

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 391 | JUNIO 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*Sobrecalentamiento en la bolsa china:
¿oportunidad o amenaza?*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?

UNIÓN EUROPEA

¿Está sobrecalentado el mercado inmobiliario alemán?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Balance de la mejora del empleo en España

DOSSIER: EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO E INVERSIÓN ENTRE LA UE Y EE. UU.

*El TTIP: un megacuerdo económico
y geoestratégico a partes iguales*

El impacto económico del TTIP

*Las controversias del TTIP: ¿dificultades
irresolubles?*

*El encaje del sistema financiero en el TTIP:
¿realidad o ficción?*



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL

Junio 2015

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas, etc.):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de mayo de 2015

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

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Signos de diferenciación en los mercados financieros emergentes*10 *Sobrecalentamiento en la bolsa china: ¿oportunidad o amenaza?***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *¿Ha llegado el fin del superciclo de las materias primas?*16 *¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Está sobrecalentado el mercado inmobiliario alemán?*22 *Gestionar bien las finanzas públicas en años de crecimiento***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La situación financiera de los hogares españoles se fortalece*28 *Balance de la mejora del empleo en España*29 *La recuperación del empleo en perspectiva***32 DOSSIER: EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO
E INVERSIÓN ENTRE LA UE Y EE. UU.**32 *El TTIP: un megaacuerdo económico y geoestratégico
a partes iguales*
Clàudia Canals34 *El impacto económico del TTIP*
Josep Mestres Domènech36 *Las controversias del TTIP: ¿dificultades irresolubles?*
Àlex Ruiz y Gerard Masllorens38 *El encaje del sistema financiero en el TTIP: ¿realidad o ficción?*
Gerard Arqué Castells y Carlos Martínez Sarnago

Los beneficios de la recuperación

Cada mes o trimestre que pasa, los datos confirman que la recuperación de la economía española es un hecho incuestionable. Incluso permiten afirmar que se trata de una recuperación sorprendentemente vigorosa. Crece a buen ritmo el PIB y también el empleo. Crecen las ventas minoristas, el turismo, el consumo de la electricidad, el comercio exterior e incluso el consumo de cemento. Después de siete años de grandes dificultades, durante los cuales se ha producido una fuerte reducción del empleo, caídas de la facturación de las empresas y contracciones de los salarios, el inicio de una bonanza se recibe con alivio pero también va acompañado de algunas advertencias que conviene examinar.

En otras ocasiones nos hemos ocupado de la necesidad de asegurar que la recuperación no dañe los equilibrios macroeconómicos del país, que a duras penas se han restablecido, especialmente en lo que se refiere al equilibrio externo y al de las finanzas públicas. Una advertencia muy distinta sobre la recuperación que también se suele hacer es la necesidad de que los beneficios que implica se repartan equitativamente entre la población, puesto que, de esta manera, se alcanzarán dos objetivos: corregir los desequilibrios de renta generados a lo largo de los años de crisis y amainar las tensiones sociales que se pueden desatar si la reactivación económica deja atrás a grupos sociales ya fuertemente golpeados por la recesión.

Esta recomendación de política económica es, sin duda, bien intencionada y es, por tanto, normal compartirla. De todas formas, se debe tener presente que, en un país con una tasa de paro de alrededor del 23%, la principal fuente de desigualdad en la recuperación, como lo fuera en la recesión, no son ni las diferencias entre sectores ni las diferencias entre las retribuciones del factor trabajo y las otras rentas. El elemento clave que explica el aumento de los índices de pobreza relativa en los últimos años es la evolución del mercado de trabajo. Sin lugar a dudas, las capas sociales más perjudicadas por la crisis han sido las de aquellos que han perdido el trabajo o que han llegado al mercado de trabajo y no han encontrado colocación. De la misma manera, en el momento de la expansión, aunque se están creando puestos de trabajo a un ritmo interanual del 3,5%, los beneficios de la reactivación no llegan a mucha gente que todavía está en el paro y no tiene perspectivas inmediatas de encontrar trabajo. Aunque los flujos del mercado de trabajo son muy positivos, el *stock* del paro solo se vacía gradualmente y, por tanto, constituye un problema social de primera magnitud.

Por otra parte, las economías de mercado, como lo es la de España a pesar de que exista una presencia substancial del sector público, no son economías en las que la Administración haya de determinar de manera significativa cómo se distribuyen las rentas generadas por un proceso de reactivación económica como el que estamos viviendo. Con la expansión, y más después de los fuertes ajustes de precios y salarios que hemos experimentado, se relanzan unos sectores más que otros, que siguen estancados. Y las rentas (beneficios y salarios) que obtienen los sectores más dinámicos están condicionadas, fundamentalmente, por el mantenimiento o la mejora de la competitividad. La política económica puede y ha de actuar cuando algunos de los sectores que más beneficios obtienen en la recuperación lo hacen en un marco de competencia insuficiente. Es decir, es necesario asegurar que no haya sectores monopolizados en la economía y, especialmente, que no se utilicen como instrumentos anticompetitivos las regulaciones restrictivas que muchas veces la propia Administración ha introducido.

La clave para asegurar que los beneficios de la recuperación lleguen a toda la sociedad es, pues, conseguir un crecimiento económico que se fundamente al máximo en la creación de puestos de trabajo y que sea rápido, pero sostenible. La sostenibilidad pasa por respetar los equilibrios macroeconómicos. La intensidad en ocupación requiere políticas empresariales que no penalicen el uso del factor trabajo, que promuevan la aparición de nuevos proyectos empresariales y el impulso firme de los existentes, y que faciliten la reasignación eficiente de recursos entre las distintas actividades productivas.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de mayo de 2015

CRONOLOGÍA

MAYO 2015

- 7 Mayoría absoluta de los conservadores en las **elecciones del Reino Unido**, marcada por la promesa de convocar un referéndum sobre la permanencia del país en la Unión Europea.

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**.

AGENDA

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).

JULIO 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 6 Índice de producción industrial (mayo).
- 15 Cuentas financieras (1T).
- 16 Comercio exterior (mayo).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 23 Encuesta de población activa (2T).
- 28 Ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance PIB (2T).
Avance PIB de EE. UU. (2T).
Avance IPC (julio).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
- 31 Balanza de pagos (mayo).

El crecimiento global se mantiene

El año arranca en EE. UU. y en China de forma más suave de lo previsto. Sin embargo, una lectura excesivamente negativa está fuera de lugar: la debilidad se ha debido a factores transitorios en EE. UU. y en China se está produciendo en el contexto de un proceso de desaceleración deseada por el Gobierno (el cual dispone, además, de un notable margen de política económica para acompasar este aterrizaje suave). Asimismo, otras economías clave, como Japón y la eurozona, registraron un dinamismo mayor de lo previsto y pueden compensar, en parte, el menor tono de EE. UU. y de China. Finalmente, cabe mencionar que Rusia y Brasil, dos de los emergentes que más preocupan, han mostrado resultados mixtos: el PIB cayó de forma clara en ambos países en el 1T 2015, pero las previsiones que se manejaban eran, de hecho, peores. ¿Cuál es el balance global de esta dispar evolución económica? El crecimiento mundial que esperamos para 2015, del 3,3%, es solo marginalmente menor que el que preveíamos un mes atrás y, de cumplirse, se situará cercano al promedio registrado entre 1980 y 2014.

Europa sigue ganando tracción. El PIB creció un 0,4% intertrimestral en el 1T 2015, una décima más que en el trimestre precedente. Más allá del dato, es favorable que aumente el número de países que registran un crecimiento aceptable: España creció con fuerza, Francia sorprendió positivamente, Alemania mostró un ritmo razonable y una composición que anticipa buenos resultados futuros, e Italia salió de su larga recesión. Los indicadores disponibles apuntan a que en el 2T se ha mantenido una tónica similar, lo que tiende a confirmar los escenarios positivos que analistas e instituciones internacionales dibujan para la eurozona y que, en general, han sido revisados al alza en los últimos meses. En mayo fue el turno de la Comisión Europea, que modificó anteriores pronósticos a causa del efecto beneficioso que están teniendo diversos factores de apoyo temporales, como el abaratamiento del petróleo, la depreciación del euro y la expansión monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Su escenario actual perfila un crecimiento del 1,5% en 2015 y del 1,9% en 2016. Vista la buena evolución macroeconómica, el principal foco de atención se ha situado en la evolución de los mercados financieros.

Repunte de la volatilidad en los mercados financieros europeos. Tras un primer trimestre con las bolsas europeas en abierta recuperación y con las *yields* de la deuda

pública en mínimos (dos desarrollos que se pueden vincular a las expectativas que generó la expansión monetaria del BCE), en abril se revirtieron en parte ambas tendencias. Particularmente intenso fue el súbito aumento de las rentabilidades de la deuda pública europea que se produjo entre finales de abril y mediados de mayo. La interpretación del episodio no es sencilla, ya que han influido varios factores de distinta índole. Los más importantes son la incorporación de las perspectivas de mayor inflación y crecimiento en la eurozona a las cotizaciones de los bonos, el ajuste de la exposición de los inversores a la renta fija europea, y la creciente incertidumbre respecto al desenlace de las negociaciones entre la Unión Europea y Grecia. Aunque la situación se estabilizó durante la segunda quincena de mayo, debido en parte a la intensificación del programa de compras de deuda pública del BCE, no se puede descartar que el tono de mayor volatilidad persista en los próximos trimestres.

Brillantes perspectivas económicas a corto plazo para la economía española. A medida que avanza el año se confirma que la economía registra un ritmo de crecimiento elevado. Los datos de contabilidad nacional del 1T arrojan un crecimiento del 0,9% intertrimestral (superior al ya dinámico 0,7% del 4T) y los indicadores disponibles del 2T apuntan a que este ritmo se está manteniendo en cotas similares. El motor de este avance es, como viene sucediendo desde finales de 2013, la demanda interna. Fruto de una recuperación que ya empieza a ser prolongada en el tiempo (el giro al alza comenzó a materializarse en el 3T 2013), la tasa de avance de la ocupación está acelerando apreciablemente: en el 1T se crearon 127.000 puestos de trabajo (equivalentes a tiempo completo), lo que representa un incremento del 2,8% interanual. Este notable vigor interno se empieza a reflejar también en la inflación, si bien de forma muy paulatina: en mayo la inflación se situó en el -0,2%, cuatro décimas por encima del registro de abril, con lo que suma ya cuatro meses consecutivos al alza. Esta positiva evolución coyuntural no debe hacer olvidar que la economía española todavía tiene ajustes estructurales pendientes a fin de garantizar una trayectoria de crecimiento sólida a largo plazo. En este sentido, la Comisión Europea ha recordado, en su reciente informe de recomendaciones sobre el programa de estabilidad, la importancia de garantizar una corrección duradera del déficit público y la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

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

Previsiones

Economía española

	2013	2014	2015	2016	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	2,9	2,1	2,8	3,4	3,5	3,0	2,8	2,3
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,1	1,6	0,1	0,3	-0,5	0,1	1,5	1,9	3,1
Formación bruta de capital fijo	-3,7	3,4	4,9	4,2	3,9	5,1	6,0	4,7	4,6	4,3
Bienes de equipo	5,6	12,3	7,2	5,3	10,2	10,4	9,4	7,1	6,3	6,0
Construcción	-9,2	-1,4	4,1	3,4	0,1	2,4	4,9	3,9	4,1	3,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,2	2,8	2,0	2,6	2,7	3,0	2,8	2,6	2,6
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	5,1	5,9	4,5	4,7	5,7	6,2	3,5	5,0
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,7	5,5	5,0	8,6	7,7	7,4	6,7	2,9	4,8
Producto interior bruto	-1,2	1,4	2,8	2,5	1,6	2,0	2,7	2,8	2,9	2,8
Otras variables										
Empleo	-3,2	1,2	2,9	2,4	1,7	2,4	2,8	2,8	3,0	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	0,1	1,1
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	-0,1	1,1	-0,3	-0,1	1,0	0,0	-0,3	-0,9
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	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) ¹	2,0	1,2	1,7	1,7	1,1	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-6,8	-5,8	-4,8	-3,3	-5,7	-5,8				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,29	0,88	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,43	1,16	0,23	0,24	0,26	0,33	0,49	0,65
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,91	1,68	0,56	0,57	0,66	0,77	1,00	1,22
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	2,40	3,26	2,49	2,27	1,97	2,19	2,57	2,88
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,01	0,03	0,16	0,08	0,05	0,00	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	-0,20	0,02	-0,01	-0,04	-0,18	-0,22	-0,20	-0,20
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,41	0,88	1,06	0,76	0,35	0,38	0,42	0,48
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,33	1,09	1,04	1,33	1,25	1,13	1,10	1,08	1,05
¥/€	129,65	140,42	132,60	129,67	137,68	142,89	134,30	132,32	133,02	130,75
£/€	0,85	0,81	0,72	0,71	0,79	0,79	0,74	0,72	0,72	0,71
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	61,30	78,68	103,38	77,03	55,19	59,97	62,50	67,55
Brent (€/barril)	81,67	74,83	56,23	75,89	78,02	61,68	48,97	54,47	57,71	64,32

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · El mercado de deuda pública, en el punto de mira

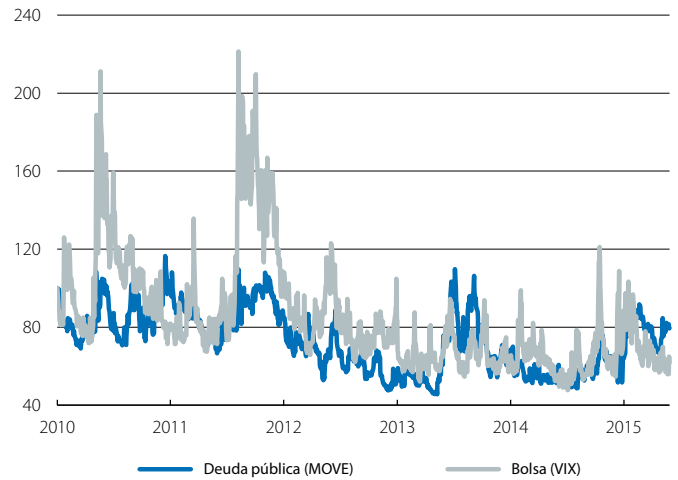
Los tipos de interés en la eurozona viran al alza tras el letargo de los últimos años. En un mes de mayo con escasas referencias por parte de los principales bancos centrales desarrollados, el súbito incremento de las rentabilidades de la deuda pública (*sell-off*) en Europa se ha convertido en el principal foco de atención en la escena financiera internacional. Este episodio ha acentuado el pulso titubeante que los activos de riesgo desarrollados venían mostrando durante las últimas semanas. En este contexto, los focos de inestabilidad más inmediatos que afrontan los mercados financieros giran en torno a la estrategia de normalización monetaria adoptada por la Reserva Federal (Fed) y a la resolución de las negociaciones entre el Gobierno griego y sus acreedores. No obstante, en el contexto actual de transición gradual hacia un nuevo régimen de tipos de interés más elevados, cobra cada vez más importancia la adopción de una perspectiva con un horizonte temporal más lejano. Especialmente si tenemos en cuenta que este nuevo escenario será uno de los principales condicionantes para el desempeño a medio plazo de los activos financieros.

Las tensiones en el mercado de deuda soberana europea remiten, aunque la volatilidad persiste. El virulento repunte de la rentabilidad de la deuda pública europea acaecido entre finales de abril y mediados de mayo respondió, en buena parte, a la incorporación de las mayores perspectivas de inflación y crecimiento de la eurozona a la cotización de los bonos soberanos. La intensidad de este episodio se vio exacerbada, a su vez, por el reajuste de las posiciones de cartera de los inversores, que afectó en mayor medida a la deuda de los países del centro de la eurozona. En estas circunstancias, los aumentos de las rentabilidades fueron especialmente intensos en los títulos de los países del núcleo de la eurozona y con vencimientos a largo plazo. Este fue el caso del *bund* alemán, cuya rentabilidad avanzó 65 p.b. en este periodo, frente a los 42 p.b. del bono a 10 años español. A pesar de la estabilización de las rentabilidades a finales de mes, consideramos que el tono volátil de los mercados de deuda europeos persistirá en los próximos meses, lo que puede favorecer nuevos repuntes de las rentabilidades, aunque con un alcance moderado.

El Banco Central Europeo (BCE) intensifica el programa de compras de deuda pública antes de verano. El motivo esgrimido por la autoridad monetaria es adelantar el perfil de las adquisiciones de deuda, debido a la menor liquidez que los mercados de bonos soberanos presentan durante el verano. Los datos más recientes del QE soberano europeo ya dan muestras de esta aceleración. En mayo, la compra de títulos de deuda pública aumentó hasta los 51.600 millones de euros, 4.100 millones por encima del nivel promedio de los dos meses anteriores. Este ritmo más intenso de implementación del QE, junto con la intención manifiesta de la entidad de completar el programa de compra de deuda pública en su totalidad, confirma la

Volatilidad implícita en los mercados financieros

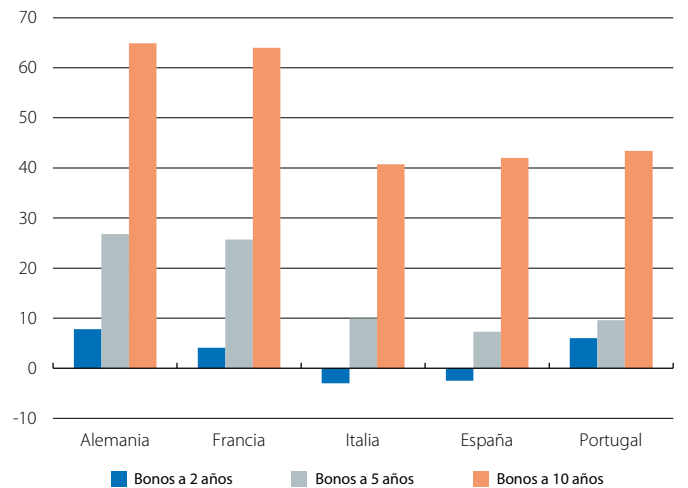
Índice (enero 2010 = 100)



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública

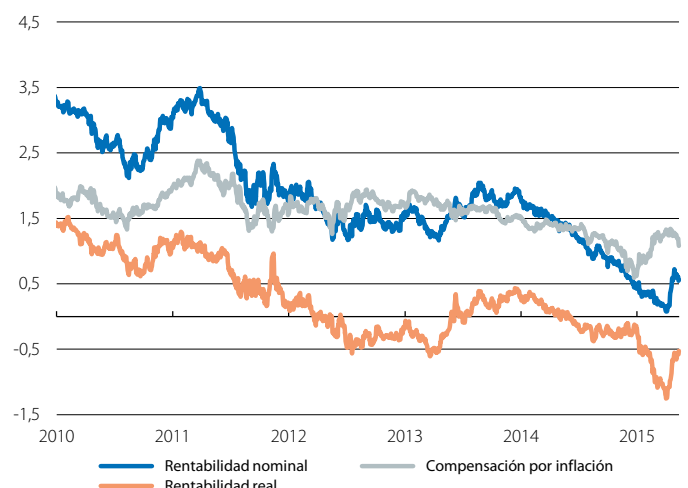
Variación entre el 20 de abril y el 15 de mayo (p. b.)



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

Alemania: descomposición de la rentabilidad del bund

(%)



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

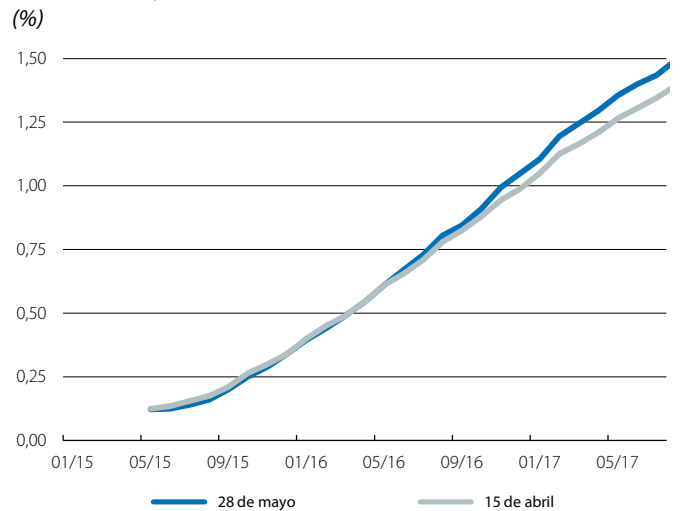
firmeza del BCE en su objetivo de mantener unas condiciones financieras muy laxas.

Los inversores, pendientes de los mensajes de la Fed en la reunión de junio. El tono prudente del último comunicado de la autoridad monetaria estadounidense permite descartar, prácticamente por completo, el inicio de la subida del tipo oficial en el próximo Comité de Mercado Abierto de la Fed de mediados de junio. De todas formas, la expectación que despierta la reunión sigue siendo elevada. Se espera que la rueda de prensa de la presidenta de la Fed y la publicación de las previsiones económicas y del tipo de interés oficial que barajan los miembros del Comité Federal aporten nuevos indicios sobre la estrategia de normalización monetaria de la entidad. Máxime si se tiene en cuenta la más que probable reducción del crecimiento previsto en 2015, tras la débil evolución de la actividad en los primeros compases del año. En este sentido, esperamos que la sólida mejora de los indicadores de inflación y del mercado laboral en los próximos meses sitúe el inicio de la subida del tipo rector en octubre, una fecha anterior a la que descuentan los mercados financieros. De todos modos, a medida que avanza el año, es de esperar que el debate acerca de la primera subida del *Fed funds* pierda cierta notoriedad en beneficio de una cuestión más amplia como es el ritmo de avance del tipo de interés oficial y el nivel considerado de equilibrio a largo plazo.

