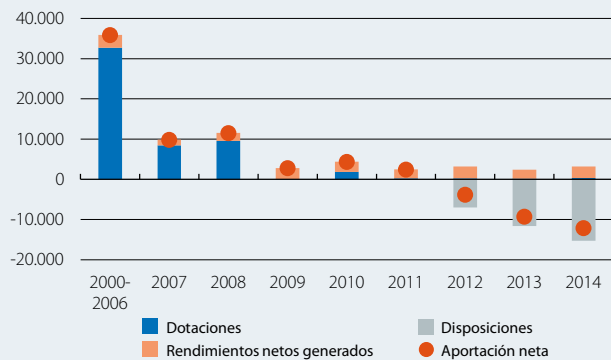
Cabe señalar que el Fondo invierte solamente en deuda del Estado español y no en otros activos, desde 2014, y que el Estado transfiere anualmente recursos a la Seguridad Social (para el pago de las pensiones no contributivas, entre otros). En la práctica, así pues, hay una unidad de caja entre la Seguridad Social y el Estado, y la compra de deuda por parte de la primera es una manera de financiar el déficit del segundo. Asimismo, el uso del Fondo para el pago de las pensiones es neutral a efectos del nivel de deuda consolidada del conjunto de las administraciones públicas (AA. PP.).<sup>1</sup> La venta de activos de deuda pública española por parte del FRSS aumenta el nivel de deuda de las AA. PP., ya que los títulos de deuda dejan de estar consolidados si no siguen en manos de la Seguridad Social. La alternativa al uso del FRSS para financiar el déficit de esta hubiera sido la emisión de deuda nueva por parte del Tesoro, lo que hubiera incrementado el nivel de deuda pública en la misma cantidad.

1. Este es el nivel de deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) que utiliza la Comisión Europea como referencia.

La cuestión de fondo es, por tanto, el déficit de la Seguridad Social en sí mismo y no tanto cómo se financia, en particular teniendo en cuenta que parte de la desviación de las cuentas de la Seguridad Social se debe a factores estructurales. La crisis económica ha comportado un descenso temporal de las cotizaciones sociales, pero a esta caída de los ingresos se ha añadido un aumento estructural del gasto en pensiones, a causa del envejecimiento poblacional y el aumento de la pensión media.<sup>2</sup> La profundidad y la duración de la recesión explica la mayor disposición de fondos en los últimos años; sin embargo, una vez la recuperación económica esté afianzada, los ingresos por cotizaciones deberían aumentar a la par que el empleo, y las disposiciones deberían ser limitadas. Conviendría aprovechar esta mejora para diversificar los activos en los que invierte el FRSS y, de esta manera, dotarlo de fondos que aseguren la solvencia a largo plazo del sistema de pensiones.

### Flujos al Fondo de Reserva de la Seguridad Social al precio total de adquisición

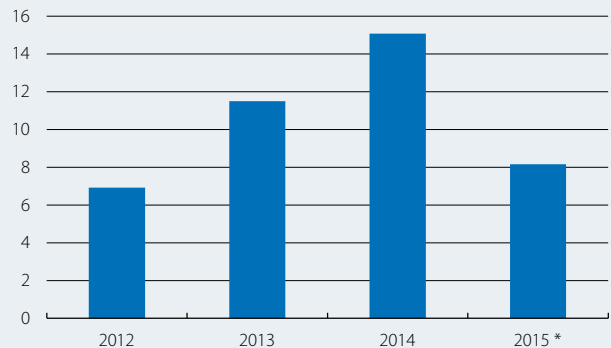
(Millones de euros)



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

### Disposiciones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social

(% del gasto en pensiones contributivas)



Nota: \* Según lo previsto en los Presupuestos de la Seguridad Social 2015.

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

2. Parte de este aumento se moderará en los próximos años gracias a las recientes reformas del sistema de pensiones, que han incrementado su sostenibilidad a largo plazo. Para más información, véase el Focus «Sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones» del Informe Mensual de enero de 2015.

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### Indicadores de actividad

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15	04/15
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad	-2,1	-0,2	1,0	0,3	-1,7	3,5	1,2	-0,2	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	2,6	0,6	0,3	-0,1	0,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-8,2	-5,7	-5,3	-4,5	-4,3	-0,9	0,2
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,4	53,1	53,7	54,7	54,2	54,3	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-11,2	-2,1	4,0	6,9	17,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,5	-8,3	-5,0	0,4	6,3	11,2	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros	5,8	7,2	7,8	7,6	5,4	3,6	5,3	6,7	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	55,7	56,7	54,3	56,7	56,2	57,3	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	0,7	0,4	2,9	2,9	1,7	2,7	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	23,2	17,0	21,7	27,5	26,1	40,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-6,1	-7,9	-9,6	-1,5	-2,1	1,7	3,6

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Instituto Nacional de Estadística, Markit y la Comisión Europea.

### Indicadores de empleo

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	0,0	0,6	0,9	1,2	1,5	1,8
Construcción	-12,1	-1,6	-2,3	-0,5	1,6	3,4	5,1	5,4
Servicios	-2,0	2,2	2,2	2,6	2,8	3,2	3,4	3,8
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	1,4	1,9	2,3	2,5	3,0	3,5
No asalariados	-0,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3	2,3
<b>TOTAL</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>-2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-</b>	<b>3,0</b>	<b>-</b>
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	-14,2	18,8	24,0	21,5	23,0	22,2	23,0	27,1
Temporales	6,4	13,1	14,2	11,1	7,7	7,5	11,4	17,6
<b>TOTAL</b>	<b>4,0</b>	<b>13,4</b>	<b>15,0</b>	<b>11,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>12,5</b>	<b>18,5</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-10,9	-5,5	-6,9	-10,3	-9,6	-9,5
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,9	-5,9	-5,7	-5,6	-5,9	-6,9
<b>TOTAL</b>	<b>2,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>-7,2</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, el Instituto Nacional de Estadística y el Servicio Público de Empleo Estatal.

### Precios

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15	04/15
<b>General</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</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>	<b>-0,6</b>
Subyacente	1,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	-2,3	-4,1	0,8	-0,7	0,9	0,9	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	2,4	-0,2	-4,3	-11,4	-10,2	-7,4	...