La senda alcista de la rentabilidad de los *treasuries* gana apoyos. El avance de las *yields* de la deuda pública estadounidense en mayo, en línea con lo previsto, responde principalmente a dos factores que presentarán cierto recorrido adicional durante los próximos meses. Primero, la subida del tipo rector por parte de la Fed, cada vez más próxima. En segundo lugar, la paulatina recuperación de los indicadores de inflación tras un inicio de año muy lánguido. Adicionalmente, el reciente avance de las rentabilidades también recibió el respaldo temporal del episodio de *sell-off* en el mercado de deuda pública europea, especialmente en el tramo más largo de la curva de deuda soberana estadounidense. De cara a los próximos meses, la eliminación de las referencias explícitas de la Fed respecto a la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) puede traducirse en una mayor exposición de la cotización de la deuda pública a la evolución de los indicadores de actividad. Esta circunstancia favorecerá que la volatilidad del mercado de *treasuries* se sitúe en el intervalo superior de los últimos años. De todas formas, el aumento de la rentabilidad, junto con la fortaleza relativa del dólar frente a otras divisas, mantendrá el atractivo de la deuda pública estadounidense en un nivel elevado, lo que podría atenuar las presiones alcistas sobre los tipos de interés.

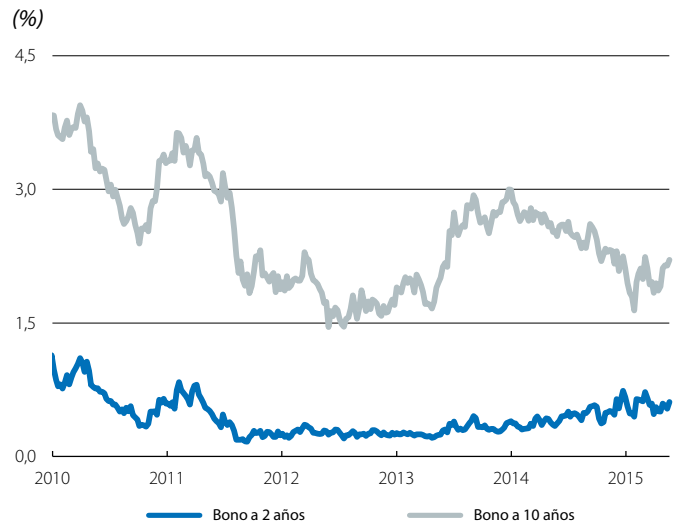
El *sell-off* de la deuda pública europea tiene un impacto contenido en los mercados emergentes. Una de las noticias positivas del mes de mayo ha sido el contagio limitado de las tensiones de los mercados de deuda pública desarrollados a la cotización de los activos emergentes. En este sentido, si bien los indicadores de inversión extranjera en cartera muestran una cierta ralentización de los flujos de capitales hacia los países emergentes durante el mes de mayo, esta ha sido más loca-

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



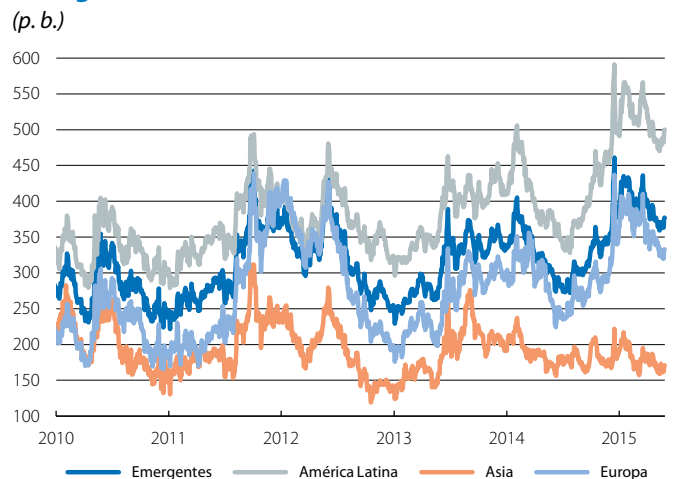
Nota: * A partir de los futuros del Fed funds.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



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

Spreads de los bonos soberanos de los países emergentes *



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

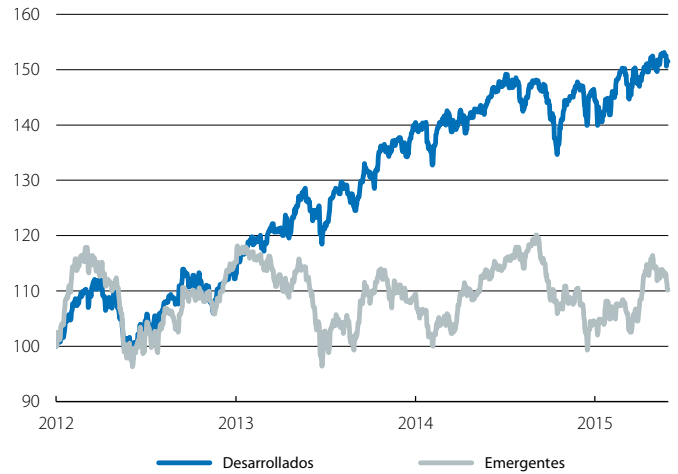
lizada y de menor intensidad que tras las turbulencias que siguieron al preanuncio del *tapering* de la Fed, en la primavera de 2013. Este menor impacto responde, por un lado, a los avances significativos que algunos países emergentes han llevado a cabo recientemente en materia de reducción de sus desequilibrios, tanto internos como externos. Por el otro lado, la parsimonia mostrada por la Fed a dar comienzo a las primeras subidas del tipo oficial también ha tenido un efecto favorable al conceder cierto margen de maniobra a los bancos centrales emergentes para adoptar políticas monetarias expansivas. Este es el caso de la autoridad monetaria china, que, ante la persistencia de la debilidad de los indicadores de actividad, recortó el tipo oficial de préstamos por tercera vez en menos de medio año, hasta el 5,10%. No obstante, la pérdida de dinamismo de la economía asiática sigue siendo uno de los principales riesgos que afronta el bloque emergente durante los próximos meses. Asimismo, si el ritmo de normalización monetaria por parte de la Fed fuera mayor de lo esperado representaría otro foco de inestabilidad para las economías del área emergente.

Los mercados bursátiles desarrollados continúan inmersos en una fase de pausa. Durante las últimas semanas, los índices bursátiles desarrollados han mostrado una tendencia poco definida. El clima de cautela se afianza en las bolsas europeas, si bien los descensos se han intensificado en el último tramo de mayo. Los motivos que explican este viraje son de naturaleza diversa. Por un lado, se observa un agotamiento progresivo de los factores que originaron el *rally* bursátil de inicios de año (QE y mejora de las perspectivas económicas en la eurozona). Por el otro lado, el sentimiento inversor se ha visto deteriorado por la creciente incertidumbre que rodea la resolución de las negociaciones con Grecia y el reciente repunte de las turbulencias en el mercado de bonos soberanos. Paralelamente, en EE. UU., la bolsa alcanzó nuevos máximos históricos en mayo, si bien la tendencia de fondo continúa siendo débil a causa de la modesta campaña de beneficios empresariales. En este sentido, la ausencia de catalizadores positivos, las elevadas valoraciones de la renta variable y la proximidad de un periodo estacionalmente adverso suponen un obstáculo para que las bolsas internacionales retomen un pulso firme a corto plazo.

La cotización del euro presenta movimientos de ida y vuelta. A lo largo del mes de mayo, el tipo de cambio del euro ha oscilado dentro de una banda de entre 1,15 y 1,10 dólares por euro, al compás de los mensajes de los bancos centrales. Sin embargo, la mejora prevista de la economía estadounidense y la proximidad de las subidas de tipos de la Fed deberían dar continuidad a la senda de apreciación del dólar durante los próximos meses. En el plano de las materias primas, el precio del petróleo se toma un respiro en mayo, tras el aumento del 42% desde el mínimo alcanzado en enero, y se sitúa alrededor de los 65 dólares por barril de Brent. En este contexto, no se espera que la reunión de la OPEP de inicios de junio implique un giro significativo en la estrategia de oferta de los miembros del cártel petrolero. En consecuencia, mantenemos una previsión de subida gradual del precio del crudo en los próximos meses, hasta alrededor de los 70 dólares por barril a finales de año.

Bolsas de los países desarrollados y emergentes

Índice (enero 2012 = 100)

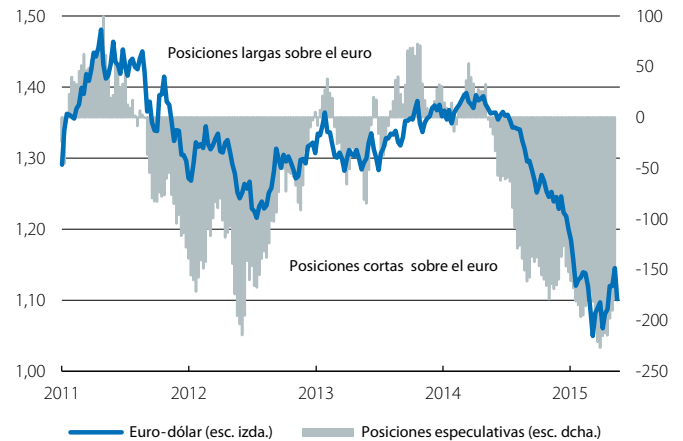


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar

(Dólares por euro)

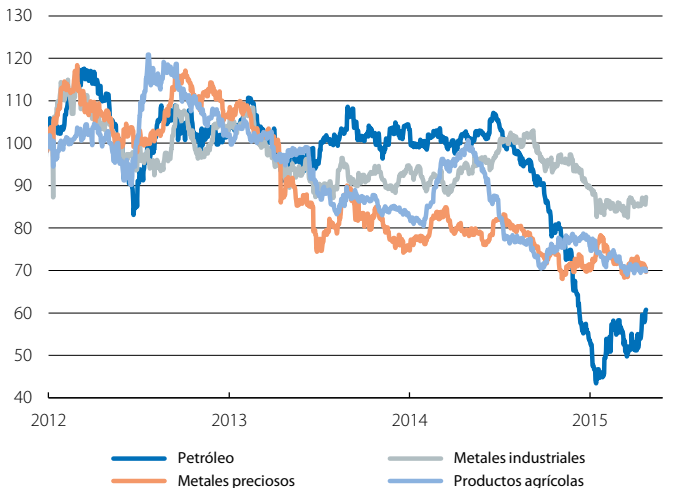
(Miles de contratos)



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

Evolución de las materias primas

Índice (enero 2012 = 100)



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

FOCUS · Signos de diferenciación en los mercados financieros emergentes

Durante los últimos años, los flujos de inversión hacia los países emergentes han registrado oscilaciones significativas en función de la evolución de las condiciones financieras globales. Sin ir más lejos, todavía perdura el recuerdo de las turbulencias registradas en estos países hace exactamente dos años, cuando el por entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunció que el fin de los estímulos monetarios podía estar más próximo de lo previsto en aquel momento. Dado el precedente, no es de extrañar que uno de los principales focos de incertidumbre existentes en los mercados financieros de cara a los próximos meses gire alrededor del impacto que las subidas de tipos oficiales en EE. UU. puedan ejercer sobre las decisiones de inversión hacia el bloque emergente.

En unos mercados financieros cada vez más integrados, los determinantes de la inversión hacia los países en vías de desarrollo responden, en gran parte, a factores de carácter global. Este es el caso, por ejemplo, del grado de aversión al riesgo imperante en los mercados financieros. En efecto, dado el mayor riesgo generalmente asociado a las inversiones realizadas en los países emergentes, se observa que la afluencia de capitales suele disminuir de manera significativa en periodos de elevada volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros. No obstante, hay indicios que sugieren un aumento reciente del grado de diferenciación por parte de los agentes financieros a la hora de tomar decisiones de inversión en dichos países. El primer gráfico respalda esta afirmación. Así, la evolución de los índices bursátiles de 17 de los principales países en vías de desarrollo muestra un perfil cada vez menos homogéneo (o, lo que es lo mismo, la varianza explicada por su factor común se reduce de forma continuada en los últimos meses). Este resultado pone de relieve la importancia creciente que desempeñan los factores de carácter idiosincrático de cada país a la hora de atraer flujos inversores. En este sentido, la experiencia histórica señala múltiples aspectos que contribuyen a esta diferenciación, entre los que destacan los desequilibrios existentes en cada economía (tanto a nivel interno como externo), las expectativas de crecimiento o la estabilidad del entorno regulatorio e institucional.

Un reflejo de esta mayor diferenciación es la variación de la sensibilidad de la renta variable emergente a cambios en la aversión al riesgo global (aproximada por el índice VIX de volatilidad implícita de la bolsa estadounidense).¹ Así, los países donde más ha aumentado esta sensibilidad,

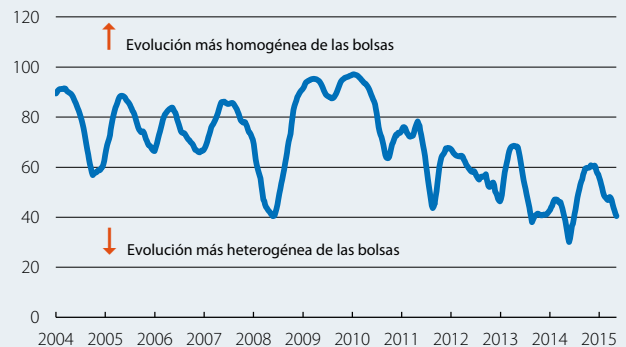
1. Parámetros obtenidos a partir de la regresión lineal: $\ln(b_{it}) = \alpha + (\alpha' \times d_{it}) + (\beta \times \ln(VIX_t)) + (\beta' \times \ln(VIX_t) \times d_{it})$. Donde b_{it} es el índice bursátil del país i , VIX_t es la volatilidad del S&P 500 y d_{it} es una variable binaria con valor 1 a partir de 2014 y 0 en caso contrario. El coeficiente β' recoge el cambio en la sensibilidad de la renta variable a aumentos del VIX.

Rusia y Brasil, son precisamente los que han registrado un mayor deterioro del escenario económico en el último año. En el caso ruso, un aumento del 18% de la volatilidad del S&P 500 (similar a la registrada en el periodo de turbulencias de mayo de 2013) conllevaría una caída del índice bursátil del 10%. Al otro lado del espectro se encuentra el caso de la bolsa india, cuya vulnerabilidad a la volatilidad en los mercados financieros se ha reducido significativamente en el último año y medio, en consonancia con la corrección de los desequilibrios de su economía.

En definitiva, la evolución de los activos financieros de los países en vías de desarrollo presenta síntomas de creciente diferenciación. Como consecuencia, los interrogantes que el inicio de la normalización monetaria de EE. UU. plantea respecto a la inversión en estos mercados deben abordarse con un enfoque que contemple las particularidades de los distintos países.

Homogeneidad de la evolución de las principales bolsas emergentes *

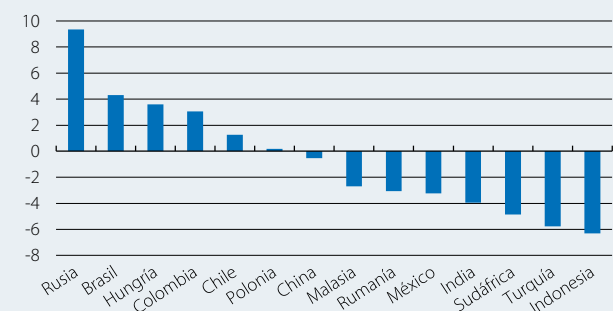
(% de variación explicada por el primer componente principal)



Nota: * Calculado a partir del análisis por componentes principales de los índices bursátiles de 17 de los principales países emergentes.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas emergentes: sensibilidad a la aversión al riesgo global *

Variación entre el periodo 2014-2015 y el periodo 2010-2013 (p. p.)



Nota: * Variación respecto a la sensibilidad mostrada entre 2010 y 2013. Valores positivos significan que, desde 2014, un mismo aumento de la aversión global al riesgo genera caídas de la bolsa del país en cuestión mayores que entre 2010 y 2013.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · Sobrecalentamiento en la bolsa china: ¿oportunidad o amenaza?

Los últimos meses han sido testigos de un fulgurante aumento de las cotizaciones de los índices bursátiles en China. La revalorización de la bolsa de Shanghái en el último año alcanza el 130% y la de Shenzhen, el 166%. La rapidez y las circunstancias que rodean estas subidas han hecho saltar las alarmas sobre la posible formación de una burbuja especulativa como la que ya tuvo lugar en China entre 2005 y 2007. Efectivamente, hay motivos para preocuparse, pero, a diferencia de lo sucedido entonces, es previsible que las autoridades regulatorias chinas lleven a cabo una gestión acertada de los potenciales riesgos derivados de una euforia inversora desmedida. La lección debería estar aprendida.

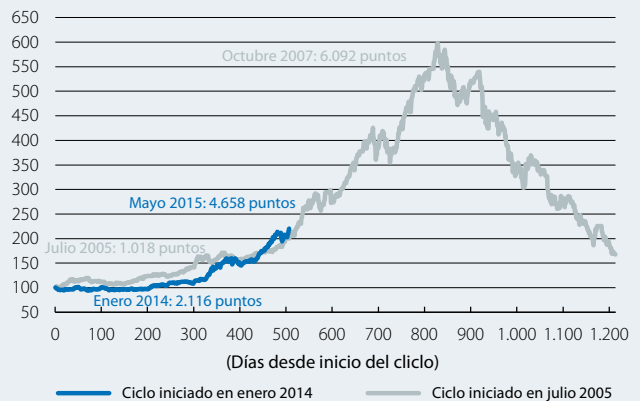
La primera cuestión que se debe examinar es si existen indicios que hagan presagiar la gestación de una fase de burbuja. Desafortunadamente, las evidencias parecen apuntar en sentido afirmativo. De entrada, el imponente avance de las bolsas de la China continental se ha visto reforzado por un aumento vertiginoso de las compras apalancadas de los inversores (*margin debt*), hasta alcanzar un máximo histórico de 300.000 millones de dólares. Otro indicador inquietante es el ritmo de apertura de cuentas de valores para negociar acciones cotizadas en las bolsas de Shanghái y Shenzhen. En abril, se llegaron a abrir cuatro millones de cuentas a la semana, frente al promedio semanal de 150.000 de los últimos cinco años. La tipología de estas cuentas, cuya titularidad corresponde a pequeños inversores en un 80%-90%, denota que la inversión bursátil vuelve a estar de moda en el país. Un tercer motivo de preocupación procede de la naturaleza subyacente del propio *rally* bursátil: la liquidez domina, al menos por ahora, los beneficios. En efecto, las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades monetarias desde mediados de 2014 han ejercido una influencia notable a la hora de impulsar las cotizaciones bursátiles. Paradójicamente, la publicación de registros de actividad y de sentimiento más débiles de lo previsto en el 1T 2015 ha fortalecido el régimen alcista de las bolsas, dado que ha alimentado expectativas de mayor laxitud monetaria. Por otro lado, las revisiones a la baja de las previsiones de beneficios empresariales del consenso de analistas para los años 2015 y 2016 no han frenado la escalada bursátil. En consecuencia, las métricas de valoración de la bolsa china han experimentado un deterioro considerable. En los últimos 12 meses, las ratios PER (precio sobre beneficios) de las bolsas de Shanghái y Shenzhen se han duplicado hasta 21 y 60, respectivamente.

¿Implica lo anterior que el mercado de acciones en China está a las puertas de una corrección inminente? No necesariamente. En los 27 meses previos al estallido de la burbuja bursátil, en octubre de 2007, el índice de la bolsa de Shanghái se revalorizó un 500% y llegó a cotizar con un PER de 48. Los registros del actual ciclo alcista distan de

alcanzar tal magnitud: el índice de Shanghái se ha revalorizado un 120% desde enero de 2014 y cotiza con un PER de 21, en línea con el promedio desde 2003. En el plano regulatorio y macroprudencial, organismos como las comisiones de liquidación y de regulación del mercado de valores (CSDC y CSRC, respectivamente) han mostrado cierta ambivalencia ante la exuberancia del mercado bursátil. No en vano, las autoridades del gigante asiático se enfrentan a una compleja disyuntiva de fondo. Intervenciones de corte agresivo podrían desatar fuertes turbulencias financieras con repercusiones negativas sobre la economía real, máxime en un contexto como el actual de desaceleración del crecimiento y de enfriamiento del sector inmobiliario. De hecho, los efectos macroeconómicos derivados del actual ciclo alcista bursátil no se deben menospreciar. En última instancia, las actuaciones del Ejecutivo chino deberán adoptar un alcance selectivo y equilibrado a fin de evitar poner en riesgo sus objetivos de crecimiento económico.

Bolsa de Shanghái: comparativa de ciclos alcistas

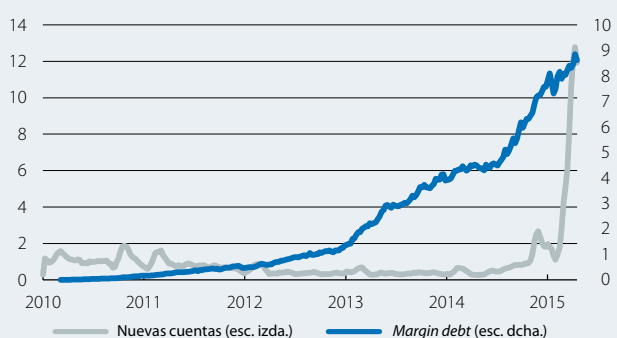
Índice (inicio de ciclo = 100)



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

China: apertura de cuentas de valores * y *margin debt* **

(Millones de cuentas) (%)



Notas: * Número de nuevas cuentas para operar en las bolsas de Shanghái y Shenzhen, acumulado de cuatro semanas. ** Saldo vivo de deuda destinada a comprar acciones como porcentaje de la capitalización conjunta free float de las bolsas de Shanghái y Shenzhen. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	-0,0	-20,0
Euríbor 3 meses	-0,01	-0,01	-1	-9,0	-32,2
Euríbor 12 meses	0,16	0,17	-1	-16,5	-41,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,22	-0,26	4	-15,6	-29,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,23	-0,22	-1	-13,2	-29,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,49	0,37	12	-5,1	-86,4
Deuda pública a 10 años (España)	1,84	1,47	37	22,9	-102,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	135	110	25	28,0	-15,8
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,28	0,28	0	2,4	5,3
Líbor 12 meses	0,75	0,71	4	12,1	21,6
Deuda pública a 1 año	0,24	0,22	2	2,7	14,9
Deuda pública a 2 años	0,61	0,57	4	-5,5	23,5
Deuda pública a 10 años	2,12	2,03	9	-5,1	-34,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	29-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	66	61	5	2,8	-0,7
Itraxx Financiero Sénior	77	70	7	9,5	4,3
Itraxx Financiero Subordinado	157	145	13	8,5	44,5

Tipos de cambio

	29-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,099	1,122	-2,1	-9,2	-19,2
¥/€	136,350	133,990	1,8	-5,9	-1,5
£/€	0,719	0,731	-1,7	-7,5	-11,7
¥/\$	124,150	119,380	4,0	3,6	22,0

Materias primas

	29-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	424,7	421,2	0,9	-3,0	-15,0
Brent (\$/barril)	63,9	64,9	-1,5	14,6	-42,5
Oro (\$/onza)	1.190,6	1.184,4	0,5	0,5	-5,2

Renta variable

	29-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.107,4	2.085,5	1,0	2,4	9,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.570,8	3.615,6	-1,2	13,5	10,1
Ibex 35 (España)	11.217,6	11.385,0	-1,5	9,1	4,5
Nikkei 225 (Japón)	20.563,2	19.520,0	5,3	26,2	40,1
MSCI emergentes	1.004,2	1.047,8	-4,2	5,0	-3,3
Nasdaq (EE. UU.)	5.070,0	4.941,4	2,6	7,1	19,4

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

COYUNTURA · Ligero descenso de las perspectivas de crecimiento globales

Las perspectivas globales se enfrían ligeramente por un crecimiento de la actividad en EE. UU. y China menor de lo esperado. Los indicadores de las dos mayores economías del planeta fueron algo más débiles de lo previsto en este último mes y enfrían moderadamente las perspectivas de crecimiento global para 2015. De todas formas, es importante puntualizar que, pese al ajuste de las expectativas, la economía de EE. UU. seguirá liderando la recuperación entre las economías avanzadas y que China mantiene una dinámica de aterrizaje suave. Por otra parte, la eurozona persiste en la recuperación sin grandes cambios. Entre las sorpresas positivas destaca el PIB de Japón. De todas formas, su mala composición nos hace ser cautos en las previsiones para el total del año. Por último, en Europa del Este ha sorprendido la robustez de los avances del PIB del 1T.

ESTADOS UNIDOS

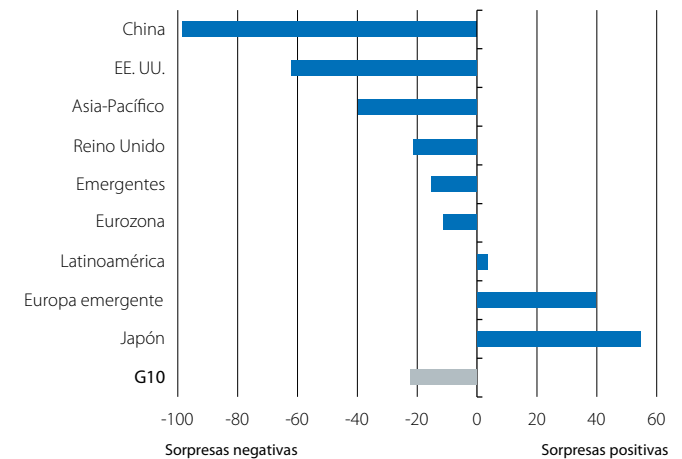
El PIB retrocedió un 0,2% intertrimestral en el 1T 2015, tras la revisión que efectúa mensualmente el Bureau of Economic Analysis (BEA). El avance inicialmente publicado (+0,1%) se transformó en retroceso por el efecto de un sector exterior que lastró el crecimiento más de lo que se había estimado en la primera entrega. Asimismo, el crecimiento interanual quedó en el 2,7%, frente al 3,0% anterior. Aunque la caída intertrimestral se debe principalmente a factores transitorios, el efecto escalón de un primer trimestre flojo nos obliga a revisar a la baja el cómputo total del año: del 3,1% al 2,7% en 2015.

La actividad repuntará en el 2T del año, después de un invierno más duro de lo habitual y del retorno al trabajo de los empleados de los puertos de la costa oeste, tras la importante huelga que llevaron a cabo en el tramo final del 1T. El mal tiempo implicó un descenso excepcionalmente abrupto en el componente de inversión en estructuras y de inversión residencial. Así, las viviendas iniciadas, que tienen una fuerte correlación con la actividad en el sector de la construcción y que habían descendido un 16,7% en febrero, aumentaron en marzo y en abril un 4,9% y un 20,2%, respectivamente. La huelga portuaria explica, por su parte, el mal dato del componente exterior. La valoración del dato del PIB del 1T requiere un matiz adicional: según un estudio de la Fed, el BEA, al corregir los efectos estacionales del PIB, tiende a subestimar de forma muy notable el PIB en los primeros trimestres y a sobreestimarlos en el resto. En definitiva, cuando se tienen en cuenta todos los matices, la valoración del dato del PIB del 1T es más positiva de lo que el dato podría sugerir.

Entre los indicadores de actividad más recientes, los servicios avanzaron y las manufacturas se estancaron. Así, si bien los índices de sentimiento empresarial (ISM) continúan en la zona expansiva, se agranda la diferencia entre el índice de manufacturas y el de servicios. Mientras que el ISM manufactu-

Índice de sorpresas económicas *

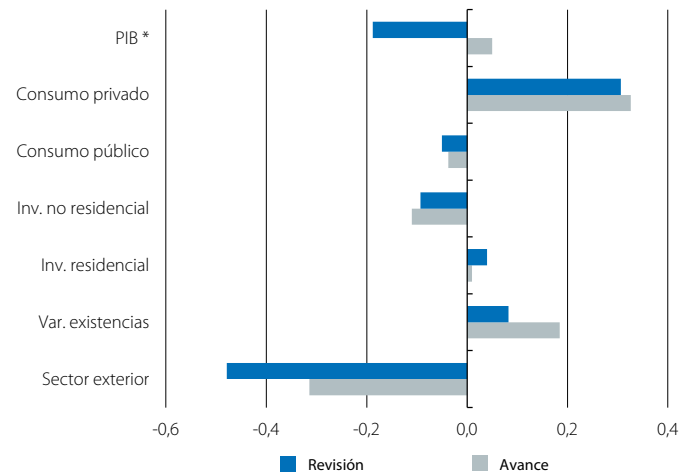
Nivel



Nota: * Desviación estándar ponderada de las sorpresas de los indicadores de los últimos tres meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Citigroup.

EE. UU.: PIB

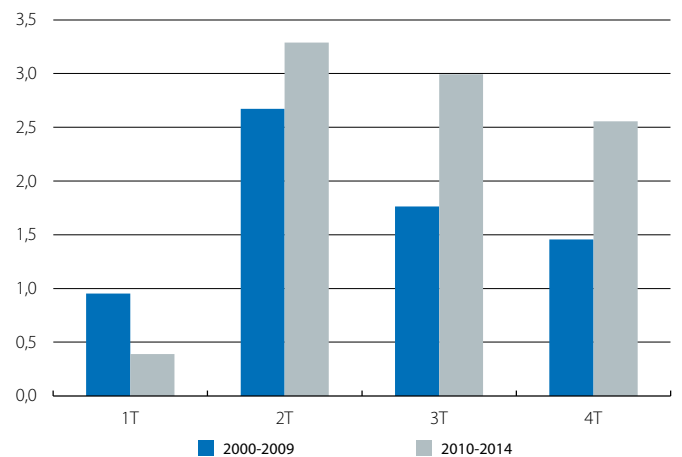
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

EE. UU.: avance promedio del PIB *

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Crecimiento intertrimestral anualizado promedio del 1T, 2T, 3T y 4T del periodo. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

ro de abril quedó invariado en el nivel de los 51,5 puntos, su homólogo de servicios escaló hasta los 57,8 puntos. Por otra parte, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board tuvo una ganancia mínima en mayo después de la corrección experimentada en abril. Sin embargo, en el ámbito del sector inmobiliario, los precios siguieron avanzando y las ventas también reportaron crecimientos claros en abril.

El empleo se recupera en abril, después de un marzo más flojo de lo previsto. En abril se crearon 223.000 puestos de trabajo netos, con un especial protagonismo de la construcción. El número de asalariados creció a un ritmo del 2,2% interanual, y la tasa de paro de marzo se redujo una décima, hasta el 5,4% de la población activa. La tasa amplia de desempleo (denominada U6), que incluye el subempleo (empleados que trabajan a tiempo parcial por razones económicas pero que querrían hacerlo a tiempo completo), bajó otra décima, hasta el 10,8%. El subempleo afectó en abril a 6,5 millones de trabajadores, 1,2 millones menos que hace un año, pero todavía por encima del nivel de 5 millones (comparable a la situación de 2007). Esto explica, en parte, la moderación salarial observada, con avances en torno al 2% interanual.

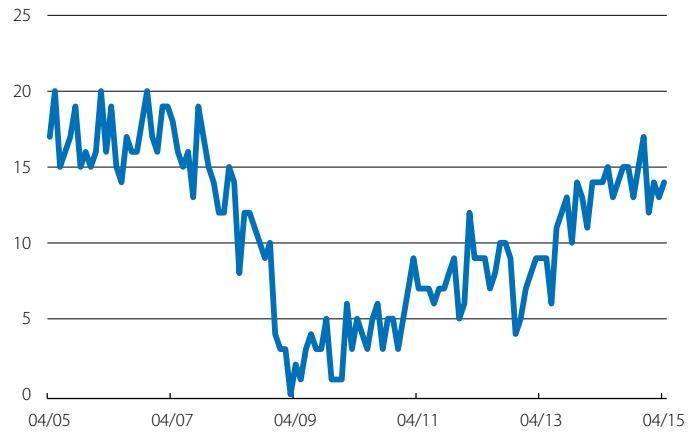
La inflación estadounidense empieza a mostrar signos de recuperación. Aunque el IPC general volvió a caer en términos interanuales en abril (-0,2%), los precios avanzaron un 0,1% entre marzo y abril en términos intermensuales (tomando como referencia la serie ajustada estacionalmente), lo que supone el tercer avance mensual consecutivo desde las fuertes caídas ocurridas a finales de 2014 e inicios de 2015. Asimismo, el IPC subyacente (sin alimentos ni energía y, por tanto, inmune a la caída del precio del petróleo) se situó en cotas más dinámicas (creció un 1,8% interanual). Con todo, el índice de precios subyacente del gasto de consumo personal (índice de referencia de la Fed) todavía muestra avances moderados (1,2%), por debajo del objetivo del banco central (2%). A la vista de los precios y de la débil actividad del 1T, los mercados han vuelto a retrasar el inicio de las subidas del tipo de interés de referencia hasta finales de 2015. Aun así, y dados los matices del avance del PIB, nosotros seguimos esperando la primera subida en otoño de 2015.

JAPÓN

El PIB del 1T 2015 sorprende al alza. La economía japonesa creció un 0,6% intertrimestral en el 1T 2015, algo por encima de lo previsto. Pero el dato queda algo empañado por una mala composición, en la que destaca la contribución al avance de la acumulación de existencias (dos tercios del crecimiento total en términos absolutos), un componente volátil que debería remitir en los próximos meses. El consumo privado creció un 0,4% intertrimestral. Aunque es un dato significativo, no es suficiente para compensar los descensos del consumo a resultas de la subida del IVA de abril de 2014. Desde una perspectiva temporal algo más amplia, el balance de las medidas expansivas del primer ministro, Shinzo Abe, queda en entredicho, ya que el consumo privado se sitúa en los niveles de diciembre de 2012, justo cuando Abe accedió al poder. Para 2015 se prevén subidas salariales que deberían estimular la demanda interna,

EE. UU.: empresas que prevén aumentar los salarios *

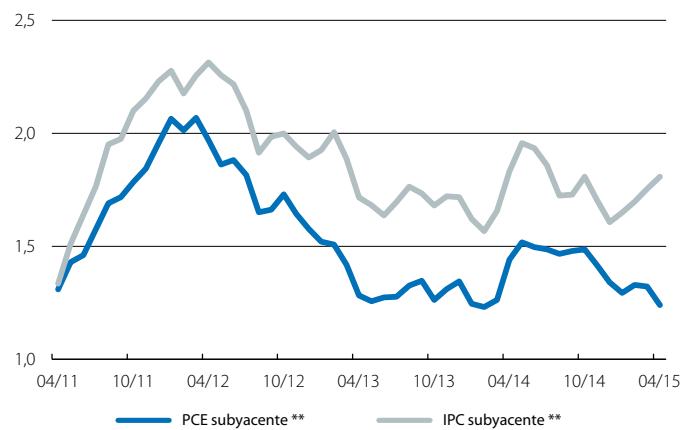
(% del total de empresas encuestadas)



Nota: * Encuesta realizada a pymes.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la National Federation of Independent Businesses.

EE. UU.: IPC y deflactor del PCE *

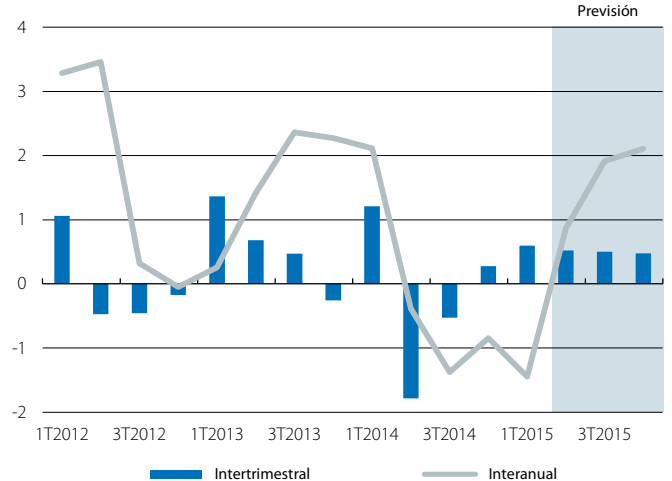
Variación interanual (%)



Notas: * PCE: gasto de consumo personal. La Fed utiliza el deflactor del PCE como referencia del índice de precios. ** Subyacente: índice general sin energía ni alimentos.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis y del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

pero su efecto se podría ver mermado por la creciente proporción de contratos a tiempo parcial. Estos condicionantes matizan sustancialmente el buen dato del 1T y nos llevan a mantener nuestra previsión de crecimiento en el 0,8% y en el 1,2% para el conjunto de 2015 y 2016, respectivamente.

Sigue la atonía en la inflación japonesa. En abril, el IPC sin alimentos pero con energía, el índice de referencia del Banco de Japón, avanzó un 0,3% interanual. El dato queda lejos todavía de su objetivo del 2,0%, a pesar de que continúa implementando las medidas de expansión cuantitativa mediante compras anuales de deuda pública por valor de 80 billones de yenes (un 16% del PIB). El índice general se situó en un moderado 0,6% interanual.

EMERGENTES

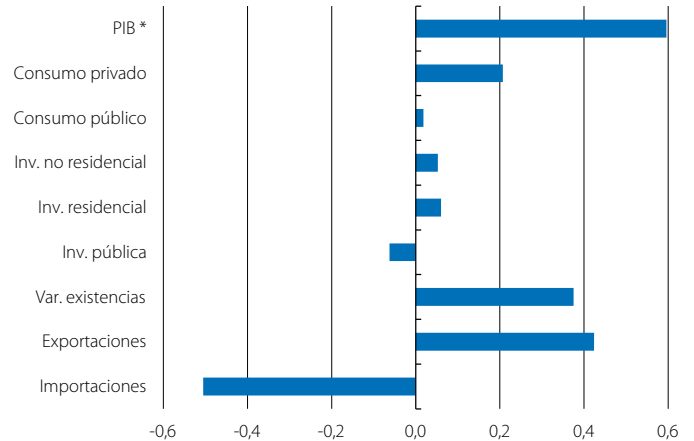
China sigue desacelerando. Los últimos indicadores de actividad perfilan una tendencia bajista persistente. La producción industrial creció un 5,9% interanual en abril, solo ligeramente por encima del débil dato de marzo y muy por debajo de los promedios de 2013 y 2014, 9,7% y 8,4%, respectivamente. También desaceleraron las ventas minoristas, con una tasa de crecimiento que se quedó en el 10,0% interanual en abril (en diciembre de 2014 crecieron un 11,9%). Asimismo, en el ámbito exterior, las importaciones prosiguieron en abril la senda de caídas de los últimos meses y las exportaciones sorprendieron con un descenso del 6,4% interanual. La desaceleración china se produce en un difícil contexto de sustitución del gasto inversor por un mayor consumo privado. Además, coincide con un endeudamiento creciente que, combinando Gobierno, hogares y empresas no financieras, alcanzó el 217% del PIB en 2014 (véase el Focus «¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?»). Sin dejar de considerar estos importantes elementos de riesgo, nuestro escenario sigue siendo de desaceleración controlada, apoyada por unas autoridades que tienen capacidad de maniobra. En este sentido, el banco central volvió a recortar el tipo de interés de referencia en 25 p. b. (hasta el 5,10%), el tercer recorte en seis meses.

Brasil y Rusia siguen siendo las economías emergentes con mayores riesgos. En el 1T 2015, el PIB de Brasil retrocedió un 0,2% intertrimestral (-1,6% interanual), levemente más de lo esperado (en el 4T 2014, la caída del PIB fue del 0,2% interanual). El retroceso de la actividad se debió fundamentalmente al mal tono de la demanda interna, y la cifra confirma las malas perspectivas que se manejan para el conjunto de 2015 (una caída del PIB del orden del 1%). Rusia, por su parte, tuvo un retroceso del 1,9% interanual en el 1T 2015, notablemente menor de lo esperado. A pesar de ello, y dado que el balance de riesgos sigue siendo notablemente adverso, dejamos sin cambios nuestras previsiones (caída del 3,3% en 2015 y del 0,8% en 2016).

México creció un 2,5% en el 1T 2015. El dato muestra una cierta ralentización de la economía mexicana, acorde con la desaceleración estadounidense de principios de año. Con todo, los datos más recientes sugieren un atisbo de recuperación a lo largo de 2015 de la segunda economía latinoamericana (un 2,8% para el total del año, ligeramente por debajo de la previsión del mes pasado).

Japón: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

China: indicadores de actividad

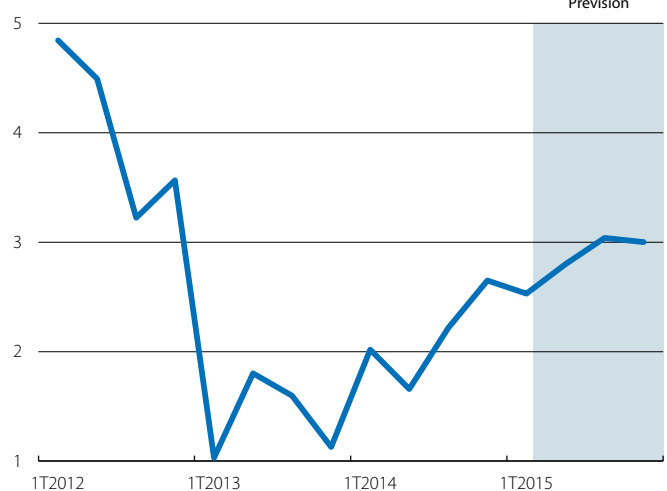
Variación interanual (%)

	Último dato
PIB	7,0
Producción industrial	5,9
Ventas minoristas	10,0
PMI manufacturas (puntos)	50,1
Exportaciones*	7,3
Importaciones*	-5,5
Inversión	12,0
Precios al consumo	1,5

Nota: * Variación interanual del acumulado de 12 meses (nominal).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China y Thomson Reuters Datastream.