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

## Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15
<b>Comercio de bienes</b>								
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	3,2	-2,0	4,8	4,3	-2,9	2,8
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,0	3,7	7,3	5,0	-3,6	4,5
<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>	<b>9,1</b>
Bienes y servicios	35,7	27,2	33,7	29,1	27,5	27,2	27,5	27,3
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-18,7	-19,1	-21,1	-20,5	-18,7	-18,5	-18,2
<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>	<b>13,7</b>

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

## Sector público

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,8</b>	-	...	-
Estado <sup>1</sup>	-4,8	-3,8	-2,5	-3,1	-3,8	-0,6	-1,1	-0,9
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,0	-1,0	-1,7	-0,1	-0,1	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,3	0,5	-	...	-
Seguridad Social	-1,1	-1,1	-0,1	0,0	-1,1	0,2	0,2	...
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>92,1</b>	<b>97,7</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 la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el 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	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	Saldo 02/15 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>								
Sector privado	-8,2	-5,3	-5,5	-4,5	-4,8	-5,6	-4,7	1.677,7
Empresas no financieras	-10,6	-5,4	-5,7	-4,0	-4,9	-6,7	-5,2	935,2
Hogares <sup>3</sup>	-5,0	-5,1	-5,2	-5,0	-4,6	-4,3	-4,2	742,4
Administraciones públicas <sup>4</sup>	16,8	6,9	6,6	5,9	6,7	5,1	4,7	1.040,8
<b>TOTAL</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>2.718,4</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>								
Total depósitos	2,1	-0,9	-0,8	-1,2	-1,7	-2,0	-0,3	1.165,2
A la vista	4,2	10,8	7,4	13,6	14,8	14,5	20,9	337,5
De ahorro	-0,1	5,8	5,9	6,9	6,8	9,6	10,7	225,2
A plazo	1,7	-7,6	-6,1	-9,4	-11,3	-12,8	-12,9	580,8
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,1	0,3	5,2	4,7	10,9	21,7
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-16,8	-8,2	-8,3	-6,8	-6,8	-12,9	-14,7	112,7
<b>TOTAL</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>1.277,9</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>13,6</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</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>59,4</b>	<b>59,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,5</b>	<b>58,6</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.

## LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA A NIVEL GLOBAL

## La preocupación sobre el nivel de deuda, ¿una cuestión superada?

En octubre de 2008, en un momento álgido de la Gran Recesión, el Fondo Monetario Internacional (FMI) afirmó que el proceso de reducción del endeudamiento a nivel global era necesario e inevitable. ¿Inevitable? Datos recientes de McKinsey (2015) constatan que los niveles de deuda de la mayoría de países en 2014 superaban, de hecho, a los de 2007: la deuda mundial ha pasado de representar el 269% del PIB a alcanzar el 286%.<sup>1</sup> Si se amplía la perspectiva temporal, los datos sugieren que la tendencia alcista de la deuda viene de lejos: según el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) en las tres décadas comprendidas entre 1980 y 2010, los países más desarrollados incrementaron su deuda a un ritmo promedio anual equivalente al 5% del PIB. Y en los países sobre los que se dispone de una mayor historia estadística, como EE. UU., se observa una tendencia similar de la deuda privada al menos desde el final de la Segunda Guerra Mundial. En este contexto, ¿debería preocuparnos este patrón secular de mayor endeudamiento? Porque, aunque el FMI erró al considerar el desapalancamiento como inevitable, quizás acertó al valorarlo como necesario.

Para responder a esta cuestión, de entrada hay que evitar demonizar la deuda en sí misma. La deuda es un instrumento financiero que se vincula a un mecanismo fundamental de creación de bienestar: el crédito. Cumple funciones imprescindibles para el buen funcionamiento de las economías modernas: permite a los individuos y a las empresas ajustar temporalmente su consumo e inversión, facilita al sector público la absorción de los *shocks* que afectan a las economías, y posibilita que la capacidad de gasto se distribuya entre generaciones y que mejore la eficiencia de la asignación del capital entre los diferentes usos en la economía y la asignación del riesgo, discriminando entre los tomadores de deuda en mejor disposición de asumirlo.

Con todo, no demonizar la deuda es distinto de abandonar toda prevención sobre la senda de acumulación de deuda a largo plazo. En términos económicos, lo que preocupa es saber cuál es el ritmo de crecimiento sostenible. Para afinar esta cuestión, hay que hacer una distinción fundamental entre lo que sería una senda de endeudamiento compatible con el crecimiento normal de la economía y la que respondería a una creación de liquidez excesiva, entendiendo por excesiva una liquidez mayor de lo que requiere la economía. En determinadas condiciones, el resultado indeseable de un predominio de la acumulación excesiva de deuda, a diferencia de la sostenible, podría ser la generación de crecimientos injustificados de los precios de determinados activos (como las perjudiciales burbujas financieras).<sup>2</sup> A pesar de su importancia, distinguir en la práctica entre el ritmo sostenible o excesivo de aumento de la deuda no es sencillo. Conceptualmente, los determinantes a largo plazo del proceso de endeudamiento son de diferente naturaleza. La evolución de la deuda depende críticamente de la demografía, del desarrollo económico, del grado de integración económica y financiera global, de la calidad de las instituciones, de las innovaciones financieras (en particular, de las que permiten la compartición de riesgos) y de la estabilidad general del marco macroeconómico. Aunque determinar la causalidad no es sencillo, en general se acepta que la evolución positiva de las variables anteriores se acompaña de una tendencia a largo plazo de aumentos de la deuda.<sup>3</sup> Como apuntó en su día el BIS: «Sin finanzas y sin deuda, los países son pobres y no dejan de serlo». Pero con demasiada deuda quizás los países empiecen a ser menos ricos.

Intuitivamente, se puede aceptar que existe un cierto límite a partir del cual la deuda se aleja del cumplimiento estricto de sus funciones y empieza a generar riesgos y costes. El riesgo esencial es que, en una situación de endeudamiento excesivo, el deudor sea más vulnerable a posibles *shocks* de renta, de tipo de interés o de incertidumbre. Así, un cambio inesperado del flujo de ren-

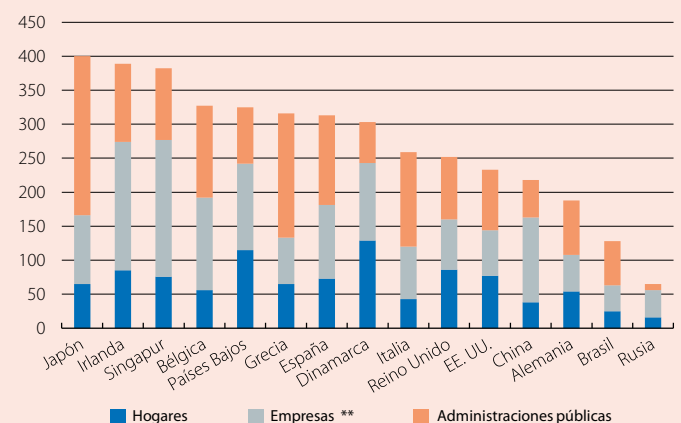
1. Suma de la deuda de hogares, empresas no financieras y administraciones públicas (no consolidada).