México: PIB

Variación interanual (%)



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

FOCUS · ¿Ha llegado el fin del superciclo de las materias primas?

La evolución de los precios de las materias primas ha sido objeto de debate en los últimos meses, en buena parte a causa de la brusca caída de la cotización del petróleo, pero también por la tendencia a la baja de los precios de otras muchas materias primas. Después de 10 años de subidas significativas (con algún altibajo producido por la crisis), los precios de las materias primas, por lo general, se han alejado de sus picos (véase el primer gráfico). En este entorno de bajadas, la teoría que apunta al fin del llamado «superciclo» de las materias primas cobra fuerza.

El superciclo hace referencia al fuerte crecimiento que experimentaron los precios de las materias primas a partir de los años 2000. En particular, el índice de precios de *commodities* del Fondo Monetario Internacional (FMI) se multiplicó por un factor de cuatro entre enero de 2000 y julio de 2008, justo antes de que la crisis financiera y económica dejara huella. Tres factores apoyaron esta tendencia al alza. En primer lugar, la creciente demanda de los países emergentes, en especial de China, cuyas tasas de crecimiento la han situado a la cabeza de las potencias económicas internacionales y cuyas importaciones de combustibles y productos mineros se han multiplicado por 16 desde principios de siglo. En segundo lugar, las rigideces de la oferta propiciaron también el alza de precios. Por último, los bajos tipos de interés favorecieron la búsqueda de rendimientos en activos alternativos, como los desarrollados sobre las *commodities* a principios de los años 2000.

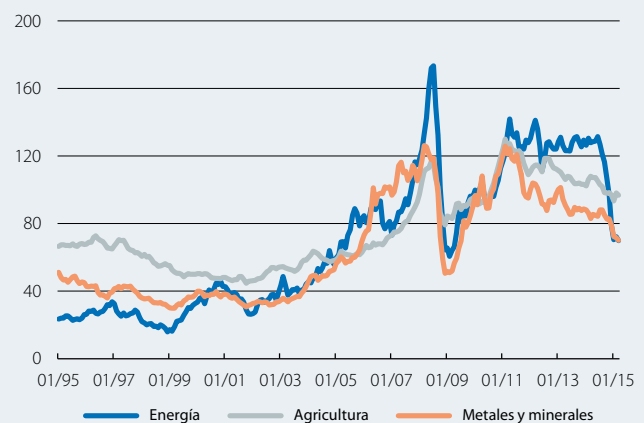
Sin embargo, la desaceleración de China, más rápida de lo pronosticado hace unos años, y el cambio de modelo que persigue, con un mayor peso del consumo privado en detrimento del sector exportador y de la inversión (fuertemente vinculados a la demanda de materias primas), han levantado las primeras dudas sobre la continuidad del superciclo. Resolverlas es una tarea compleja que va más allá del alcance de este Focus, cuyo propósito es resaltar la sensibilidad de la demanda de las materias primas a la evolución de unos pocos grandes emergentes.

Así, nos hemos centrado en el consumo de cobre per cápita típico según el nivel de PIB per cápita y hemos observado que dicho consumo aumenta a medida que las economías más pobres se van desarrollando, hasta alcanzar un pico de alrededor de 30.000 dólares per cápita en términos de poder adquisitivo (véase el segundo gráfico). A partir de ese punto, el consumo de cobre per cápita disminuye. Se trata de un fenómeno que no sorprende, pues, durante las primeras fases de desarrollo económico, las grandes inversiones en infraestructuras implican una fuerte demanda del metal, ampliamente usado en la construcción. Con todo, destaca el hecho de que en los últimos años el consumo de cobre en China se haya situado por encima de lo que ha sido habitual en el proceso de desarrollo del resto de países. No en vano, el modelo de crecimiento del gigante asiático se ha caracterizado por un impulso colosal a los proyectos de infraestructuras. Por el contrario, Brasil, Indonesia y la India se han situado por debajo del patrón más estándar en consumo de cobre.

Si el actual cambio de patrón del crecimiento chino repercutiera en un consumo de cobre más acorde con su desarrollo, la demanda del metal podría disminuir de manera significativa, lo que, a su vez, empujaría su precio a la baja. Pero también es cierto que Brasil, Indonesia y la India podrían aumentarlo, lo que compensaría la corrección china. Es de esperar que estos tres países incrementen su consumo de cobre, no solo por la mejora en la renta per cápita prevista a medio plazo, sino sobre todo por la necesidad que tienen de superar los cuellos de botella en infraestructuras. Precisamente, el FMI señala que dichos cuellos de botella son un problema acuciante en Brasil y en la India (la segunda potencia demográfica del mundo, que ya roza los 1.300 millones de China). Así pues, según nuestras estimaciones, Brasil, Indonesia y, especialmente, la India podrían compensar en torno al 70% de la disminución de la demanda china de cobre.

Precio de las materias primas

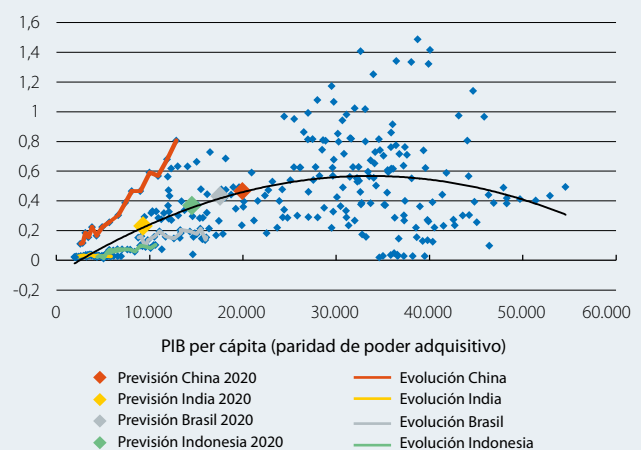
Índice (2010 = 100)



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

Relación entre consumo de cobre per cápita y PIB per cápita

Consumo de cobre per cápita (toneladas métricas por cada mil habitantes)



Nota: Los puntos azules corresponden a la relación entre consumo de cobre per cápita y PIB per cápita de las principales economías avanzadas y emergentes entre 1995 y 2013. La línea negra define la tendencia de consumo de cobre per cápita por cada nivel de PIB per cápita.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y del FMI.

FOCUS · ¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?

En un contexto de desaceleración del crecimiento chino, que ha pasado de avances del 10,8% anual para el periodo 2001-2007 al 6,7% que se espera en 2015, la deuda del país ha sufrido un aumento vertiginoso. Desde 2007, China ha incrementado su deuda total en 20,8 billones de dólares, lo que la ha situado en el 282% del PIB (desde el 158% en 2007), una cifra que la aleja del promedio del resto de emergentes (en torno al 100% del PIB). Ante estos números, no sorprende que las dudas sobre la estabilidad financiera de China crezcan de forma recurrente.

En particular, la deuda pública constituye una de las principales fuentes de incertidumbre. Aunque esta se sitúa en un razonable 55% del PIB, en los últimos años su crecimiento se ha debido, casi en exclusiva, al aumento del endeudamiento de los Gobiernos locales, que ya acumulan más de la mitad del total de la deuda pública. Concretamente, este endeudamiento preocupa por tres aspectos. En primer lugar, una de las principales fuentes de financiación de las administraciones locales es la venta de suelo, circunstancia que, en un contexto de riesgo de una corrección abrupta del sector inmobiliario, pone en tela de juicio su capacidad de repago. En segundo lugar, inquieta que una parte importante del endeudamiento de dichas administraciones se haya situado fuera de balance mediante el uso de vehículos financieros (los llamados *local government financing vehicles*, LGFV), lo que dificulta la contabilización y el control total de la deuda local. Asimismo, buena parte de estos vehículos se han financiado recurriendo al *shadow banking*, que ha tendido a invertir en proyectos más arriesgados que el promedio del sector bancario. En tercer lugar, preocupa el hecho de que buena parte de la deuda de las entidades locales se financie a corto plazo.

Al ya complejo panorama se añade la limitada capacidad recaudatoria de los Gobiernos locales. El Ejecutivo chino, consciente de todo ello, ha empezado a tomar medidas para mejorar las finanzas de estos organismos, entre las que sobresalen la prohibición de utilizar los LGFV (desde octubre de 2014) y la posibilidad de emitir bonos municipales. Además de estas medidas, una estrategia aconsejable sería permitirles subir los impuestos, especialmente los de la propiedad, cuyos ingresos son estables y fáciles de administrar.

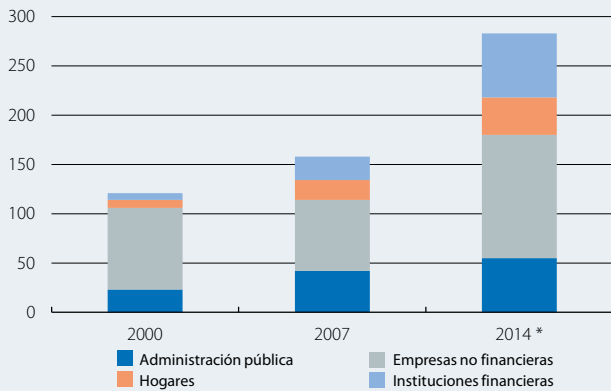
Aunque la deuda de los Gobiernos locales es elevada en conjunto, es importante destacar la diversidad reinante entre las distintas provincias. Atendiendo a los criterios de porcentaje de deuda sobre ingresos del Gobierno local (que mide la capacidad de devolución de la deuda) y del saldo de las finanzas públicas, las provincias de Chongqing, Guizhou, Pekín, su vecina Hebei, Hunan, Hubei y Yunnan se cuentan entre las más problemáticas, con una deuda conjunta que alcanzaría el 5,7% del PIB de China (560.000 millones de dólares). Como contrapartida,

provincias costeras como Cantón, Jiangsu (al norte de Shanghái), Shandong (al noreste del país) y Zhejiang, que se encuentran entre las más prósperas y dinámicas y que representan un 33% del PIB chino, presentan unas situaciones más desahogadas.

En definitiva, aunque el fuerte aumento de la deuda pueda parecer alarmante, un análisis más detallado matiza la percepción de riesgo. La posición financiera de la mayoría de las regiones es relativamente cómoda y el Gobierno chino tiene a su alcance un amplio abanico de medidas para mejorar el funcionamiento del sistema de financiación local. De todas formas, es un tema que, por su potencial impacto, es preciso seguir de cerca, máxime si tenemos en cuenta las dudas sobre las cifras oficiales y la exposición del sector financiero chino a la deuda de las administraciones locales: en los balances de los cuatro grandes bancos comerciales chinos se acumula una deuda de 300.000 millones de dólares en vehículos de financiación de los Gobiernos locales.

China: deuda por sectores

(% del PIB)



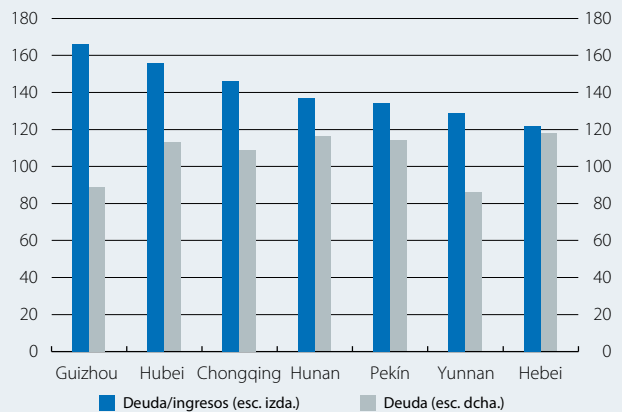
Nota: * Segundo trimestre.

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

China: deuda a nivel provincial

(%)

(Miles de millones de dólares)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Actividad								
PIB real	2,2	2,4	2,6	2,7	2,4	2,7	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,2	4,5	4,8	4,6	3,4	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	83,4	90,9	92,7	101,3	94,3	95,4
Producción industrial	2,9	4,2	4,2	4,6	4,6	3,4	1,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	55,5	56,9	56,9	52,6	51,5	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	984	1.029	1.055	975	1.135	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	171	170	173	178	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	58,9	59,0	59,2	59,3	59,3	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,9	-2,9	-2,8	-2,9	-2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	1,5	1,6	2,1	1,8	1,2	-0,1	-0,2	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	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	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15
Actividad							
PIB real	1,6	-0,1	-0,4	-1,4	-0,8	-1,4	-
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	38,9	40,5	38,9	40,7	41,5
Producción industrial	-0,6	2,1	2,7	-0,3	-1,4	-2,2	-0,1
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	12,0	13,0	12,0	12,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,3
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,4	-2,6	-2,9	-2,9	-2,6	-1,8	-1,7
Precios							
Precios de consumo	0,4	2,7	3,6	3,3	2,5	2,3	0,6
Precios de consumo subyacente	-0,2	1,8	2,3	2,3	2,1	2,1	0,4

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	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15
Actividad							
PIB real	7,7	7,4	7,5	7,3	7,3	7,0	
Ventas al por menor	13,1	10,3	13,5	11,9	11,7	10,5	10,0
Producción industrial	9,7	8,3	8,9	8,0	7,6	6,4	5,9
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,7	51,3	50,4	49,9	50,1
Sector exterior							
Balanza comercial ¹ (valor)	258	381	254	322	381	488	503
Exportaciones	7,8	6,1	4,9	13,0	8,6	4,6	-6,4
Importaciones	7,3	0,5	1,3	1,1	-1,7	-17,6	-16,2
Precios							
Precios de consumo	2,6	2,0	2,2	2,0	1,5	1,2	1,5
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	6,00	5,60	5,35	5,35
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,2	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 · Se confirma la buena marcha de la economía de la eurozona

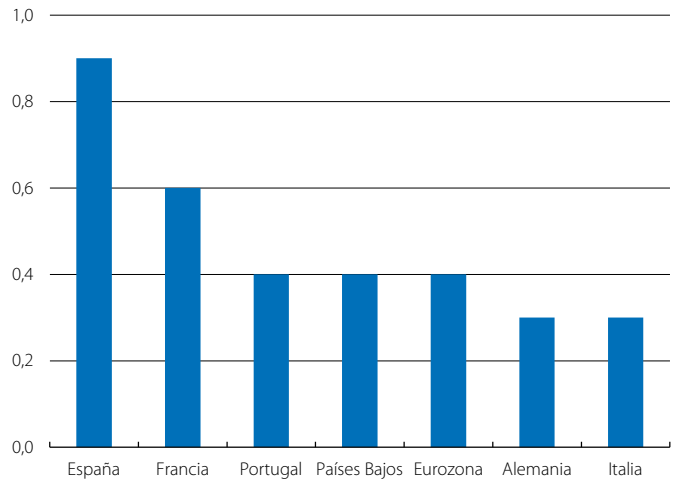
Un crecimiento del PIB más robusto en el 1T 2015. La economía avanzó un 0,4% de enero a marzo en la eurozona, por encima del 0,3% registrado en el 4T 2014. Por países, destaca el fuerte crecimiento de España, del 0,9% intertrimestral, y sorprende al alza el avance del PIB en Francia, del 0,6% intertrimestral, con un importante incremento del consumo privado. No obstante, la elevada contribución de las existencias sobre el crecimiento galo apunta a que será difícil que mantenga este ritmo en lo que queda de año. La tasa en Alemania, del 0,3% intertrimestral, fue algo inferior a lo previsto, pero su composición favorable (la demanda interna y las exportaciones siguieron mostrando signos de fortaleza) apunta a que la expansión es sólida. Por otro lado, la economía italiana abandonó la recesión en la que estaba inmersa desde 2008 (con excepción del año 2010) y tuvo un avance del PIB del 0,3% intertrimestral. De cara a los próximos meses, se espera que la actividad económica siga creciendo en Italia a un ritmo moderado.

La Comisión Europea mejora las previsiones económicas para la eurozona. La Comisión Europea considera que la recuperación será ligeramente más acentuada que lo anticipado hace unos meses, gracias al empuje de varios factores temporales: la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro y el programa de expansión monetaria del Banco Central Europeo (BCE), que está ayudando a que las condiciones financieras sean más favorables. Con todo, el impacto de estos factores será dispar entre países. Así, la revisión al alza de las previsiones de crecimiento de 2015 fue más acentuada en España (0,5 p. p.) y en Alemania (0,4 p. p.) que en Francia (0,1 p. p.) y en Italia (sin cambios). La institución también rebajó las perspectivas de crecimiento para Grecia del 2,5% al 0,5%, y señaló la situación financiera del país como uno de los mayores riesgos para la recuperación de la eurozona. Dentro del Semestre Europeo, la Comisión alerta de las debilidades estructurales que acumulan muchos países de la eurozona y de la temporalidad de los factores positivos que apoyan el crecimiento. Para fortalecer la economía de los distintos países de la Unión Europea, la Comisión se ha comprometido a disminuir a partir de ahora el número de recomendaciones, aunque serán más específicas y se hará una revisión más exhaustiva del grado de cumplimiento. En esta línea, los informes por países han concretado las prioridades de actuación: aumentar la competencia del mercado de productos o servicios (en Alemania), flexibilizar la legislación laboral (en Francia), consolidar la reducción del déficit (en España) o apuntalar las debilidades del sector financiero (en Italia).

La actividad económica se mantiene en zona expansiva en el 2T 2015, aunque no acelera, como indica la evolución del índice PMI compuesto de mayo, por ejemplo. Sin embargo, si se

PIB del 1T 2015

Variación intertrimestral (%)



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

Previsiones de crecimiento del PIB de la Comisión Europea

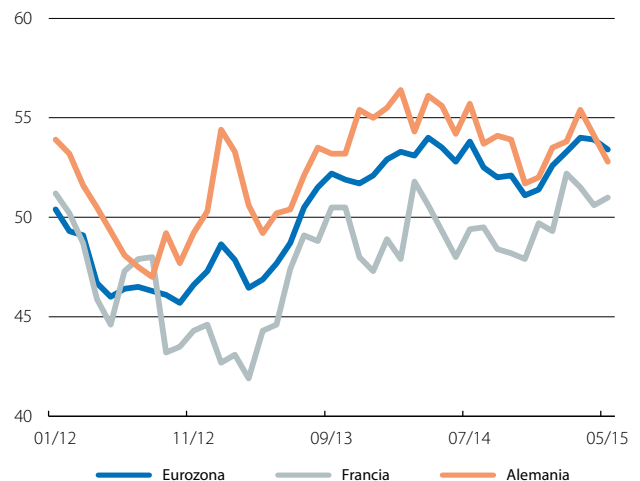
Variación anual (%)

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

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

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

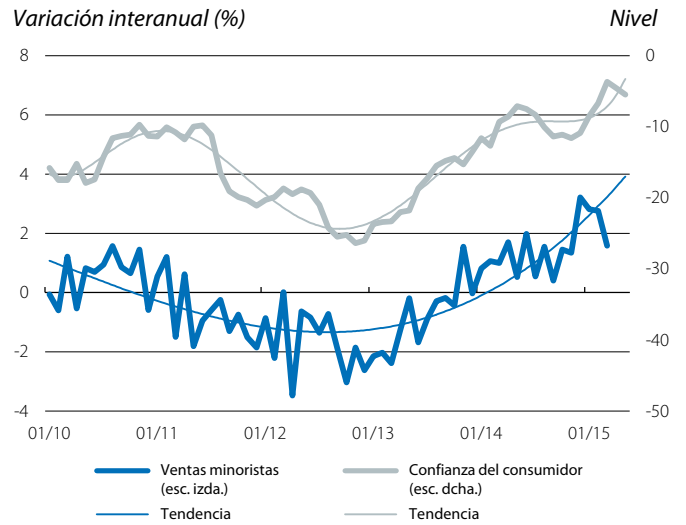
analiza por zonas, el mensaje precisa de importantes matices. En Alemania, el índice PMI compuesto registró en mayo el menor nivel de 2015, pero se mantiene en cotas relativamente elevadas. En Francia, por el contrario, anotó un ligero ascenso, aunque el nivel sigue siendo muy modesto. La valoración global para el resto de países es claramente positiva, tanto por el nivel como por la tendencia mostrada en los últimos meses. Otros indicadores de actividad también ilustran que la recuperación tiene visos de continuar. Así, la producción industrial en términos desestacionalizados aumentó un 1,3% en el 1T 2015 (0,5% en el 4T), acorde con la aceleración del PIB del 1T que han recogido los datos de contabilidad nacional.

El consumo sigue en la senda ascendente. Las ventas minoristas mantuvieron un notable ritmo de avance en marzo, del 1,6% interanual. Aunque esta cifra se sitúa ligeramente por debajo del 2,8% de febrero, el promedio para el 1T fue superior al del 4T, así que esperamos que el consumo privado haya seguido creciendo en el 1T (el desglose del PIB por componentes todavía no ha sido publicado). En cuanto al 2T, los datos de la confianza del consumidor apuntan a que el consumo seguirá siendo robusto, con la ayuda de un mejor comportamiento del mercado laboral. En concreto, las expectativas de empleo muestran un empuje considerable en los meses de abril y mayo, tanto en el sector servicios como en el manufacturero, con un nivel promedio superior al registrado en el 1T. Una consolidación de las expectativas de contratación contribuiría a impulsar el gasto de los hogares.