2. Deuda sostenible es aquella cuya acumulación y uso no genera un exceso de carga en relación con las rentas futuras.

3. Aunque el texto centra la atención en el vínculo entre aumento de deuda y variables a largo plazo, estas también influyen en la forma en que se desarrollan las etapas de desapalancamiento. Por citar un ejemplo relevante, en estas etapas la calidad de las instituciones tiene un papel determinante: la calidad institucional afecta decisivamente a cómo se producen los procesos de reestructuraciones de la deuda privada.

### Deuda por sectores en las principales economías \*

(% del PIB)



Notas: \* 2T 2014 para las economías avanzadas y China, 4T 2013 para el resto de países. La deuda pública no consolida los diferentes niveles de Gobierno. \*\* Empresas no financieras.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de McKinsey Global Institute (2015).



ta previsto, un empeoramiento de las condiciones de financiación o un deterioro de las expectativas presentan mayor riesgo en condiciones de endeudamiento excesivo. Asimismo, incluso en ausencia de este *shock*, un endeudamiento excesivo acarrea costes. Por ejemplo, está documentado que las empresas demasiado endeudadas pueden incurrir en decisiones de inversión empresarial no óptimas al rechazar proyectos rentables, cuyos beneficios se destinarían al servicio de la deuda contraída en el pasado. Cuando este comportamiento se generaliza, el resultado agregado es un menor crecimiento. Así, Richard Koo ha analizado cómo parte de las empresas japonesas pasaron de ser maximizadoras de beneficios a minimizadoras de deuda y empeoraron la larga recesión japonesa de los años noventa al provocar que la política monetaria expansiva perdiera parte de su efectividad. Además, si se produce el temido *shock*, no puede descartarse un racionamiento del crédito por parte del sector financiero.

En este marco general, una corriente influyente de la literatura económica ha tendido a afrontar la cuestión del endeudamiento excesivo con un enfoque agregado y empírico: determinar un umbral de deuda a partir del cual se producen efectos negativos en el crecimiento económico. En esa dirección, una de las líneas de investigación más comentadas en los últimos años han sido los trabajos de Reinhart y Rogoff.<sup>4</sup> Estos autores constataron con sus estimaciones, que, con carácter general, los países que se sitúan por encima de un umbral de deuda pública del 90% del PIB tienden a registrar un crecimiento sensiblemente inferior al de aquellos que no lo alcanzan. Aunque posteriormente estas cifras fueron cuestionadas debido a errores de cálculo (errores que, una vez corregidos, concluían que el umbral en cuestión no aparecía), lo cierto es que otros autores con datos y metodologías distintas siguen encontrando que los umbrales existen.<sup>5</sup>

Esta línea de investigación se puede complementar en, al menos, tres direcciones. La primera es la llamada «enfoque de los balances». La idea básica que subyace a dicho enfoque es que la capacidad de pago de la deuda dependerá no solo del nivel de la deuda, sino también de su estructura (prestando especial consideración a cuestiones como el plazo o la moneda en que se denomina) y de la calidad de los activos que deben generar la capacidad de atender la deuda o, en definitiva, de la relación entre activos, deuda y recursos propios. Este enfoque, inicialmente concebido para explicar la solvencia y el riesgo de crédito desde el punto de vista empresarial, se ha mostrado fructífero y se ha ampliado a niveles más agregados. Por ejemplo, el FMI lo ha desarrollado para mejorar las explicaciones de por qué las economías emergentes históricamente han tenido dificultades para atender sus deudas, a pesar de que se situaran en niveles relativamente bajos. Un segundo enfoque trata de encontrar alternativas a la determinación del umbral. Como muestra significativa de este planteamiento, un reciente estudio del FMI (2014), que utiliza evidencia empírica basada en datos históricos de un amplio número de países, apunta a que es la trayectoria de la deuda, más que un hipotético umbral, lo que acaba condicionando el ritmo de crecimiento.<sup>6</sup> En particular, los autores confirman que crecen a ritmos similares tanto los países con niveles reducidos como los que presentan niveles más elevados de deuda, pero con tendencia a reducirla. Finalmente, una tercera variante consiste en revisar la cuestión de los umbrales ampliando la tipología de deudor: en lugar de analizar solo la deuda pública, como hacen Reinhart y Rogoff, se incluyen también las empresas y los hogares. Es un refinamiento útil para aquellos que aceptan que el concepto de umbral no debe ser abandonado pero que exigen mayor precisión a la hora de determinarlo, ya que defienden que las pautas de endeudamiento y desapalancamiento no son uniformes entre los actores económicos. Un trabajo ilustrativo de este punto de vista, realizado por economistas del BIS (2011) para países desarrollados y en una perspectiva temporal que abarca tres décadas (1980-2010), constata la existencia de dos umbrales: el 85% del PIB en el caso de la deuda pública y de los hogares y el 90% en el de la deuda empresarial. La derivada directa de estos umbrales es que la situación de riesgo por endeudamiento excesivo que presenta la economía mundial es significativa. De acuerdo con los datos de McKinsey, en 2014, Irlanda superó los umbrales en los tres sectores, y Japón, Singapur, Bélgica, los Países Bajos, España, Dinamarca y el Reino Unido registraron deudas excesivas en dos de los tres tipos de deudores.

En definitiva, la cuestión de la deuda, siempre fundamental, sigue ofreciendo notables retos de interpretación para los economistas y, por extensión, para la sociedad. Los enfoques antes comentados representan una muestra de la nueva atención que está recibiendo la determinación de lo que constituye un nivel excesivo de deuda, una trayectoria peligrosa de acumulación de deuda o la calidad de los activos como condición para determinar la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, aquí no acaban los retos. Desde un punto de vista más general, se debería superar la limitación que manifestaba Olivier Blanchard en 2012 («la asunción de gran parte de la macroeconomía moderna de que pueden ignorarse muchos de los detalles del sistema financiero») y recuperar la importancia que autores considerados canónicos en su día (Wicksell, Hayek o Minsky, por citar tres referencias ineludibles) concedieron a los vínculos entre banca, crédito o deuda y bienestar.

Àlex Ruiz

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

4. Véase Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010), «Growth in time of debt», American Economic Review Papers & Proceedings, n.º 100, p. 573-578.