El comercio exterior impulsa la recuperación. La depreciación del euro de los últimos trimestres está ayudando a mejorar la relación competitividad-precio de los productos de la eurozona. Esto se está materializando en los flujos comerciales: las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo aumentaron un 5% interanual en el 1T, y las importaciones permanecieron estables. Así, la balanza comercial alcanzó los 52.600 millones de euros, un importante avance respecto al mismo período del pasado año (30.700 millones). El creciente superávit de la cuenta de bienes está permitiendo que la balanza por cuenta corriente de la eurozona mantenga una buena tónica.

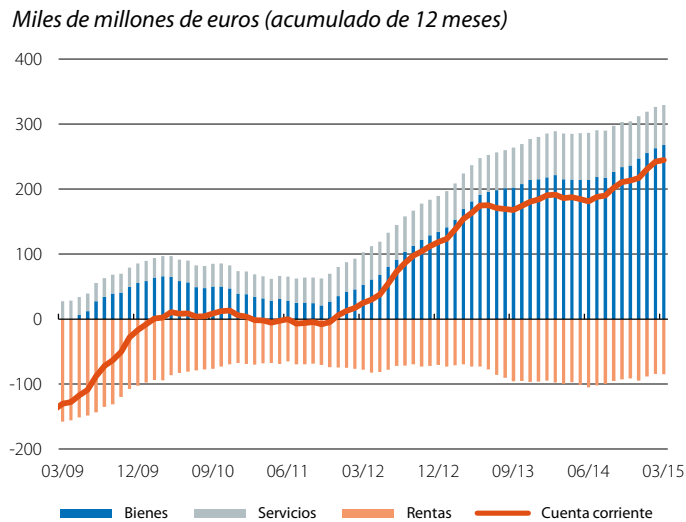
Alemania: crecimiento más moderado en el 1T, pero con una composición prometedora. El detalle del crecimiento del PIB alemán invita al optimismo. Si bien el avance intertrimestral, del 0,3%, fue menor de lo esperado, el consumo, la inversión y las exportaciones aumentaron con vigor. El crecimiento más contenido del PIB en el 1T fue, por tanto, resultado de las aportaciones negativas de la variación de existencias (-0,3 p. p.) y de las importaciones (-0,6 p. p.). Además, las perspectivas de crecimiento en el 2T son favorables, puesto que tanto los indicadores de oferta (el índice de actividad empresarial IFO, por ejemplo, se situó en los 108,5 puntos en mayo frente a los 107,2 del 1T) como los de demanda (la confianza del consumidor en mayo se mantuvo por encima del registro del 1T) muestran la buena tracción de la economía germana.

Eurozona: indicadores de consumo



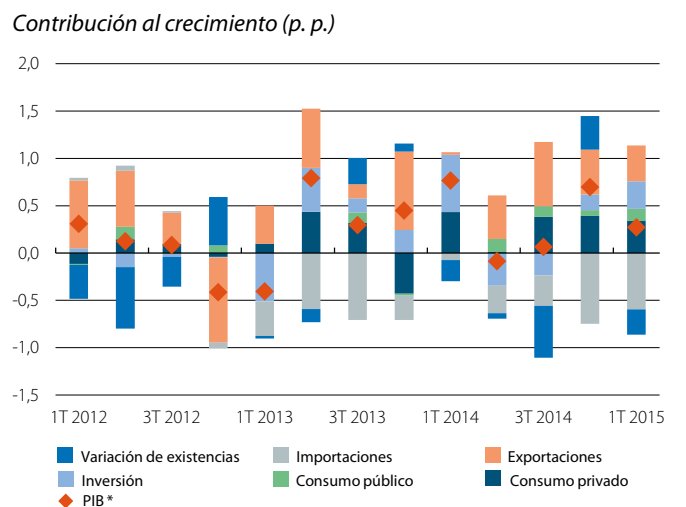
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Eurozona: cuenta corriente



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

Alemania: crecimiento intertrimestral del PIB



Nota: * Variación intertrimestral (%). Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis.

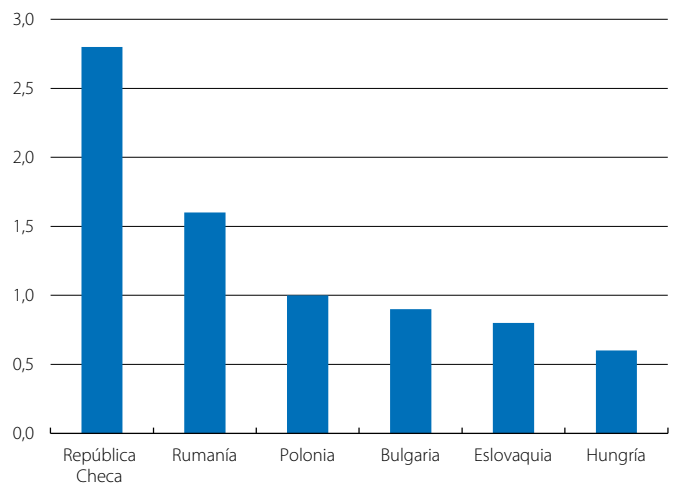
Crecimiento robusto en la Europa emergente. El dinamismo mostrado por las importaciones alemanas en los últimos trimestres contribuyó a que el ritmo de crecimiento de las economías de la Europa emergente también se acelerara en el 1T. Destaca de manera positiva el notable avance de Polonia (1,0% intertrimestral), que, por ser la principal economía de la región, tiene un fuerte impacto sobre el resto. La República Checa registró una tasa excepcionalmente elevada (2,8% intertrimestral), gracias en parte a un cambio legislativo sobre la imposición al tabaco que restó al crecimiento en el 4T, pero lo sumó en el 1T. El avance de la actividad económica también fue de calado en otros países de la Europa emergente, así que de momento se han visto poco afectados por la incertidumbre generada por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, aunque sigue siendo un motivo de alerta.

La inflación se recupera. La mayor fortaleza del consumo que se observa de forma generalizada en la eurozona y la recuperación del precio del petróleo han permitido que la inflación saliera del terreno negativo. A juzgar por la evolución de la inflación en mayo en España y en Italia (todavía no se ha publicado la tasa para la eurozona y para la mayoría de países), la inflación debería seguir recuperándose. En concreto, la tasa de inflación armonizada aumentó en España cuatro décimas, hasta el -0,3%, y tres décimas en Italia, hasta el 0,2%. En lo que queda de año, se espera que el impulso del consumo ejerza una presión alcista sobre los precios. Además, también se evaporará el efecto base de la caída del precio del petróleo de los últimos meses, lo que hará incrementar la inflación. La depreciación del euro también presionará al alza los precios, ya que encarecerá las importaciones.

La oferta monetaria siguió fortaleciéndose. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, sobre todo a través de las compras de títulos de deuda pública, está afectando al agregado monetario amplio (M3), que incluye el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y a plazo fijo, y otros valores, como por ejemplo las participaciones en fondos del mercado monetario. En conjunto, el ritmo de crecimiento del M3 se ha acelerado seis décimas, hasta el 6,6% interanual, debido principalmente a que incluye los depósitos de los vendedores finales de los activos adquiridos por el BCE (hogares, sociedades no financieras etc.). En efecto, en un entorno de tipos de interés muy reducidos, aumentó el atractivo de algunos de los componentes más líquidos del M3. Asimismo, el cambio de composición de las carteras también respaldó el crecimiento del M3 porque algunos inversores se alejaron de los activos financieros a más largo plazo. Finalmente, la continuada recuperación del crédito ha sido un apoyo adicional al incremento del M3, a pesar de que el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos todavía frenan la dinámica del crédito.

Europa emergente: PIB del 1T 2015

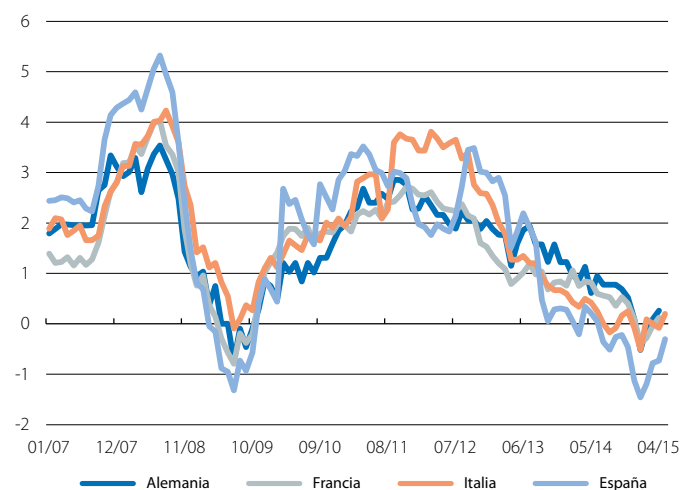
Variación intertrimestral (%)



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

IPC armonizado

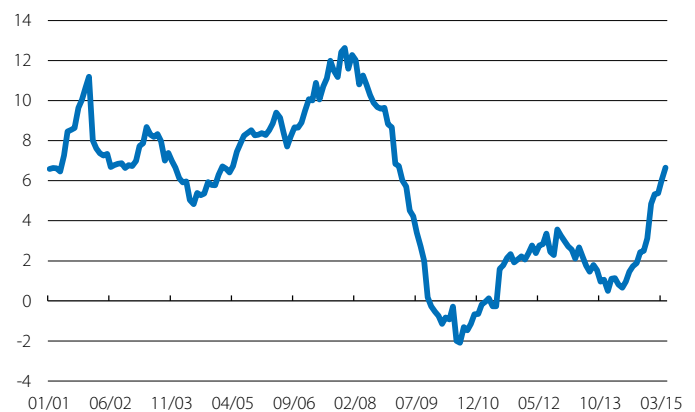
Variación interanual (%)



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

Eurozona: oferta monetaria *

Variación interanual (%)



Nota: * M3: El agregado monetario amplio (M3) incluye tanto el efectivo en circulación como los depósitos a la vista, así como aquellos a plazo fijo hasta dos años o disponibles con preaviso de hasta tres meses, las cesiones temporales de activos, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores que no sean acciones y tengan una vida no superior a dos años.

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

FOCUS · ¿Está sobrecalentado el mercado inmobiliario alemán?

El actual entorno monetario ultraacomodaticio, con tipos de interés en mínimos históricos y abundante liquidez global, ha presionado al alza el precio de muchos activos financieros. En este contexto, surge el temor de que aparezcan sobrecalentamientos en activos de inversión alternativos, como es el caso de la vivienda residencial. Esta búsqueda de mayores rentabilidades podría cobrar más ímpetu en países con una fuerte posición ahorradora, como por ejemplo Alemania. A continuación se examina si la preocupación por el calentamiento del mercado inmobiliario alemán está o no justificada.

Desde que el país empezó a salir de la crisis en 2009, los precios de la vivienda iniciaron una senda firme de crecimiento, y en 2014 acumularon un aumento del 29% en términos nominales (19% en términos reales). Más sorprendente fue el avance de los precios en las siete principales ciudades alemanas, cuyo crecimiento fue del 46% entre 2009 y 2014 en términos nominales. Sin embargo, estas cifras todavía están lejos de las observadas en los booms inmobiliarios de España, Reino Unido o EE. UU. (del 100%, 72% y 56% entre 2002 y 2007, respectivamente).

Si bien unos crecimientos de tal magnitud pueden parecer preocupantes, los principales indicadores de accesibilidad a la vivienda no alertan de un sobrecalentamiento en el conjunto del mercado alemán. En todo caso, nos revelan que el precio de la vivienda todavía se encuentra por debajo del promedio histórico. Esto se observa en el segundo gráfico, en el que la ratio del precio de la vivienda sobre la renta bruta disponible de los hogares y sobre el precio del alquiler todavía se halla ligeramente por debajo del promedio histórico, a pesar del avance registrado desde 2009.

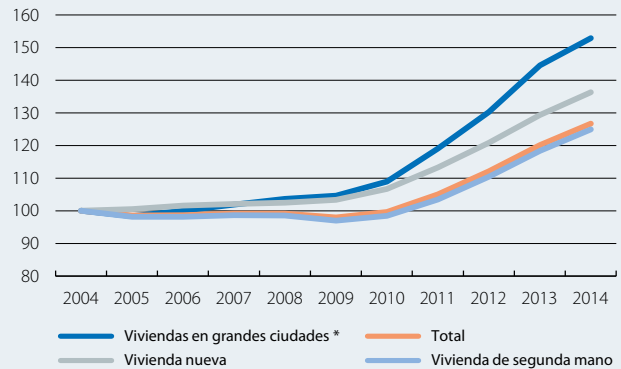
En concreto, estos movimientos en los precios de los inmuebles residenciales parecen ser resultado de las dinámicas de los fundamentos del mercado, y no tanto de acciones especulativas. La oferta ha seguido siendo cauta, con un aumento de la petición de visados para nueva construcción del 8% anual en promedio entre 2009 y 2014, a pesar de que partía de niveles muy bajos, y con una inversión residencial que se ha mantenido por debajo de los estándares históricos. En cambio, la demanda se ha fortalecido gracias a las buenas perspectivas económicas, a la robusta evolución del mercado laboral, que ha apoyado las rentas de los hogares, y a factores demográficos. Entre estos últimos destacan tanto los flujos migratorios del extranjero (en 2013 se registró una entrada neta de 437.000 inmigrantes) como los flujos migratorios internos hacia las áreas económicamente más prósperas, lo que ha provocado que las presiones sobre los precios inmobiliarios de estas regiones hayan sido más notorias.

En la actualidad, todo indica que la oferta está empezando a ganar tracción y que los flujos migratorios deberían suavizarse, en parte, a medida que el resto de la eurozona empieza a recuperarse, lo que contendrá el crecimiento de los precios inmobiliarios. En definitiva, no se observan

señales de excesos para el conjunto del mercado. Por lo tanto, por el momento, las amenazas a la estabilidad financiera por parte del sector de la vivienda parecen estar contenidas, aunque es apropiado monitorizar de cerca su evolución en las regiones más «calientes».

Alemania: precio de la vivienda por tipología

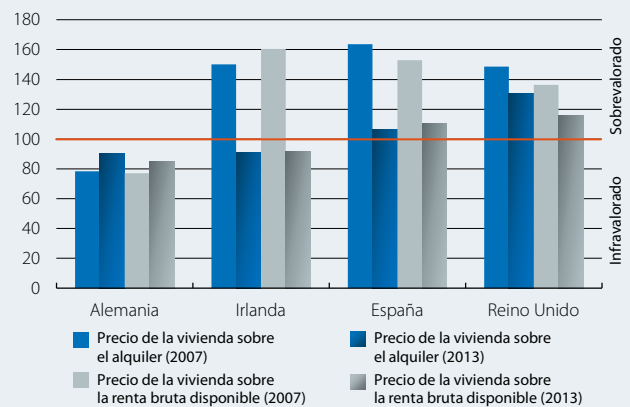
Índice (100 = 2004)



Nota: *Grandes ciudades: Berlín, Hamburgo, Múnich, Colonia, Fráncfort, Stuttgart y Düsseldorf. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bundesbank.

Ratios de accesibilidad a la vivienda

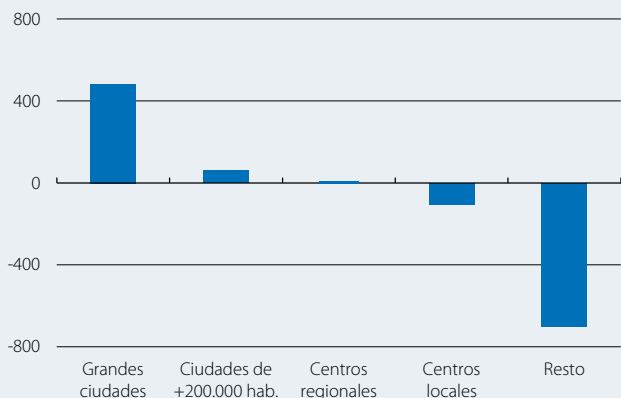
Índice (100 = promedio histórico)



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

Alemania: población

Variación entre 2001 y 2013



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BulwienGesa y Deutsche Bank.

FOCUS · Gestionar bien las finanzas públicas en años de crecimiento

Como se ha puesto de manifiesto durante la crisis, mantener las finanzas públicas saneadas durante los años de fuerte crecimiento es esencial: permite amortiguar el impacto de una recesión sin que se disparen los temores que despierta la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Una gestión adecuada de las finanzas públicas es especialmente relevante en una unión monetaria como la eurozona, puesto que un país no puede recurrir a la reducción unilateral de la carga de la deuda mediante la devaluación de la moneda. Analicemos, pues, cómo se espera que evolucionen las finanzas públicas de los principales países de la región, ahora que todo apunta a que el crecimiento irá ganando tracción en los próximos años.

Como es bien sabido, el punto de partida no es nada halagüeño: la deuda pública de la eurozona ha pasado del 65% del PIB en 2007 al 94,2% en 2014, un máximo histórico. Este incremento fue especialmente agudo en países como Irlanda o España, que, a pesar de partir de niveles muy bajos (del 24% y del 35% en 2007, respectivamente), sufrieron las consecuencias de la crisis con especial virulencia. Sin embargo, todo apunta a que en 2015 se pondrá fin a esta tendencia alcista, con la ayuda de varios factores. El más importante es la gradual recuperación de la tasa de crecimiento económico, que se traducirá en una reducción de las principales partidas de gasto y en un aumento de los ingresos. Además, la reducción del gasto público contará con el apoyo de una política monetaria mucho más expansiva. Las medidas tomadas por el Banco Central Europeo mantendrán los tipos de interés en niveles muy bajos durante los próximos años, lo que reducirá temporalmente la carga de la deuda. Sin embargo, es preciso subrayar que, según las previsiones de la Comisión Europea, el único país en el que se observará una clara tendencia a la baja de la deuda pública es Alemania. En los próximos dos años, el resto mantendrá un nivel de deuda solo ligeramente por debajo del actual.

La evolución del déficit refleja el impacto de la mejora económica en las cuentas públicas, a la vez que ofrece más pistas del esfuerzo que llevarán a cabo los distintos países para sanearlas. Así, tras situarse alrededor del 6% del PIB en 2009 y en 2010 en el conjunto de la región, está previsto que el déficit público se reduzca hasta el 2% en 2015. Naturalmente, el dato evidencia que el déficit de muchos países estará claramente por debajo del 3%, el nivel que todos los países acordaron fijar como límite máximo en el Tratado de Maastricht y que recientemente han ratificado. Sin embargo, varios países tendrán aún niveles de déficit superiores, como por ejemplo España (4,5%), Francia (3,8%) o Irlanda (3,6%).

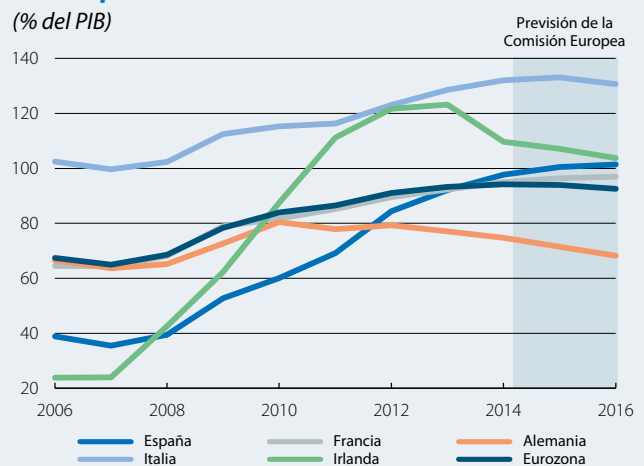
Para analizar con algo más de detalle el esfuerzo fiscal de los países de la eurozona, la Comisión también se fija en la evolución del déficit público estructural.¹ A pesar de que el

1. El déficit estructural corresponde al déficit público que tendría un país que utilizara todos sus factores de producción (capital y trabajo) a pleno rendimiento. Esto es, cuando su PIB es igual al PIB potencial.

margen de error que rodea esta variable es muy elevado,² sigue siendo una de las referencias más utilizadas para valorar la política fiscal que lleva a cabo cada Estado. En este sentido, es significativo el hecho de que la Comisión espere que la reducción del déficit estructural sea muy limitada tanto en 2015 como en 2016. O, lo que es lo mismo, la reducción del déficit público que observaremos en muchos países de la eurozona será resultado, en gran medida, de la recuperación económica.

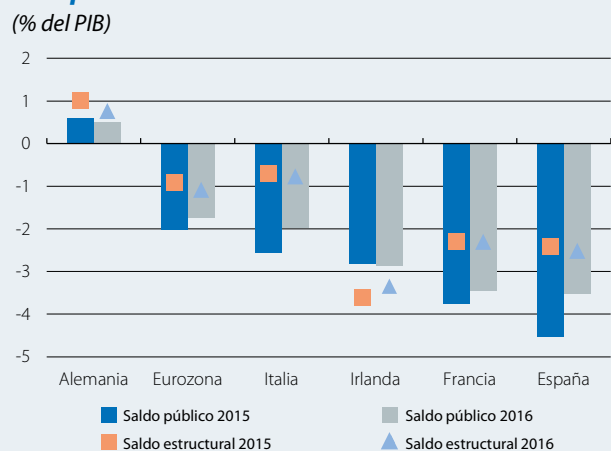
En definitiva, la mejora del contexto macroeconómico brinda una buena oportunidad para acelerar la consolidación fiscal y apuntalar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y a largo plazo, y no se debería desaprovechar. Esto es particularmente relevante para los países con elevados niveles de endeudamiento, que verán limitada su capacidad de reacción ante una futura crisis si no reducen a tiempo su deuda.