5. Véase, por ejemplo, Baum, A., Checheriat, C. y Rother, P. (2013), «Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area», Journal of International Money and Finance, Vol. 32, p. 809-821, que estiman un umbral del 95% del PIB.

6. Véase Pescatori, A., Sandri, D., y Simon, J. (2014), «Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?», IMF Working Paper WP/14/34.

## Crisis, deuda y política económica, un triángulo polémico

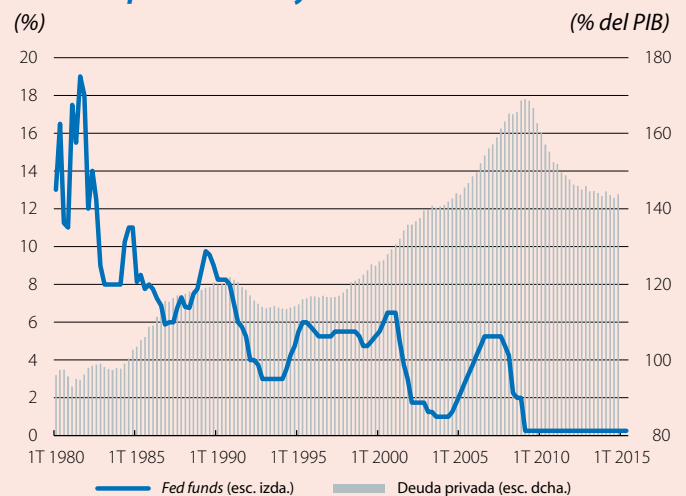
Dijo Benjamin Franklin, uno de los padres fundadores de EE. UU., que «es mejor acostarse sin cenar que levantarse con deudas». Algunos economistas parecen haber tomado buena nota de ello y son partidarios de disminuir el elevado endeudamiento que impera en numerosos países. Consideran que su exceso es fuente de crisis y lastra las posibilidades de recuperación, de modo que reducirlo constituye un requisito previo para establecer las bases de un crecimiento sostenible a largo plazo. Otros economistas consideran que aquel consejo, si bien resulta oportuno a nivel individual, puede ser contraproducente en el plano colectivo en determinadas circunstancias. Si la coyuntura es de insuficiencia de demanda, paro elevado y presiones deflacionistas, entonces priorizar el desapalancamiento no hace sino agudizar la crisis. Lógicamente, las recomendaciones de política económica de unos y otros son bien distintas.

Para centrar el debate sobre cómo afrontar una recesión y una recuperación en un entorno de elevado endeudamiento es conveniente, primero, presentar las líneas básicas del marco que la mayoría de economistas tiene en mente respecto a la relación entre crisis, deuda y política económica. En él, las variables financieras (como el crédito) se mueven, por lo general, en la misma dirección que las variables económicas reales (PIB, empleo, etc.). Concretamente, cuando mejoran la situación y las perspectivas de la actividad y el empleo, aumenta tanto la capacidad de endeudamiento de los agentes como la disponibilidad de financiación. Es decir, los ciclos son sincrónicos. El problema es que, en algunas ocasiones y por diversos motivos, las variables financieras muestran movimientos mucho más intensos que las económicas. De hecho, no es extraño que aparezcan fases de *boom* a nivel financiero caracterizadas por un fuerte aumento del nivel de deuda, que están, en cierta manera, desligadas del ciclo económico. Esta situación suele acarrear un coste importante: puede desembocar en un *bust* financiero que, a su vez, empuje el país hacia una recesión económica.

El escenario de desacoplamiento entre las variables financieras y reales no es ajeno a las políticas económicas llevadas a cabo por el país, dado que estas pueden incentivar un endeudamiento excesivo que afectaría a la estabilidad macroeconómica. Este es el caso de la política monetaria, que tradicionalmente se ha centrado en suavizar el ciclo de las variables económicas reales, sin prestar suficiente atención a sus efectos en las variables financieras. Así, un régimen monetario centrado exclusivamente en el control de la inflación a medio plazo puede resultar excesivamente acomodaticio en términos financieros en un escenario de baja volatilidad económica, crecimientos significativos e inflación moderada, como el acontecido entre mediados de los ochenta y 2007 (no en vano, bautizado como «la Gran Moderación»). A modo ilustrativo, tras el estallido de la burbuja bursátil puntocom del año 2000, la Reserva Federal (Fed) decidió recortar el tipo de interés oficial a fin de contrarrestar la caída bursátil y la desaceleración económica. Los tipos bajaron con rapidez y luego se mantuvieron en cotas bajas hasta 2004 (véase el primer gráfico). El éxito que se atribuyó a la estrategia de la Fed en aquellos años, a la vista de la rápida salida de la crisis económica, no tardó mucho en ser cuestionado. Economistas como Raghuran Rajan o los del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) han sido muy críticos.<sup>1</sup> En su opinión, la expansión monetaria llevada a cabo por la Fed siguió alimentando el endeudamiento estadounidense y disparó los precios inmobiliarios, que se desplomaron años después, lo que convertiría la crisis financiera iniciada a finales de 2007 con las hipotecas *subprime* en la Gran Recesión económica, cuyos efectos todavía estamos sufriendo.

Los críticos creen que hoy en día vuelve a haber motivos para la inquietud. Consideran que las medidas monetarias ultraexpansivas, convencionales y no convencionales, llevadas a cabo en la mayoría de las economías desarrolladas han añadido más leña al fuego de la deuda. El BIS, por ejemplo, argumenta que, si bien en un primer momento fue acertado gestionar la crisis de manera contundente para evitar situaciones de colapso financiero, en un segundo estadio los esfuerzos deberían (y deben) dirigirse a

### EE.UU.: tipo de interés y deuda



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

1. Véase Claudio Borio (2012), «Financial Cycle and macroeconomics: what have we learnt», BIS paper #395.



sanear los balances de los agentes económicos altamente endeudados, en lugar de persistir en nuevas medidas expansivas.<sup>2</sup> El análisis del BIS concluye que muchas de esas medidas (como las monetarias) no solo han perdido gran parte de su capacidad para estimular la economía, sino que además siguen aumentando el nivel de deuda y reducen los incentivos a la implementación de reformas de tipo estructural, claves para la sostenibilidad del crecimiento económico a largo plazo.

Al otro lado del espectro, economistas de la talla del laureado Paul Krugman o Larry Summers, entre otros, apoyan medidas como las compras masivas de bonos por parte de los bancos centrales (*quantitative easing*) y otras políticas expansivas poco convencionales como la financiación directa de gasto público por el banco central. Argumentan que el papel de dichas políticas ha sido fundamental y ha evitado males mayores ante una crisis excepcional. Asimismo, en contra de aquellos que afirman que la política monetaria estadounidense era ya excesivamente acomodaticia antes del estallido de la crisis de 2007, defienden que, si ese hubiera sido el caso, se habrían advertido tensiones inflacionistas. Ciertamente, los avances en el índice de precios al consumo fueron moderados durante el periodo precrisis. Sin embargo, otros precios no considerados en la cesta del consumo, como el de la vivienda, experimentó fuertes subidas en la economía norteamericana (véase el segundo gráfico).<sup>3</sup> Además, estos economistas añaden que no se puede ignorar que el elevado nivel de deuda actual introduce, ya de por sí, limitaciones a las medidas económicas factibles. Por ejemplo, una subida excesivamente rápida de los tipos de interés podría causar estragos en las ya deterioradas finanzas públicas de muchos países, por el aumento en el coste de financiación y la desaceleración del crecimiento y la recaudación impositiva. Asimismo, también podría elevar la tasa de morosidad en el contexto de elevado endeudamiento privado, lo que presionaría de nuevo al sector financiero.

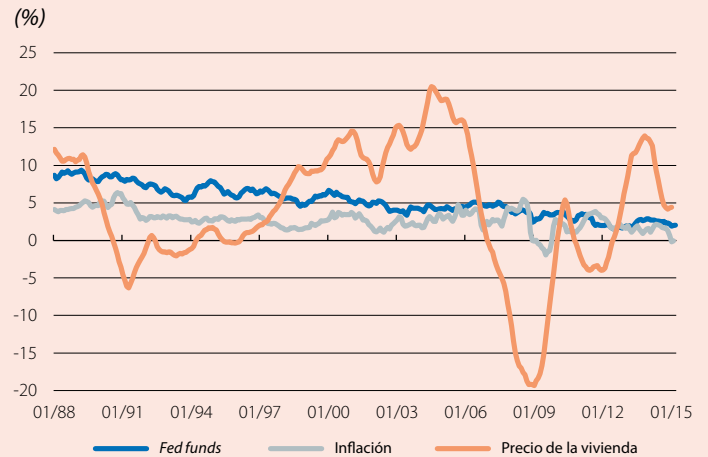
A pesar de los múltiples desencuentros entre una posición de pensamiento y otra, ambas están de acuerdo en que la política macroprudencial tendrá un papel muy importante en los próximos años. Aunque los economistas del BIS abogan por una pronta normalización de la política monetaria, aceptan que el proceso debe ser gradual. Todo indica, por tanto, que los tipos de interés se mantendrán bajos durante largo tiempo en los principales países desarrollados. En este escenario, es altamente probable que se produzcan de nuevo presiones sobre el precio de algunos activos. Si esto ocurre, la política macroprudencial puede dirigirse de manera más precisa al desequilibrio que intenta corregir. Concretamente, si se intenta luchar contra una burbuja en una determinada clase de activos (bolsa o bonos *high yield*) mediante la subida del tipo de interés de referencia, el instrumento por excelencia de la política monetaria, ello afectaría de manera generalizada a toda la economía. En cambio, la política macroprudencial procura incidir únicamente en el activo con síntomas de sobrecalentamiento para desinflarlo, por ejemplo, limitando el nivel de riesgo que un banco puede asumir en dicho activo.

En definitiva, no existe un consenso sobre la manera de afrontar una crisis económica en un entorno de elevado endeudamiento. Mientras algunos critican el uso de políticas ultraexpansivas, por estar sembrando las semillas de la siguiente recesión, otros las ven como la única vía de apoyo a una economía anémica. Sea como fuere, este es un debate fundamental, y la todavía frágil recuperación que estamos viviendo exige no errar excesivamente el tiro en las medidas que se adopten.

Clàudia Canals

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

### EE. UU.: tipo de interés e inflación



**Nota:** La inflación corresponde a la variación interanual en el IPC. El precio de la vivienda es la variación interanual del índice Case-Shiller.

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

2. BIS 84th Annual Report, junio de 2014.

3. El índice de precios al consumo contiene un componente de la vivienda que se deriva en función del coste de los alquileres y no del precio de las viviendas, por lo que no refleja las fuertes subidas y caídas en dichos precios.

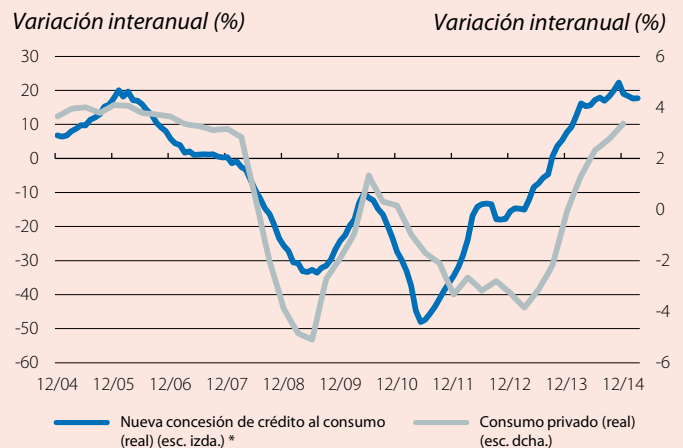
## El papel del crédito bancario en la recuperación española, ¿un nuevo milagro del fénix?

La economía española emprendió la actual etapa de recuperación en el 3T 2013, tras cinco años casi ininterrumpidos de contracción del PIB. Como suele ocurrir con las recesiones económicas que van precedidas de un *boom* crediticio y de una crisis bancaria, la economía real se empezó a recuperar mientras el saldo vivo de crédito todavía se contraía, lo que dio lugar a una recuperación sin crédito (*creditless recovery*). Calvo *et al.* (2006),<sup>1</sup> en su trabajo pionero sobre recuperaciones sin crédito en las economías emergentes, bautizaron este tipo de fenómenos como «milagros del fénix»: como si del ave mitológica se tratara, la producción reemerge de sus «cenizas» aun sin contar con el impulso del crédito. El uso del término «milagro» se refiere a la observación, algo paradójica, de que si bien la falta de crédito es un ingrediente esencial para explicar la profundidad de la recesión tras un *boom* crediticio, la recuperación, en cambio, se produce sin su apoyo. En el presente Dossier repasamos la evidencia empírica sobre las recuperaciones sin crédito a nivel internacional para vislumbrar sus principales características y entender qué hay de excepcional en ellas, con el fin de analizar el papel del crédito bancario en la actual recuperación de la economía española e intentar determinar si estamos ante un nuevo milagro del fénix.