Deuda pública



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

Saldo público previsto por la Comisión Europea



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

2. Véase el Dossier «PIB potencial: un concepto clave pero difuso» del Informe Mensual de mayo 2013 para un análisis detallado.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,3	1,4	0,8	2,0	2,4	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	1,5	...	...
Confianza del consumidor	-18,6	-10,0	-7,7	-9,9	-11,2	-6,3	-4,6	-5,5
Sentimiento económico	93,8	101,6	102,6	101,2	100,9	102,6	103,8	103,8
PMI manufacturas	49,6	51,8	52,5	50,9	50,5	51,4	52,0	...
PMI servicios	49,3	52,5	53,0	53,2	51,7	53,5	54,1	...
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,9	...	-	...
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,6	11,5	11,5	11,3	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	5,0	5,0	4,9	4,7	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,1	10,4	10,5	10,6	...	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,4	12,8	13,0	12,8	...	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	24,7	24,1	23,7	23,1	...	...

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	04/15
Saldo corriente: eurozona¹	1,9	2,2	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	...
Alemania	6,5	7,6	6,8	7,4	7,6	7,6	7,7	7,9	...
Francia	-1,4	-1,0	-1,6	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,8	...
Italia	0,9	1,9	1,3	1,6	1,9	2,0	2,2	2,3	...
España	1,4	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	101,7	102,3	103,9	101,7	99,6	95,9	94	91,3	90,4

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	04/15
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,3	-2,2	-2,5	-2,0	-1,3	-0,8	-0,3	-0,2	-0,1
Crédito a hogares ^{1,2}	0,3	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,2	5,9	7,2	9,2	9,4	10,6	11,0
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-3,0	-3,2	-3,3	-3,3
Instrumentos negociables	-14,8	-7,2	-11,6	-5,8	1,3	1,0	3,8	4,4	11,6
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	0,9	...

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 PIB avanza a toda vela con viento a favor

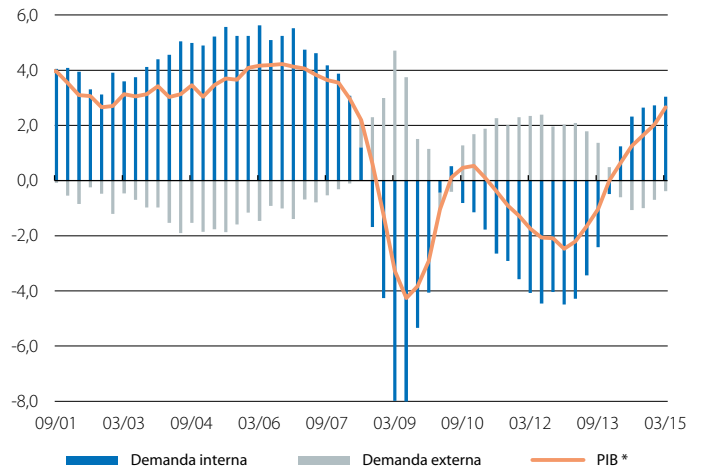
La recuperación económica gana intensidad en el 1T, apoyada en la demanda interna. Los datos de contabilidad nacional confirman un avance del PIB del 0,9% intertrimestral en el 1T (0,7% en el 4T), gracias sobre todo al gran dinamismo de la demanda doméstica. La aportación de la demanda externa también ha sido positiva debido al buen desempeño de las exportaciones. Esta aceleración de la actividad observada en los últimos meses, y que los indicadores de actividad más recientes sugieren que se mantendrá, se apoya tanto en factores externos como internos. Entre los primeros destacan el descenso del precio del petróleo, la depreciación del euro y la aceleración del crecimiento de los socios europeos. En clave doméstica, despunta la rápida mejora de la confianza de los agentes, que impulsa la inversión empresarial y el consumo privado. Ante este escenario, mantenemos la previsión de crecimiento del PIB en el 2,8% para 2015, pero apuntamos que el crecimiento puede sorprender de nuevo al alza si los efectos de los factores antes citados ganan vigor en los próximos meses.

La demanda interna se consolida como principal motor del crecimiento económico. El avance del consumo privado se desaceleró dos décimas en el 1T, hasta el 0,7% intertrimestral. Sin embargo, se compensó con el impulso del consumo público, que creció un 1,6% intertrimestral. Se espera que el consumo privado mantenga un buen pulso en los próximos trimestres gracias a la mejora de la situación financiera de los hogares, favorecida por la buena evolución del mercado de trabajo y por la mejora de las condiciones financieras (véase el Focus «La situación financiera de los hogares españoles se fortalece»). Por otro lado, el avance de la inversión en bienes de equipo se ha moderado ligeramente y ha registrado un crecimiento del 1,3% intertrimestral en el 1T (1,8% en el 4T), como ya anticipaban los registros del indicador sintético de los bienes de capital. Esta ligera desaceleración respecto a los trimestres anteriores coincide con el patrón habitual de la inversión en las etapas de recuperación. La inversión en equipo es el componente más volátil del PIB porque el horizonte en el que se toman las decisiones de inversión productiva es mucho más amplio que el que se usa, por ejemplo, para tomar decisiones de consumo, y, por tanto, es más sensible a los cambios en el entorno económico. Así, en los primeros trimestres de una recuperación, suele crecer a unas tasas superiores a las de largo plazo y luego se estabiliza en tasas más sostenibles (en los dos primeros años de la recuperación, la inversión creció un 3,0% intertrimestral en promedio).

La actividad económica no muestra signos de agotamiento en el 2T. Según los indicadores de actividad del 2T disponibles, la buena evolución del PIB de inicio de año se mantiene. Muestra de ello es el intenso repunte del índice PMI de servicios, que avanzó hasta los 60,3 puntos en abril, un nivel que no se registraba desde 2000. El índice de manufacturas se mantuvo cómo-

PIB

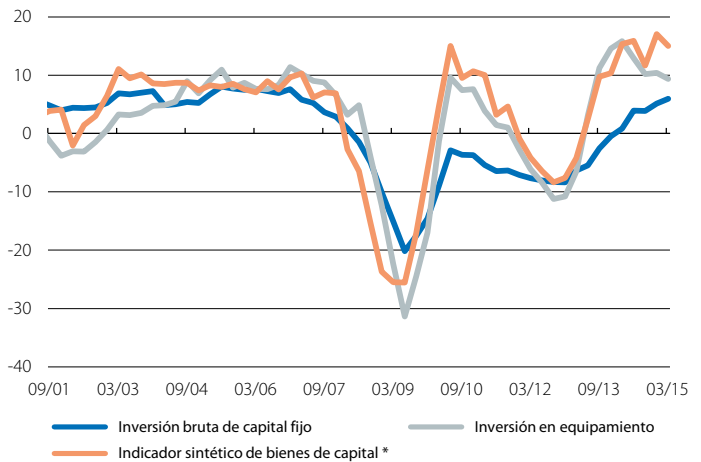
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Indicadores de demanda: inversión

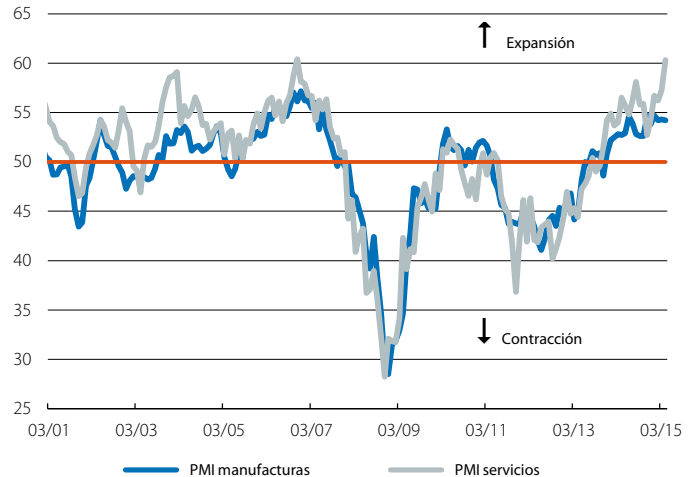
Variación interanual (%)



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

Indicadores de actividad

Nivel



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

damente en zona expansiva en los 54,2 puntos. Asimismo, los indicadores de confianza también apuntan a que el *momentum* positivo del crecimiento de la economía prosiguió en el 2T. Así lo indica el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, que se situó en los 110,4 puntos en mayo, el máximo nivel desde 2001. En cuanto a los factores que componen el índice, destaca la mejora de la confianza en el sector de la construcción, gracias al incremento de la actividad y de la demanda de vivienda.

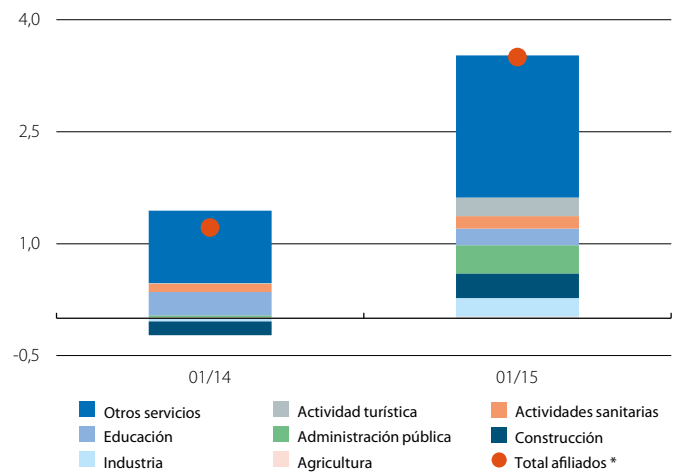
El buen ritmo de crecimiento económico favorece la creación de empleo. Los datos de contabilidad nacional del 1T corroboran las buenas cifras de la encuesta de población activa, con un crecimiento del número de ocupados en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo del 0,8% respecto al trimestre anterior. Asimismo, la remuneración por asalariado avanzó un 0,9% interanual, lo que en parte refleja la devolución de parte de la paga extra de 2012 a los empleados públicos, por lo que los costes laborales unitarios aumentaron un 1,0% respecto al año anterior. De cara al 2T, los datos de afiliados a la Seguridad Social apuntan a que el dinamismo del mercado laboral se mantuvo en abril, con una aceleración de dos décimas, hasta el 3,5% interanual (véase el Focus «Balance de la mejora del empleo en España»). Finalmente, patronales y sindicatos alcanzaron un preacuerdo sobre el pacto salarial, tras meses de negociaciones. En él se establece un incremento salarial del 1,0% en 2015 y del 1,5% en 2016.

La evolución de los precios sigue fuertemente condicionada por el petróleo. La evolución del precio del crudo ha afectado tanto al índice de precios de consumo (IPC) como a los precios industriales, ambos con una tasa de variación interanual negativa desde hace casi un año. Sin embargo, la reciente subida del precio del petróleo está contribuyendo a que el ritmo de contracción de ambos índices se modere de manera paulatina. Concretamente, la tasa de variación interanual de los precios industriales avanzó tres décimas en abril, hasta el -1,0%, dos décimas de las cuales responden al avance del componente energético. Este mismo efecto también se ha observado en la tasa general de inflación, que avanzó cuatro décimas en mayo, hasta el -0,2%. En este caso, no solo se debe al incremento del precio de los carburantes, sino también a la mejora progresiva de la inflación subyacente, apoyada en la recuperación de la demanda interna y en la depreciación del euro.

La evolución de los precios deja huella en la balanza comercial. El saldo por cuenta corriente registró un superávit de 10.654 millones de euros en marzo (datos acumulados de 12 meses), 1.539 millones por encima del registro de febrero. Esta mejora es consecuencia, en gran medida, del efecto que está teniendo la caída del precio del petróleo en la balanza comercial. Dado que estos registros están en línea con nuestro escenario de mejora gradual del saldo a lo largo de 2015, mantendremos las previsiones de un superávit por cuenta corriente del 1,1% del PIB para este año. Los datos del sector turístico también corroboran la buena marcha del sector exterior. Concretamente, España recibió en abril un 6,0% más de turistas interna-

Afiliados a la Seguridad Social

Contribución de los sectores a la variación interanual (p. p.)



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

Índice de precios

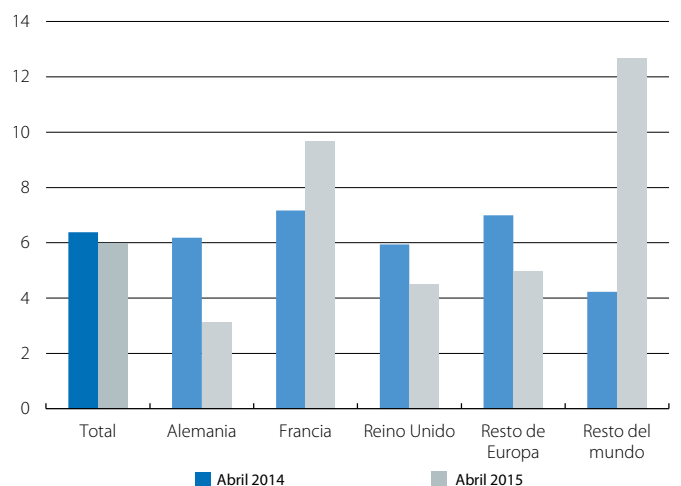
Variación interanual (%)



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

Entrada de turistas según procedencia

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



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

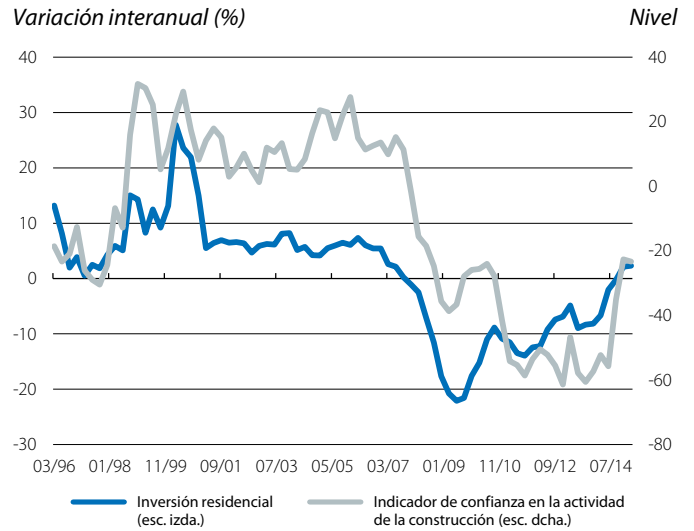
cionales que en abril del año pasado (acumulado de 12 meses). Destaca el incremento de los turistas de fuera de la eurozona, en concreto de EE. UU., beneficiados por la depreciación del euro.

Los signos de recuperación del mercado inmobiliario son cada vez más evidentes. La inversión residencial avanzó un 0,2% intertrimestral en el 1T y registra una tasa de crecimiento positiva por quinto trimestre consecutivo. La buena evolución de los indicadores de actividad y de demanda sugieren que la recuperación del sector irá ganando tracción en los próximos trimestres. Así, el número de visados de obra nueva aumentó un 12% interanual en marzo, según el acumulado de 12 meses. En cuanto a la demanda, destaca el crecimiento de la compra-venta de viviendas, que registró una subida del 9,5% anual en marzo (acumulado de 12 meses), gracias a la mejora de las condiciones de financiación y del mercado laboral. Los precios de la vivienda se han estabilizado, tras un ajuste del 30% en términos nominales desde el máximo alcanzado en el 1T 2008.

La Comisión Europea recuerda la importancia de aprovechar la situación económica actual para adoptar las reformas pendientes. Los datos de abril sobre la ejecución presupuestaria del Estado muestran una mejora del déficit de tres décimas respecto al año pasado. Sin embargo, este leve avance se apoya más en la vigorosa recuperación de la actividad económica que en un aumento de los esfuerzos de consolidación fiscal, por lo que el cumplimiento del objetivo de déficit para el conjunto de 2015 no está asegurado. En este sentido, la Comisión Europea, en su informe de recomendaciones sobre el programa de estabilidad, subraya la importancia de ejecutar una corrección duradera del déficit público. Para ello, recuerda que es imprescindible aprobar más reformas estructurales, una tarea que aconseja llevar a cabo en años de crecimiento como el actual. En cuanto al entorno empresarial, recalca la importancia de suprimir los obstáculos al crecimiento de las empresas y de adoptar reformas en los servicios profesionales. En materia laboral, recomienda la adecuación de los salarios a la productividad, la implementación de políticas activas de empleo más eficaces y el fomento de la movilidad regional. Finalmente, reitera la necesidad de que el sector bancario complete la reforma de las cajas de ahorro y la reestructuración y la privatización de las entidades nacionalizadas.

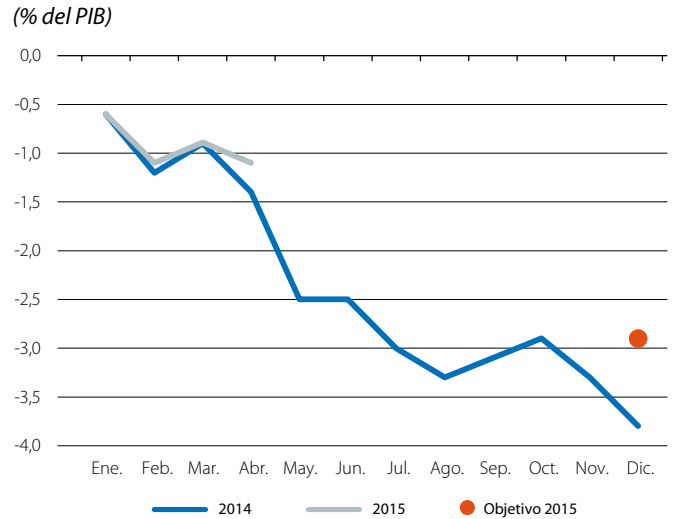
Un entorno económico favorable para el sector bancario. El informe sobre la tercera evaluación tras la finalización del programa de ayuda financiera para la banca concluye que el proceso de reestructuración y privatización de las entidades bancarias en manos del Estado avanza según lo previsto, aunque todavía no haya finalizado. Asimismo, el entorno operativo del sector bancario es cada vez más benévolo, gracias a la desaparición de muchas de las incertidumbres regulatorias y a la mejora de la actividad económica. En este contexto, los datos del sector mejoran poco a poco: el saldo vivo de créditos dudosos lleva más de un año reduciéndose, lo que ha permitido que la tasa de morosidad haya descendido 1,5 p. p., hasta el 12,1%, desde el máximo alcanzado en 2013. También se observa una mayor concesión de crédito por parte de las entidades, gracias a que la mejora del entorno económico ha aumentado la demanda solvente.

Indicadores del sector de la construcción



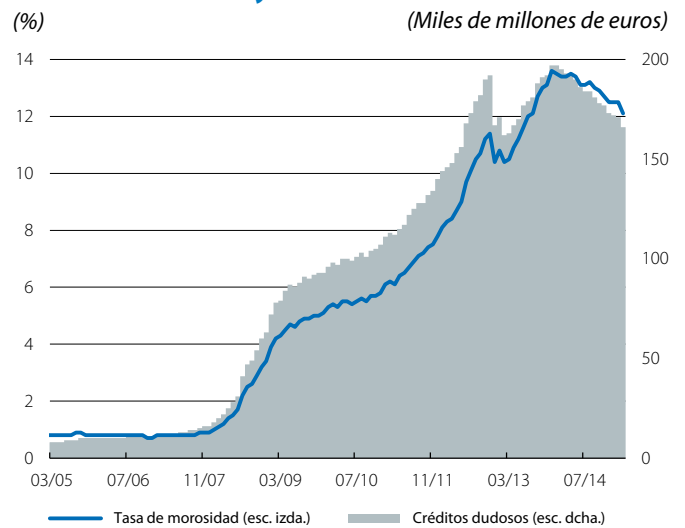
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.

Ejecución presupuestaria del Estado



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

Tasa de morosidad y créditos dudosos



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

FOCUS · La situación financiera de los hogares españoles se fortalece

El vigor con el que se está recuperando la economía española está permitiendo que, poco a poco, la situación financiera de los hogares también vaya mejorando. Una muestra de ello es el notable avance del consumo, que en el 1T 2015 creció un 3,5% interanual. En este Focus se analizan los factores que están contribuyendo a la mejora de la posición financiera de los hogares, entre los que despuntan la buena evolución del mercado laboral y la relajación de las condiciones financieras.

Respecto al primer factor, la creación de ocupación en la actual etapa de recuperación ha sorprendido por su vitalidad y se ha traducido en un aumento de la masa salarial, la principal fuente de ingresos de los hogares. Es importante señalar que este incremento de la remuneración de los asalariados se ha producido en un contexto de contención salarial, necesaria para mantener la competitividad, y que esta explica, en parte, el dinamismo del empleo tras la salida de la crisis.

El segundo factor, la mejora en las condiciones financieras, ha propiciado la buena evolución de las rentas de la propiedad. Si bien es cierto que los intereses percibidos han disminuido, en neto los hogares se han beneficiado de los bajos tipos de interés gracias al mayor descenso de los intereses pagados. La disminución de los gastos financieros es consecuencia, en gran parte, del considerable esfuerzo de desapalancamiento de los hogares, que han rebajado su deuda en 13 p. p. del PIB desde 2008. Además, el coste medio de la deuda ha descendido del 4,6% que alcanzó en 2008 al 1,8% en 2014 (véase el primer gráfico).