Las recuperaciones sin crédito son un fenómeno poco común, con una incidencia relativamente baja en las economías avanzadas, dados su elevado nivel de desarrollo financiero y la mayor diversificación de sus fuentes de financiación. Concretamente, según un estudio del FMI basado en 388 recuperaciones de 172 países entre 1960 y 2009,<sup>2</sup> un 20% de las recuperaciones son sin crédito, un porcentaje que se reduce a la mitad (10%) en los países desarrollados. Las recuperaciones sin crédito son mucho más probables tras una crisis bancaria y un *boom* crediticio: su ocurrencia en estas circunstancias es del 80%. La profundidad de la recesión precedente también tiene un papel importante en la evolución del crédito en la recuperación. Asimismo, el estudio del FMI apunta que el crecimiento anual promedio durante los tres primeros años es un tercio menor en una recuperación sin crédito que en una con crédito (del 3,8% respecto al 5,7%, véase la tabla). Con todo, es importante señalar que el crecimiento del PIB es todavía notable. De ahí la denominación de «milagro».

En España, por tanto, no es de extrañar que siete trimestres después de que el PIB comenzara a crecer, el saldo vivo de crédito bancario al sector privado, que empezó a contraerse en el 3T 2009, todavía registre tasas de variación negativas (del -4,9% en el 1T 2015), aunque el ritmo de contracción se ha reducido notablemente desde que se inició la recuperación. De todas formas, si bien es cierto que el saldo de crédito se sigue contrayendo, es importante resaltar que la variable crediticia que influye sobre el crecimiento económico es el incremento del crecimiento del crédito.<sup>3</sup> Nótese que el PIB es un flujo y, por tanto, su variación se explica por variaciones en otros flujos, como sería la concesión de nuevo crédito. En este sentido, los datos son muy reveladores. El importe de las nuevas operaciones de crédito<sup>4</sup> anotó la primera tasa de variación interanual positiva en junio de 2014 y dibuja una tendencia claramente ascendente. Esta variable, además, mantiene una relación muy estrecha con el PIB. Por tipo de crédito, destaca el buen comportamiento de la concesión de crédito nuevo a hogares para el consumo, que empezó a crecer en septiembre de 2013 y registró un incremento del 17,7% en marzo de 2015, el dato más reciente. Estos registros muestran que, en efecto, el crecimiento del PIB y, en especial, el del consumo privado, sí han estado acompañados por el impulso del crédito (véase el gráfico).

### Consumo privado y nueva concesión de crédito al consumo



Nota: \* Deflactado con el deflactor implícito del PIB.

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

1. Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) «Phoenix miracles in emerging markets: Recovering without credit from systemic financial crisis», NBER WP 12101.

2. Abiad, Dell'Ariccia y Li (2011), «Credit-less recoveries», IMF Working Paper 11/58. Estos porcentajes son muy similares a los estimados por Darvas (2013), «Can Europe recover without credit?», Bruegel policy contribution 2013/03. Cabe señalar que estos estudios no identifican una relación causal entre la falta de crédito y el menor crecimiento, sino que se limitan a constatar la relación entre ambas variables.

3. Biggs, Mayer y Pick (2009) «Credit and economic recovery», DNB Working Paper, n.º 218.

4. Excluimos los préstamos de más de un millón de euros, que son los que solicitan las empresas grandes, ya que estas están acudiendo al mercado de bonos.

Visto de este modo, se desmiente la percepción de «milagro» hasta cierto punto, puesto que todo indica que el crédito está desempeñando un papel importante en la evolución del PIB. Concretamente, en los primeros seis trimestres de la recuperación que se inició en el 3T 2013, este creció un 1,6% anualizado en promedio. Para poder comparar esta cifra con los estudios existentes, que contemplan tres años,<sup>5</sup> nos valemos de nuestras previsiones hasta el 2T 2016 y estimamos que el crecimiento anual promedio se situará en torno al 2,2%. Esta cifra es sensiblemente inferior al 3,8% del estudio del FMI, pero cabe recordar que en él se incluyen recuperaciones en países emergentes, cuyas tasas de crecimiento poco tienen que ver con las de las economías avanzadas. Darvas (2013) presenta el desglose según el nivel de ingresos del país en cuestión y encuentra que las economías con ingresos altos crecen un 3,2% en las recuperaciones sin crédito (un 4,1% con crédito), una cifra más en línea con la previsión para España. A este ritmo de crecimiento, la economía española alcanzará el nivel precrisis del PIB real el próximo año, siguiendo el patrón habitual en este tipo de recuperaciones.

El patrón de crecimiento de la recuperación también se ve condicionado por la disponibilidad de crédito. La inversión, altamente dependiente de la financiación externa, se ve más afectada que el consumo. Para la fase actual de recuperación de la economía española, prevemos que el consumo contribuya en 1,6 p. p. al crecimiento anual del PIB, el doble que la inversión (0,8 p. p.). Esta relación entre las contribuciones del consumo y de la inversión es muy similar a la que documenta el estudio del FMI. En cambio, el patrón de crecimiento en recuperaciones normales es más equilibrado (véase la tabla). En cuanto a las exportaciones netas, cuya aportación al crecimiento suele ser nula, en el caso español prevemos una contribución ligeramente negativa.

### Crecimiento del PIB y de sus componentes durante los tres primeros años de recuperación

Promedio anual (%)

	Crecimiento PIB	Contribución		
		Consumo	Inversión	Exportaciones netas
Recuperaciones con crédito *	5,7	3,7	2,1	0,0
Recuperaciones sin crédito *	3,8	2,6	1,2	0,0
España: 3T 2013 a 4T 2014	1,6	1,6	0,8	-0,7
España: 3T 2013 a 2T 2016	2,2	1,6	0,8	-0,6

*Nota:* \* Estimaciones basadas en Abiad, Dell'Ariccia y Li (2011).

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

De cara a los próximos trimestres, diversos factores, tanto de demanda como de oferta, reforzarán la buena evolución del crédito en España. Hasta la fecha, la demanda de crédito por parte de hogares y empresas ha estado condicionada por el proceso de ajuste de los balances privados. Tras un *boom* crediticio, en especial si ha estado acompañado de una burbuja en el mercado inmobiliario, el valor de los activos disminuye y la deuda existente resulta excesiva y debe reducirse, lo cual limita la capacidad de contraer nueva deuda. En este respecto, la buena noticia es que el proceso de desapalancamiento privado se encuentra bastante avanzado, sobre todo en el caso de las sociedades no financieras y, por tanto, es de esperar que su efecto contractivo sea ya muy limitado a partir de ahora.

Por el lado de la oferta, cada vez afloran más indicios de que los factores que limitaban la concesión de crédito al sector privado también se están resolviendo: la reestructuración del sector bancario se puede dar por prácticamente completada, las pruebas de estrés a la banca se superaron con buena nota, la unión bancaria europea se está implementando según lo previsto y la incertidumbre regulatoria es cada vez menor. Además, en un entorno de bajos tipos de interés, el aumento de la rentabilidad del sector bancario pasa por un incremento de la concesión de crédito. En este sentido, la elevada demanda de TLTRO apunta a una mayor disposición del sector bancario a conceder crédito.

En definitiva, el actual episodio de recuperación de la economía española se asemeja a otros episodios que han sido calificados de recuperaciones sin crédito, caracterizadas por un menor ritmo de crecimiento y por un patrón sesgado al consumo privado. Por fortuna, el proceso de ajuste tanto de la oferta como de la demanda de crédito está cerca de completarse, tal y como ya se observa con el incremento de la concesión de nuevo crédito. Es por este motivo que esperamos que, en los próximos trimestres, la economía española se beneficie del impulso crediticio y que ello permita que la recuperación gane vigor.

Judit Montoriol-Garriga

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

5. La literatura económica define la recuperación sin crédito como aquella en la que el crecimiento del crédito es negativo en los tres años que siguen a una recesión.

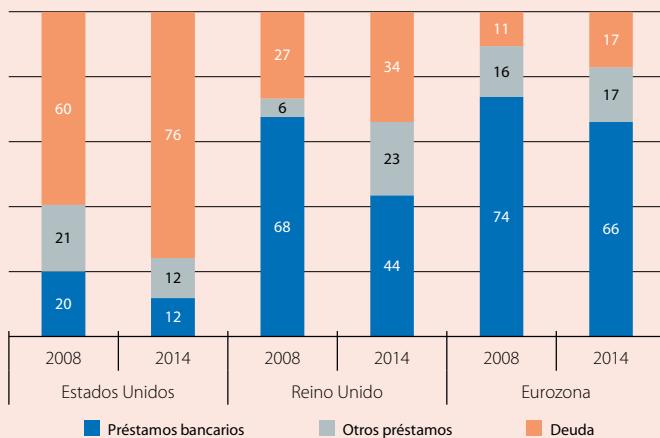
## Otra financiación es posible, pero ¿es más segura?

Una vez puesta en marcha la unión bancaria, dos cifras centran ahora la atención de la Comisión Europea: las empresas europeas reciben aproximadamente el 80% de su financiación ajena a través de los bancos y el 20% restante, mediante la emisión de títulos, mientras que las cifras en EE. UU., a grandes rasgos, se invierten. Para acercarnos a la situación de EE. UU., la Comisión Europea se ha fijado como objetivo integrar los distintos mercados de capitales europeos y desarrollarlos plenamente mediante la creación de la unión del mercado de capitales. Como se argumentará en este artículo, una mayor diversificación de los canales de financiación permitiría aprovechar las ventajas que cada uno de ellos ofrece, aunque todas las alternativas presentan riesgos que deberán tenerse en cuenta.

Cuando se habla de canales de financiación, la literatura académica suele distinguir dos canales fundamentales: uno indirecto, basado en la intermediación de los bancos entre el ahorro de los depositantes y el crédito a los prestatarios; y otro basado en el mercado de capitales, en el que los demandantes de fondos los obtienen directamente de los inversores mediante el intercambio de títulos de distinta naturaleza. El mercado de capitales es, en realidad, una multitud de mercados distintos: a los tradicionales mercados de acciones y deuda, se añaden nuevos mercados especializados en los que se negocian instrumentos que permiten una mejor gestión del riesgo (mercados de derivados) o ampliar la base de posibles inversores (mercados de titulaciones y de productos estructurados).

### Financiación ajena de las grandes empresas

(% del total)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, «Global Financial Stability Report» (octubre de 2014), capítulo 1.

Sin embargo, además de estos dos canales fundamentales, la generalización del uso de internet está favoreciendo la aparición de un canal alternativo basado en el concepto de financiación colectiva (en inglés, *crowdfunding*). Los proyectos, anunciados en lo que se conoce como plataformas de financiación participativa, obtienen fondos mediante un gran número de pequeñas aportaciones realizadas directamente por inversores, en su mayoría minoristas. Las aportaciones pueden tomar la forma de préstamos (*crowdlending*), de participaciones en los beneficios (*equity crowdfunding*) o incluso de anticipos sobre la venta de un nuevo producto.

Cada canal tiene sus puntos fuertes a la hora de promover el crecimiento económico, por lo que resultan complementarios.<sup>1</sup> Los bancos, al establecer relaciones a largo plazo con sus clientes, pueden recabar más información sobre los deudores y monitorizar el destino que dan a los fondos recibidos. Esta

ventaja es clave para poder financiar a empresas que no generan información fácilmente transmisible sobre sus proyectos, como las pymes o las *startups*. Las plataformas de financiación participativa también pueden llegar a ser muy útiles para estas empresas si logran, con sus métodos novedosos, transmitir a los inversores información fiable acerca de los proyectos anunciados. En cambio, para las empresas que sí generan información fácilmente transmisible, la financiación directa a través de los mercados permite una rápida reasignación de los fondos hacia aquellas con mejores perspectivas. Este hecho permite un rápido crecimiento de las empresas y promueve la innovación. Además, la amplia variedad de instrumentos que se negocian en los mercados permite distribuir el riesgo de forma más eficiente entre los inversores con más capacidad de asumirlo.

La Comisión Europea considera que el sistema financiero europeo está excesivamente sesgado hacia la intermediación bancaria, razón por la cual, argumenta el organismo, este sería más inestable y retrasaría la recuperación económica tras un episodio de estrés. Estudios recientes sugieren que el elevado apalancamiento de los bancos les hace muy sensibles a *shocks* en el precio de los activos que supongan cambios en el valor de las garantías o del capital, de modo que suelen reaccionar expandiendo o contrayendo el crédito intensamente, a lo largo del ciclo.<sup>2</sup> Esta elevada prociclicidad del crédito bancario es la que, a ojos de la Comisión, justifica un esfuerzo regulatorio para promover canales alternativos menos procíclicos. Sin embargo, favorecer un mayor recurso a canales alternativos para la financiación empresarial puede dar lugar a otros riesgos.