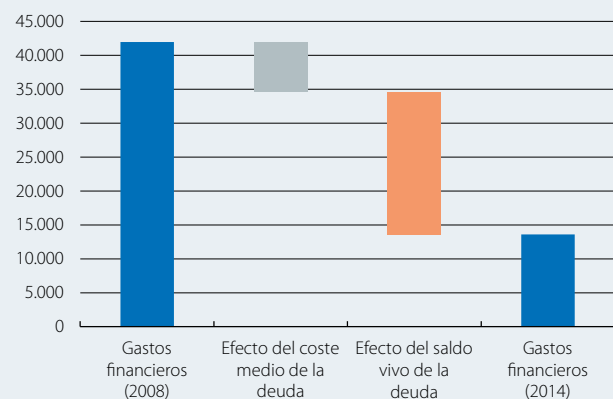
La puesta en marcha del programa de compra de deuda soberana a gran escala por parte del Banco Central Europeo hace prever que el actual entorno de bajos tipos de interés en el mercado monetario persistirá al menos hasta el próximo año, y que después los tipos de interés iniciarán una gradual senda ascendente. En esta situación, la carga financiera de los hogares se mantendría en cotas muy reducidas: el coste medio de la deuda en el periodo 2015-2018 se situaría, en promedio, en los niveles actuales (1,9%). Por lo que respecta al stock de deuda, prevemos que la necesaria reducción del endeudamiento será compatible con la mejora de los flujos de financiación. Así, la deuda de los hogares en porcentaje del PIB disminuiría unos 2 p. p. adicionales por año, un ritmo similar al del periodo 2008-2014, aunque, en esta ocasión, sería a causa de un mayor crecimiento del PIB que de la deuda. Como resultado de esta evolución prevista de los tipos de interés y de la deuda, la carga financiera de los hogares seguiría estando en una cota razonable, alrededor del 2,1% de la renta bruta disponible (véase el segundo gráfico).

Ciertamente, este diagnóstico descansa en una evolución de los tipos de interés muy favorable para los hogares españoles, sobre todo para los más endeudados. Con el fin de analizar la vulnerabilidad de los hogares ante subidas

de los tipos de interés, consideramos un escenario menos benévolo, en el que los tipos de interés se incrementan en 150 p. b. respecto al escenario base descrito, lo que equivale a una subida similar a la acaecida entre junio de 2010 y octubre de 2011, cuando se inició la crisis de deuda soberana en la eurozona. En este escenario, el coste medio de la deuda se situaría en el 2,8% y los gastos financieros representarían también el 2,8% de la renta bruta disponible, ambos porcentajes en línea con el promedio histórico. En un escenario más adverso, en el que los tipos de interés se incrementarían en 300 p. b. respecto al escenario base, el coste medio de la deuda se elevaría hasta el 4,2%, un nivel similar al de 2008. En cambio, la carga financiera se situaría en el 3,5% de la renta bruta disponible, una cifra elevada aunque sensiblemente por debajo del máximo alcanzado en 2008, gracias al menor nivel de deuda actual. En definitiva, este sencillo análisis de sensibilidad muestra que el desendeudamiento que han llevado a cabo los hogares en los últimos años ha fortalecido su posición financiera y su capacidad de hacer frente a shocks adversos.

Desglose de la evolución de los gastos financieros 2008-2014

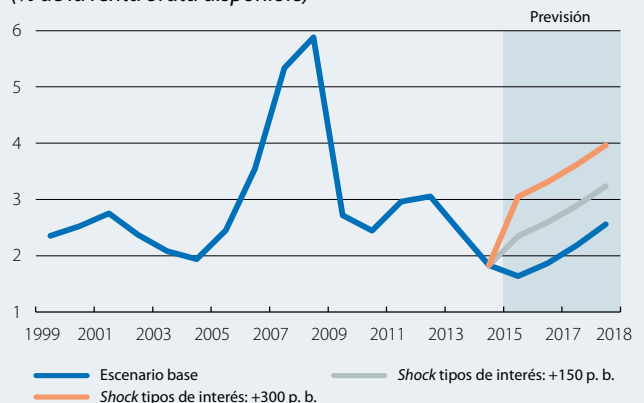
(Millones de euros)



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

Gastos financieros de los hogares

(% de la renta bruta disponible)



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

FOCUS · Balance de la mejora del empleo en España

La creación de empleo ha sorprendido por su vitalidad desde que la actividad económica empezara a recuperarse en el 3T 2013. El número de afiliados a la Seguridad Social lleva creciendo en términos desestacionalizados desde agosto de 2013 y la tasa de variación interanual se ha ido incrementando prácticamente sin pausa mes tras mes, hasta alcanzar el 3,5% en abril. En este Focus se analiza el detalle de los sectores que están impulsando esta buena evolución.

El desglose de la contribución al crecimiento de la ocupación por sectores muestra que, si descontamos la aportación de la construcción y de la Administración pública, la tasa de variación interanual de abril se sitúa siete décimas por debajo de la variación total, concretamente en el 2,8%. Es decir, aunque la recuperación del empleo es generalizada, lo cual infunde confianza en que continúe, la buena evolución de los primeros meses de 2015 se ha apoyado primordialmente en estos dos sectores (véase el primer gráfico).

Los datos de la EPA revelan que la ocupación en el sector público superó el nivel precrisis en el 1T 2014 y que actualmente se sitúa un 1,2% por encima de dicho nivel (véase el segundo gráfico). Además, se espera que este año el sector público siga aportando positivamente a la creación de empleo. A modo ilustrativo, el Real Decreto-Ley 3/2015, de 22 de marzo, amplió de forma sustancial la oferta pública de empleo para 2015. En concreto, se ofrecieron 6.692 empleos ordinarios (1.684 en 2014) y 724 empleos extraordinarios. Con todo, cabe recordar que el recorrido que pueda tener este tipo de contratación a medio plazo es bastante limitado en un contexto de consolidación fiscal. Por tanto, el grueso de la recuperación debería proceder del sector privado, cuyo nivel de ocupación todavía se encuentra un 18,1% por debajo del de 2008. En este sentido, destaca la buena evolución del sector turístico, con un incremento de afiliados del 4,1% interanual en abril, que coincide con la llegada de 5,4 millones de turistas internacionales en ese mes, un 2,8% más que en abril de 2014.

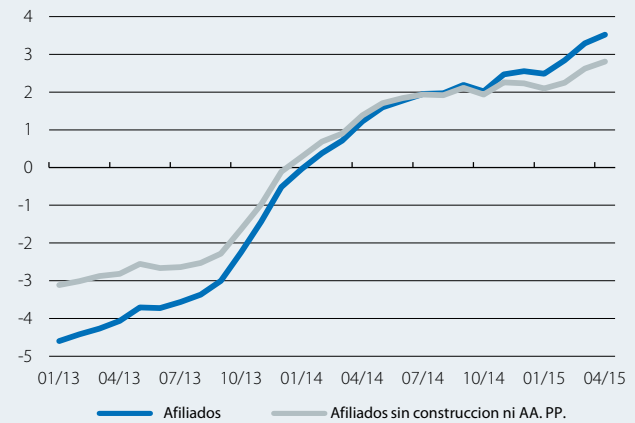
La construcción también ha despuntado por su buen comportamiento en los últimos meses. Tras perder más de 1,5 millones de afiliados a la Seguridad Social entre 2008 y 2014, desde el mes de octubre presenta una tasa de crecimiento interanual positiva. De hecho, esta se situó en el 5,6% en abril, claramente por encima del resto de sectores. El ajuste que sufrió la construcción redujo el peso de empleo de este sector sobre el total del 12,0% en 2008 al 5,7% en 2014 (véase el tercer gráfico). Esta última cifra es comparable con la de la eurozona (del 6,6%), por lo que cabe esperar que a partir de ahora vuelva a contribuir positivamente a la creación de empleo a ritmos compatibles con la moderada recuperación del mercado inmobiliario.

En definitiva, el balance de la evolución del empleo en la recuperación es muy positivo. Si bien es cierto que una parte importante de la mejora de la ocupación se debe al

impulso de la Administración pública y de la construcción, esperamos que este dinamismo se extienda al resto de sectores.

Afiliados a la Seguridad Social

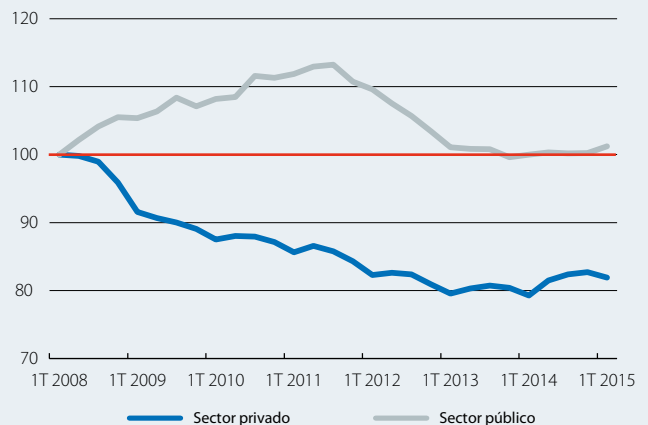
Variación interanual (%)



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

Ocupados por tipo de empleador

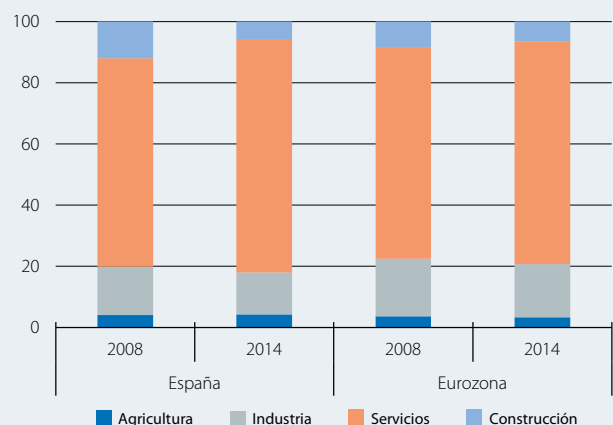
Índice (2008 1T = 100)



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

Distribución sectorial del empleo

(% del total)



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

FOCUS · La recuperación del empleo en perspectiva

La destrucción de empleo en España fue muy significativa durante la crisis que se inició en 2008. Sin embargo, desde el comienzo de la recuperación, en el 3T 2013, la creación de ocupación ha recuperado brío. En este Focus se analiza hasta qué punto el fuerte incremento del empleo durante los primeros trimestres de recuperación económica es un fenómeno habitual tras una crisis caracterizada por un ajuste muy significativo en las horas trabajadas, en cuyo caso se podría esperar una ralentización una vez superado el proceso inicial de reacomplamiento de plantillas.

Las recesiones económicas asociadas a una crisis bancaria y a un *boom* inmobiliario se caracterizan por ser más profundas, más duraderas y por comportar una mayor destrucción de empleo, sobre todo en el sector de la construcción. Este patrón corresponde al observado en EE. UU. y en España en la crisis de 2008 (véase el primer gráfico). La evolución del empleo en la recuperación, sin embargo, es algo distinta entre ambos países. La recuperación estadounidense, que empezó en el 3T 2009, se calificó de recuperación sin empleo (*jobless recovery*) por la falta de dinamismo del mercado de trabajo a pesar de la mejora de la actividad económica. Como resultado, el empleo en EE. UU. cayó un 0,3% anual en 2010, el primer año de la recuperación, mientras que la economía crecía al 2,6%. Una de las explicaciones que se han dado para este fenómeno es la falta de confianza en la capacidad de crecimiento de la economía americana, lo que retrasó las decisiones de contratación de los empresarios. Aun así, a partir de 2011, a medida que la recuperación se mostraba más sólida, se consolidó la mejora del mercado laboral (en promedio, el aumento del empleo fue del 1,7% anual entre 2011 y 2014).

En el caso español, la recuperación tardó más en llegar. Pero, desde su fase inicial, el incremento del empleo ha sido considerable, pudiéndose calificar la recuperación de intensiva en ocupación. La creación de empleo es incluso más vigorosa cuando se excluyen los sectores más afectados por el ciclo recesivo (el inmobiliario y el financiero) y el sector público, lo que constata que la generación de ocupación es generalizada en todos los sectores. Además, los avances del empleo en esta fase de recuperación han sido significativos en comparación con el episodio de 1993 (véase el segundo gráfico).

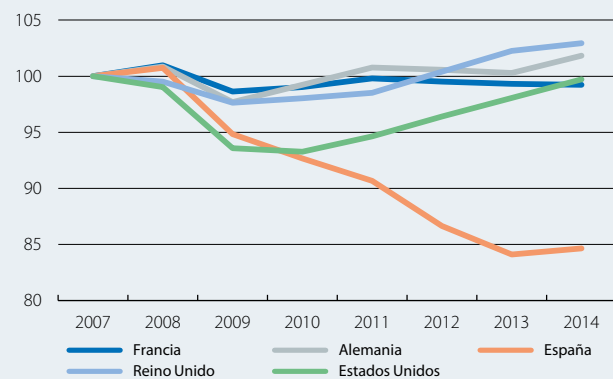
En relación con el caso español y estadounidense, la evolución del empleo en Alemania, Francia y el Reino Unido ha sido muy distinta, tanto durante la gran recesión como en la recuperación. En estos países, el deterioro inicial de las expectativas empresariales fue más contenido, por lo que los empresarios mostraron una mayor predisposición a mantener su fuerza laboral a pesar de la caída de la demanda. En Alemania y Francia, además, no hubo ajuste inmobiliario y en el Reino Unido fue menor que en EE. UU. y España. Durante la fase de recuperación, no hubo creación de empleo en Francia. Tampoco la hubo en Alemania en la fase inicial de recuperación, ya que, a lo largo de la

crisis, los empresarios habían preservado sus plantillas gracias a los mecanismos de ajuste de las horas de trabajo.¹ En el Reino Unido, el empleo siguió creciendo porque la fuerte contención salarial permitió que el factor trabajo siguiera siendo relativamente barato en comparación con el factor capital, por lo que se optó por aumentar la contratación.²

En definitiva, la comparativa internacional pone de relieve la mayor volatilidad del empleo en la economía española. En cierto modo, puesto que la destrucción de empleo fue mucho mayor durante de recesión, es de esperar que la creación de puestos de trabajo durante la recuperación de la actividad también sea más intensa. Dados los importantes costes que conlleva realizar el ajuste laboral en términos de ocupados, es imprescindible seguir trabajando para que el mercado laboral disponga de mecanismos de ajuste que permitan acomodar mejor las condiciones de trabajo al ciclo económico.

Total de horas trabajadas

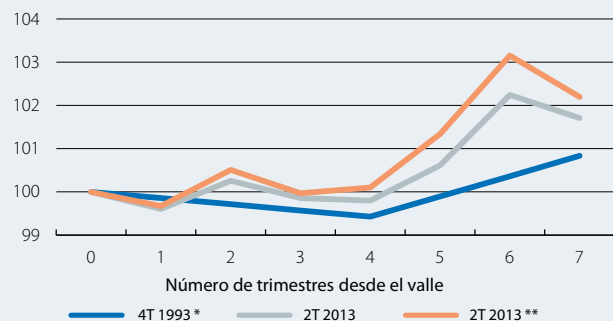
Índice (100 = 2007)



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

Total de horas trabajadas en distintas fases de recuperación en España

Índice (100 = 4T 1993 y 2T 2013)



Notas: * Serie anual que se trimestraliza interpolando. ** Excluye el sector agrario, de la construcción, financiero, inmobiliario, público, sanitario y de la educación.

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

1. Véase Schmitt, J. (2011), «Labour Market Policy in the Great Recession. Some Lessons from Denmark and Germany», CEPR.

2. Véase «Mecanismos de ajuste del empleo», IM 04/2014, "la Caixa" Research.

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	1T 2015	04/15	05/15
Industria								
Consumo de electricidad	-2,1	-0,1	1,0	0,4	-1,6	1,5	0,3	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	2,6	0,6	0,3	1,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-8,2	-5,7	-5,3	-3,2	0,2	1,4
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,4	53,1	53,7	54,4	54,2	...
Construcción								
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-11,2	-2,1	4,0	12,1	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,5	-8,4	-5,1	0,3	8,9	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	5,8	7,2	7,8	7,6	5,4	5,2	2,8	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	55,7	56,7	54,3	56,7	60,3	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	0,7	0,4	2,9	2,5	3,9	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	23,2	17,0	21,7	31,4	3,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-6,1	-7,9	-9,6	-0,6	3,6	1,5

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	1T 2015	03/15	04/15
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	0,0	0,6	0,9	1,5	1,8	2,0
Construcción	-12,1	-1,6	-2,3	-0,5	1,6	4,6	5,4	5,6
Servicios	-2,0	2,2	2,2	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	1,4	1,9	2,3	3,0	3,5	3,8
No asalariados	-0,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3
TOTAL	-3,2	1,6	1,5	2,0	2,3	2,9	3,3	3,5
Población ocupada²	-2,8	1,2	1,1	1,6	2,5	3,0	-	-
Contratos registrados³								
Indefinidos	-14,2	18,8	24,0	21,5	23,0	24,1	27,1	0,7
Temporales	6,4	13,1	14,2	11,1	7,7	12,2	17,6	12,2
TOTAL	4,0	13,4	15,0	11,8	8,8	13,2	18,5	11,1
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-10,9	-5,5	-6,9	-9,8	-9,5	-8,2
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,9	-5,9	-5,7	-6,1	-6,9	-7,4
TOTAL	2,7	-5,6	-6,4	-5,9	-5,8	-6,5	-7,2	-7,5

Notas: 1. Datos medios mensuales. 2. Estimación EPA. 3. Datos del 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	1T 2015	04/15	05/15
General	1,4	-0,1	0,2	-0,3	-0,5	-1,0	-0,6	-0,2
Subyacente	1,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	-2,3	-4,1	0,8	0,3	0,2	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	2,4	-0,2	-4,3	-9,7	-7,2	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	01/15	02/15	03/15
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	3,2	-2,0	4,8	4,3	-2,9	2,8	12,5
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	7,0	3,7	7,3	5,0	-3,6	4,5	6,3
Saldo corriente	15,1	8,5	14,5	8,1	7,0	8,5	9,0	9,1	10,7
Bienes y servicios	35,7	27,2	33,7	29,1	27,5	27,2	27,5	27,3	28,8
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-18,7	-19,1	-21,1	-20,5	-18,7	-18,5	-18,2	-18,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,0	12,9	21,7	14,5	12,8	12,9	13,6	13,7	14,4

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	1T 2015	03/15	04/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,8	-5,8	-3,3	-3,6	-5,8	...	-	-
Estado ¹	-4,8	-3,8	-2,5	-3,1	-3,8	-0,9	-0,9	-1,1
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,0	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,3	0,5	...	-	-
Seguridad Social	-1,1	-1,1	-0,1	0,0	-1,1	0,3	0,3	...
Deuda pública (% PIB)	92,1	97,7	96,4	96,8	97,7	...	-	-

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de 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	03/15	Saldo 03/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²									
Sector privado	-8,2	-4,9	-5,0	-4,4	-4,7	-6,4	-5,3	-4,8	1.682,1
Empresas no financieras	-10,6	-4,8	-4,9	-3,9	-4,7	-8,0	-6,1	-5,5	941,7
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,2	-5,0	-4,6	-4,3	-4,2	-4,0	740,5
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	6,6	5,9	6,7	5,1	4,7	5,2	1.047,2
TOTAL	-1,1	-0,9	-1,1	-0,9	-0,7	-2,3	-1,7	-1,2	2.729,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	2,1	-0,9	-0,8	-1,2	-1,7	-2,0	-0,3	-1,7	1.156,7
A la vista	4,2	10,8	7,4	13,6	14,8	14,5	20,9	18,5	342,8
De ahorro	-0,1	5,8	5,9	6,9	6,8	9,6	10,7	11,2	226,4
A plazo	1,7	-7,6	-6,1	-9,4	-11,3	-12,8	-12,9	-14,9	564,9
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,1	0,3	5,2	4,7	10,9	11,2	22,5
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-8,3	-6,8	-6,8	-12,9	-14,7	-6,4	122,7
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,6	-1,7	-2,2	-3,1	-1,8	-2,2	1.279,3
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,1	13,0	12,5	12,5	12,5	12,1	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	59,4	59,1	58,1	58,5	58,6	58,5	-

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

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

EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO E INVERSIÓN ENTRE LA UE Y EE. UU.