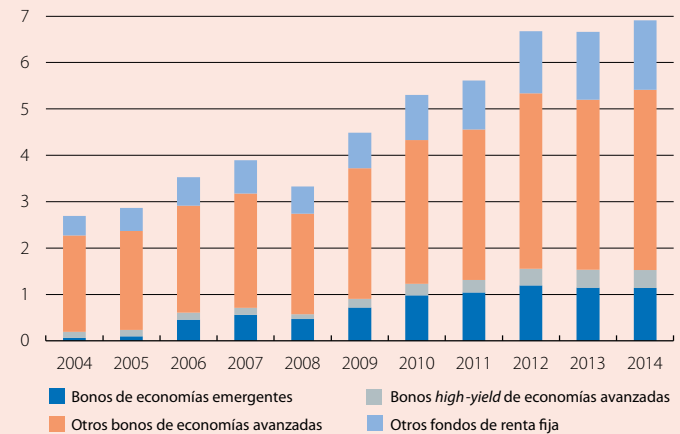
1. Véase Levine, R. (2002), «Bank-based or market-based financial systems: which is better?» *Journal of financial intermediation* 11(4), pp. 398-428.

2. Langfield, S. y Pagano, M. (2014), «Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth» Working Paper.

En el caso de los mercados de capitales, la creciente intermediación de los mercados de crédito por parte de compañías de gestión de activos es, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), uno de los principales focos de riesgo. La intermediación la realizan ciertos vehículos de inversión (fondos de inversión libre, fondos del mercado monetario, fondos de inversión, fondos cotizados y fondos de capital riesgo), que compran renta fija corporativa aprovechando las aportaciones de ahorradores en busca de alternativas a los depósitos y las mayores exigencias regulatorias a las que se enfrentan los bancos para satisfacer la demanda de financiación empresarial.<sup>3</sup> La preocupación del FMI es que, cuando se empiecen a retirar los estímulos aplicados por los distintos bancos centrales, la liquidez que sustenta estos fondos no se reduzca de forma gradual, sino abrupta, y dé lugar a ventas masivas de activos. La economía real se resentiría, entonces, a causa de la reducción del valor de las garantías, el contagio a los balances de otros intermediarios financieros y la reducción de la financiación en general.

### Activos gestionados a nivel mundial por los fondos de renta fija

(Billones de dólares)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, «Global Financial Stability Report» (abril de 2015), capítulo 3.

El riesgo que presenta este tipo de intermediación proviene de ciertas características de la industria de gestión de activos. La principal es que los vehículos que emplean están expuestos a un riesgo de liquidez, pues ofrecen a sus inversores la posibilidad de liquidar sus posiciones con una frecuencia que puede no estar alineada con la liquidez de los activos subyacentes. Este hecho les hace vulnerables a pánicos financieros, que podrían conducir a ventas forzosas de sus activos a precios de liquidación. Otras dos características aumentan el riesgo de contagio sistémico. La primera es la importancia de la reputación de la gestora como criterio de selección para los inversores, que se manifiesta en una elevada concentración de esta industria: del total de activos gestionados por las primeras 500 gestoras a nivel mundial, las 10 mayores controlan cerca del 25%. La segunda es la tendencia de los gestores a seguir políticas de inversión muy parecidas y a reaccionar de forma similar ante cambios de expectativas. Ambas características son fruto de la dificultad que tienen los inversores para juzgar la calidad y el desempeño de los gestores, lo cual les lleva a evaluarlos mediante la comparación de sus resultados con los del resto.

En el caso de la financiación colectiva, el principal riesgo es que los inversores tomen sus decisiones basándose en información insuficiente o inexacta. En particular, para que esta alternativa alcance una masa crítica de inversores es imprescindible una mayor certeza acerca de la eficacia de los mecanismos propuestos por las plataformas para transmitir información veraz sobre las habilidades de gestión de los empresarios, el destino real de los fondos y el grado de riesgo objetivo de los proyectos presentados.<sup>4</sup> De la misma manera que los bancos emplean las relaciones a largo plazo para recabar este tipo de información, las plataformas invierten en mecanismos que persiguen establecer la reputación de los empresarios: incentivan la divulgación de datos acerca de los gestores (nivel de formación, currículum laboral o historial de proyectos con éxito, por ejemplo), permiten a los inversores comentar su experiencia con la empresa o bien recurren a terceros con reputación establecida para que certifiquen la calidad de los proyectos. Con todo, verificar la información aportada sigue siendo la responsabilidad de los inversores, lo cual puede resultar problemático porque, ante el reducido importe de sus aportaciones, cada inversor tiene incentivos para confiar en que sea otro quien haga ese esfuerzo de verificación. Este hecho puede inducir a la base inversora a comportarse como un rebaño: invirtiendo si alguien lo hace o no invirtiendo si nadie da el primer paso. Por este motivo, resulta imprescindible desarrollar un buen marco regulador que establezca los datos básicos que divulgan las empresas, exija a las plataformas invertir en la detección de información fraudulenta y dé cierta protección a los inversores. España ya se ha dotado de un marco regulador en esta línea, aunque sería necesario uno armonizado a nivel europeo.

En definitiva, desarrollar canales de financiación alternativos a la intermediación bancaria comporta algo más que armonizar la regulación nacional para alcanzar un mercado único de capitales a nivel europeo. Requiere comprender muy bien los problemas de información inherentes a cada canal de financiación y regular convenientemente para minimizar los riesgos que estos comportan.

Sandra Jódar-Rosell

Departamento de Estrategia Bancaria, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

3. Estos intermediarios se consideran parte de la banca en la sombra, al igual que los *dealers* (colocadores de títulos y prestadores de servicios mayoristas a otros segmentos de la banca en la sombra) y las sociedades de titulización.

4. Véase Agrawal, A. et al. (2013), «Some simple economics of crowdfunding», NBER Working Paper n.º 19133.





## PUBLICACIONES

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

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

**European Integration at the Crossroads**  
Jordi Gual

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

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

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

### IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### PULSO ECONÓMICO

### ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

### COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

### CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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



## Consejo Asesor

### Pol Antras

Harvard University

### Philippe Bachetta

Université de Lausanne

### Ramon Caminal

Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)

### Manuel Castells

Universitat Oberta de Catalunya  
y University of Southern California

### María Paz Espinosa

Universidad del País Vasco

### Josefina Gómez Mendoza

Universidad Autónoma de Madrid

### Marta Reynal-Querol

Universitat Pompeu Fabra

### Joan Enric Ricart

IESE Business School

### Xavier Sala-Martín

Columbia University

### Jaume Ventura

CREI - Universitat Pompeu Fabra

## GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2014

### Actividad financiera

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

### Actividad comercial y medios

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

### Obra Social: presupuesto por actividades para 2015

	MILLONES €
Sociales	336
Ciencia y medio ambiente	56
Culturales	67
Educativas e investigación	41
<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