El TTIP: un megaacuerdo económico y geoestratégico a partes iguales

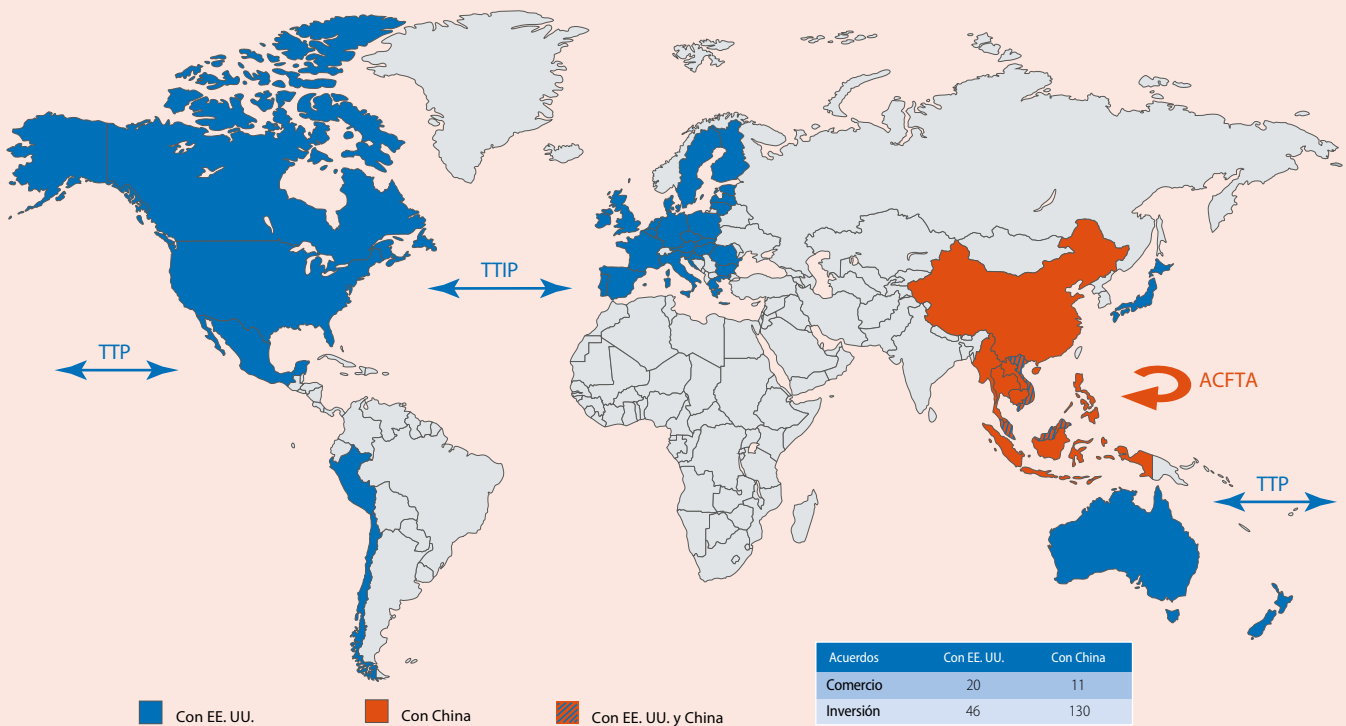
La liberalización de las transacciones económicas entre países ha recorrido un largo trayecto a partir del poderoso impulso que recibió tras la Segunda Guerra Mundial. Pero todavía queda mucho camino por delante, y no precisamente cuesta abajo. El estancamiento de la Ronda multilateral de Doha desde hace más de una década así lo atestigua. Como vía alternativa, en los últimos años han proliferado los acuerdos de libre comercio e inversión de alcance bilateral. Uno de los más destacados involucra a la Unión Europea (UE) y a EE. UU. y es el denominado Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP). Aunque la gestación del TTIP viene de lejos, hubo que esperar hasta 2013 para el inicio efectivo de las negociaciones. El objetivo es claro: crear un área económica integrada libre de aranceles y de barreras regulatorias para las manufacturas y los productos agrícolas, y armonizar la regulación de los flujos de inversiones y del comercio de servicios. Este proyecto ha despertado interés y controversia a partes iguales, habida cuenta de su espectacular magnitud, de la profunda integración que se pretende alcanzar y de las motivaciones geoestratégicas que se le intuyen.

De materializarse, el TTIP sería el mayor acuerdo comercial bilateral de la historia atendiendo al tamaño económico de las dos partes implicadas: aunque apenas suponen el 10% de la población mundial, suman cerca del 50% del PIB global, acumulan un tercio de los flujos comerciales y reciben más del 30% de la inversión extranjera directa internacional. Mucho más allá de la eliminación de los aranceles (que en la actualidad ya se sitúan en cotas muy bajas, por debajo del 2% sobre el valor de los bienes en promedio), el acuerdo pretende establecer un marco normativo sobre productos y procesos que facilite el intercambio comercial, la prestación de servicios y las inversiones entre ambos territorios. No en vano, entre uno y otro abundan las barreras no arancelarias (regulaciones, leyes o políticas), lo que supone un freno a los flujos transatlánticos. A todo ello hay que añadir la intención de fomentar la cooperación en ámbitos tan sensibles como los derechos de la propiedad intelectual (muy arraigados en la sociedad estadounidense), el mercado laboral (un punto que, sin lugar a dudas, puede despertar recelos entre los europeos por la menor protección al trabajador que se estila al otro lado del Atlántico) o el medio ambiente.

Ciertamente, EE. UU. y la UE son dos de las regiones económicas mundiales con mayor grado de similitud en cuanto a estándares y regulaciones sobre productos y procesos. Pero, aun así, la misión del TTIP resulta ardua y polémica, dada la desconfianza que suele suscitar todo intento de modificar el *status quo*. El principal factor que tanto las autoridades europeas como las estadounidenses han esgrimido en favor del TTIP son los beneficios económicos. Existe un amplio consenso de que, a medio plazo y en términos globales (como suma de las distintas partes afectadas), una mayor liberalización comercial impulsa el crecimiento económico gracias al aumento de la producción y la eficiencia (véase el artículo «El impacto económico del TTIP» del presente Dossier para un análisis en detalle de los beneficios). Sin embargo, el corto plazo no está exento de costes, como por ejemplo el aumento del desempleo en los sectores más afectados por una mayor competencia. El desafío del TTIP es sortear estos escollos del corto plazo sin perder el rumbo hacia la integración.

Con todo, más allá de los efectos en términos de PIB o de renta, una preocupación que han manifestado algunos grupos sociopolíticos (especialmente en Europa) radica en la posible pérdida de soberanía institucional que amenazaría la satisfacción de las preferencias propias respecto a los bienes y servicios consumidos. Según este enfoque, algunas barreras no arancelarias son precisamente un reflejo de las preferencias de los ciudadanos de una región. Así, si los ciudadanos de Europa no desean productos modificados genéticamente, por poner un ejemplo controvertido, se argumenta que debe respetarse. De lo contrario, la viabilidad del TTIP será dudosa, pues a la resistencia puntual de los sectores ahora más protegidos a nivel normativo y arancelario habría que añadir una presión ciudadana más general. En este sentido, la estrategia de armonización de regulaciones que siga el TTIP será especialmente relevante. En términos conceptuales, existen dos tipos de estrategias que se podrían adoptar para igualar los estándares: la armonización plena o el reconocimiento mutuo. La armonización plena, como su nombre indica, iguala en grado elevado las reglas que rigen las características de los productos. Esta es la opción que mejor garantiza la libre circulación de bienes y servicios, y la que generaría los máximos beneficios del comercio. No obstante, también puede imponer costes sustanciales en materia de bienestar en los países que se integren comercialmente si las regulaciones nacionales reflejan fielmente sus preferencias locales. Por otra parte, bajo el reconocimiento mutuo, los firmantes reconocen el marco regulatorio del otro país y aceptan la circulación en su territorio de los productos confeccionados a su amparo. En este caso, aunque las preferencias locales no se vean amenazadas directamente por un marco normativo que no las refleje, el problema básico es que, en ciertos casos, no se puede descartar que tenga lugar una presión desregulatoria en el país de destino de los bienes si su regulación es claramente más estricta. Tal como se expone en el artículo del Dossier «Las controversias del TTIP: ¿dificultades irresolubles?», el TTIP se inclina, en la mayoría de casos, por estrategias más cercanas al reconocimiento mutuo que a la armonización plena. Parece una buena elección teniendo en cuenta que la armonización supone una pérdida de soberanía.

EE. UU. y China: principales tratados comerciales en marcha o establecidos



Nota: Para EE. UU. se señalan los tratados en negociación TTIP y TPP. En China se señala el tratado que mantiene con la ASEAN.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OMC y la UNCTAD.

Además de los motivos económicos, el TTIP se sustenta en razones geoestratégicas. En menos de una década, el centro de gravedad comercial se ha trasladado del Atlántico al Pacífico. En esta nueva etapa, China se ha erigido como una pieza clave y ha recuperado su poderío internacional después de haberlo perdido en el siglo XIX con la irrupción de las potencias occidentales. La relevancia de Asia en general, y de China en particular, se manifiesta con claridad en el tablero de los acuerdos comerciales. En su deseo de recuperar el terreno perdido y marcar sus propias reglas, los países asiáticos han establecido numerosos tratados comerciales y de inversión. Entre ellos destaca el acuerdo comercial e inversor entre China y los países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN), que representan conjuntamente un 17% del PIB mundial y casi un 30% de su población. Otros acuerdos importantes son los de China-Pakistán, China-Nueva Zelanda, China-Singapur, ASEAN-India, ASEAN-Corea y ASEAN-Australia, entre muchos otros. Si tomamos los tratados de inversión como referencia, la lista se hace mucho más larga. A nivel global, China ha establecido acuerdos bilaterales de inversión con 130 países, frente a los 46 que mantiene EE. UU. En este contexto de rápido auge del regionalismo asiático, EE. UU. ha visto amenazado su liderazgo económico, por lo que no es de extrañar que en pocos años haya promovido sus propios tratados comerciales con la intención de contrarrestar la predominancia asiática. Antes de promover las negociaciones del TTIP, EE. UU. inició los preparativos para el acuerdo TPP (Trans-Pacific Partnership), que incluye a una gran potencia asiática como Japón y a algunos de los países pertenecientes a la ASEAN, y que, obviamente, excluye a China. Mediante estos tratados, EE. UU. aspira a establecer normativas sectoriales ampliamente aceptadas por sus socios comerciales e inversores, de modo que puedan llegar a convertirse en estándares internacionales. Precisamente, la paralización del proceso de negociaciones comerciales a nivel mundial en la Ronda de Doha se debió, en buena parte, a la negativa en bloque de los países emergentes a aceptar muchos de los estándares de producción sugeridos por los países más avanzados. Pero EE. UU. no parece haberse dado por vencido y está buscando reunir apoyos suficientes a sus normativas por otras vías, ya sea a través de socios culturalmente cercanos, como puede ser la UE, ya sea aprovechando el poder que le otorga su peso en diversas negociaciones en marcha a nivel regional.

En definitiva, el TTIP pretende ser algo más que un mero tratado bilateral de libre comercio. En última instancia, ambiciona erigirse como referente mundial en materia de estándares de comercio e inversión. Sin embargo, ello exige un compromiso sólido por parte de los Estados implicados. Un compromiso que, de ser demasiado exigente, en especial en términos de pérdida de soberanía, podría conducir al fracaso de las negociaciones. El éxito estriba en equilibrar la necesidad de sentar un referente, respetando las preferencias más arraigadas entre los distintos colectivos de individuos.

Clàudia Canals

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

El impacto económico del TTIP

Los acuerdos de libre comercio se han basado tradicionalmente en la reducción de los aranceles de los bienes comerciados como mecanismo principal para incrementar el comercio entre países. En la actualidad, sin embargo, el obstáculo más importante al comercio internacional son las barreras no arancelarias (BNA), entre las que se incluyen la disparidad de estándares de calidad y las discrepancias legales y regulatorias entre países. El acuerdo bilateral en vías de negociación entre la Unión Europea (UE) y EE. UU. hace hincapié en estas barreras y pretende reducirlas con el objetivo de impulsar el comercio y la inversión a través de tres vías: facilitar el acceso al mercado, armonizar la legislación y crear nuevas normas que agilicen y hagan sostenible el comercio global.

Para facilitar el acceso de las empresas europeas al mercado estadounidense, y viceversa, en primer lugar se quiere rebajar las actuales barreras arancelarias para los productos agrícolas e industriales. En segundo lugar, el TTIP busca facilitar la aprobación de licencias para ejercer servicios profesionales, como la consultoría o la auditoría, e igualar las condiciones de acceso al mercado entre empresas de distintos países que proveen servicios en ciertos sectores regulados (como en las telecomunicaciones o en la contratación pública).

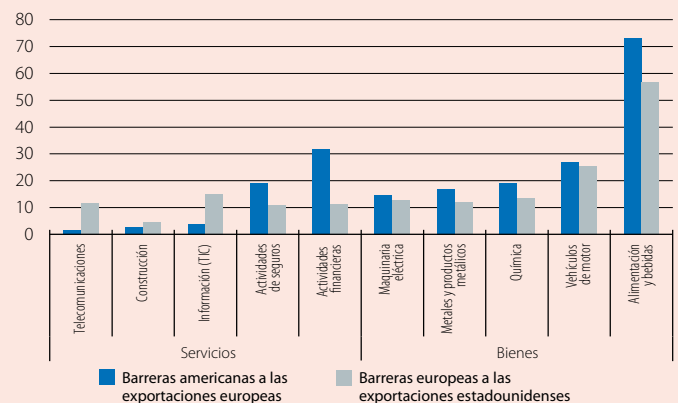
El TTIP también aborda la cooperación necesaria para armonizar la legislación que deben cumplir las empresas para exportar un producto a otro país. Este aspecto es especialmente complejo, puesto que la compatibilidad reglamentaria entre las leyes europeas y las estadounidenses deberá abarcar una infinidad de productos y sectores de distinta índole, que comprenden desde los medicamentos hasta la aeronáutica. El TTIP aspira a reducir los obstáculos técnicos al comercio uniformando los estándares del proceso de producción, los requerimientos técnicos para la exportación y los trámites necesarios para el testeo de un producto, y evitar duplicidades en cada país. En todos los casos, se procurará velar por mantener la seguridad alimentaria y la sanidad animal y vegetal, así como garantizar las preferencias de cada país, otra cuestión particularmente delicada, como pone de manifiesto la distinta permisibilidad de una región y otra a los alimentos genéticamente modificados, por ejemplo. Finalmente, el tratado busca llegar a acuerdos para impulsar el comercio global en varios ámbitos, como la protección de las inversiones o los derechos de propiedad intelectual, y hacerlo sostenible. La protección de las inversiones y la solución de las diferencias entre inversores y Estados es una materia compleja del TTIP, que se aborda en detalle en el artículo «Las controversias del TTIP: ¿dificultades irresolubles?» en este mismo Dossier. El acuerdo busca también lograr compromisos sobre los aspectos laborales y medioambientales del comercio, con la finalidad de establecer pautas que se conviertan en estándares internacionales.

Una vez resumidos los pilares del tratado de libre comercio, conviene revisar los beneficios y costes que supondría para la UE y EE. UU. Como es natural, su impacto variará en función de la profundidad de los acuerdos incluidos en cada una de las tres áreas. Los beneficios a nivel arancelario serán limitados, teniendo en cuenta que los derechos de aduana entre ambas regiones ya son bajos (por debajo del 2% del precio en promedio) y que más de la mitad de su actividad comercial no está sujeta a aranceles. Así, el impacto económico de una reducción de los aranceles solo será significativo en los productos cuyos derechos de aduana son más elevados, como los alimentos procesados o los vehículos mecánicos (con aranceles del 14,6% y el 8,0% en la UE, respectivamente). Por el contrario, la repercusión por la reducción de las BNA será considerable, puesto que actualmente conllevan un sobrecoste importante. El equivalente *ad valorem* de las BNA está estimado en un aumento del coste, en promedio, del 8,5% para los servicios y del 21,5% para los bienes, aunque varía entre sectores (véase el primer gráfico), con un incremento de más del 50% en el sector de la alimentación y las bebidas.¹ Como se ha comentado anteriormente, las BNA abarcan muchos aspectos y son de distinta naturaleza, por lo que, a diferencia de los aranceles, eliminarlas completamente no es sencillo ni realista desde el punto de vista técnico o político. Por lo tanto, el impacto final del tratado dependerá de en qué grado se reduzcan.

Una vez resumidos los pilares del tratado de libre comercio, conviene revisar los beneficios y costes que supondría para la UE y EE. UU. Como es natural, su impacto variará en función de la profundidad de los acuerdos incluidos en cada una de las tres áreas. Los beneficios a nivel arancelario serán limitados, teniendo en cuenta que los derechos de aduana entre ambas regiones ya son bajos (por debajo del 2% del precio en promedio) y que más de la mitad de su actividad comercial no está sujeta a aranceles. Así, el impacto económico de una reducción de los aranceles solo será significativo en los productos cuyos derechos de aduana son más elevados, como los alimentos procesados o los vehículos mecánicos (con aranceles del 14,6% y el 8,0% en la UE, respectivamente). Por el contrario, la repercusión por la reducción de las BNA será considerable, puesto que actualmente conllevan un sobrecoste importante. El equivalente *ad valorem* de las BNA está estimado en un aumento del coste, en promedio, del 8,5% para los servicios y del 21,5% para los bienes, aunque varía entre sectores (véase el primer gráfico), con un incremento de más del 50% en el sector de la alimentación y las bebidas.¹ Como se ha comentado anteriormente, las BNA abarcan muchos aspectos y son de distinta naturaleza, por lo que, a diferencia de los aranceles, eliminarlas completamente no es sencillo ni realista desde el punto de vista técnico o político. Por lo tanto, el impacto final del tratado dependerá de en qué grado se reduzcan.

Costes de exportación a causa de las barreras no arancelarias

(% del coste de producción)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de la estimación de Ecorys (2009).

1. Para más información, véase K. Berden *et al.* (2009), «Non-tariff measures in EU-US trade and investment - an economic analysis». Documento elaborado por Ecorys para la Comisión Europea.

El impacto económico del TTIP en agregado sobre el PIB puede ser significativo. Un estudio del CEPR lo ha analizado, modelizando el comercio mundial hasta 2027 a través de distintos escenarios de disminución de los distintos obstáculos al comercio entre la UE y EE. UU.² A pesar de la incertidumbre que rodea tanto la forma final del acuerdo como sus consecuencias sobre el comercio mundial, en su escenario más ambicioso el acuerdo podría suponer un aumento permanente del 0,48% del PIB para la UE y del 0,39% del PIB para EE. UU. Este impacto moderado equivaldría a un incremento anual de la renta disponible para cada hogar de 545 y 655 euros, respectivamente. La descomposición del impacto en distintos escenarios muestra que la mayor parte del crecimiento del PIB sería producto de la reducción de las barreras no arancelarias, en particular aquellas ligadas al comercio de bienes (véase el segundo gráfico). Sin embargo, es importante resaltar que, mientras que los beneficios netos positivos se distribuyen entre la mayoría de la población, los costes se concentran en ciertos grupos de individuos a los que el tratado afecta negativamente, lo que explica su rechazo y su presión en contra.

Por último, el TTIP no solo transformaría el comercio entre la UE y los EE. UU., sino que también podría repercutir en el comercio a nivel global. Desde el punto de vista de los países firmantes del TTIP, es de esperar que aumente el comercio de la UE y los EE. UU. con terceros países, ya que la armonización regulatoria resultante reduciría los costes de exportación a ambas regiones. Asimismo, si el tratado se convirtiera en un referente internacional e impulsara una mayor armonización regulatoria a escala mundial, también disminuirían los costes a la exportación de las empresas europeas y estadounidenses.

El impacto del TTIP en el resto de países puede ser, en ciertos casos, más ambiguo. Concretamente, las exportaciones de algunos de ellos a la UE o a EE. UU. podrían disminuir a causa de una desviación del comercio, puesto que a estos últimos les resultaría más rentable comerciar entre sí tras la firma del TTIP. De todas formas, se espera que los efectos positivos del aumento del comercio como resultado de una mayor armonización regulatoria sean superiores y que el impacto del tratado acabe siendo favorable en general. En cualquier caso, su alcance sería mucho menor en los países terceros que en los integrantes del acuerdo comercial. Concretamente, el estudio elaborado por el CEPR estima que las consecuencias del TTIP serán positivas y que incrementará el PIB del resto de países entre un 0,07% y un 0,14%. En particular, los países del sudeste asiático se beneficiarían en mayor medida (+0,45%-0,89%) gracias al elevado peso del comercio en sus economías. La Fundación Bertelsmann, por otro lado, estima que el desvío de comercio a los países del tratado podría comportar graves efectos negativos en países como Canadá o México, que en la actualidad tienen un acuerdo de libre comercio con los EE. UU., o en países en vías de desarrollo. De todas formas, es preciso apuntar que el estudio puede estar sobreestimando el impacto negativo, ya que solo tiene en cuenta el efecto del desvío de comercio, y no el provecho de una mayor armonización legislativa entre la UE y los EE. UU. en el resto de países.³

Finalmente, el impacto del TTIP en el ámbito empresarial diferirá según el tipo de empresa y el sector económico. En general, las pymes se podrían beneficiar más del acuerdo, dado que las barreras (sobre todo las no arancelarias) les afectan en mayor proporción al no tener la dimensión adecuada para hacerles frente. Asimismo, algunos sectores resultarían más favorecidos que otros, y un escenario de reducción ambiciosa de las BNA repercutiría en un incremento de la producción en casi todos ellos.

A pesar de que el impacto potencial del acuerdo parece ser positivo, es importante señalar que sus consecuencias finales dependerán tanto de la amplitud como de la profundidad de las medidas que se aprueben. Existen multitud de dificultades para llegar a una entente primero y para llevarla a la práctica después. Los dos artículos siguientes del Dossier («Las controversias del TTIP: ¿dificultades irresolubles?» y «El encaje del sistema financiero en el TTIP: ¿realidad o ficción?») entran en detalle en los principales desafíos.

Josep Mestres Domènech

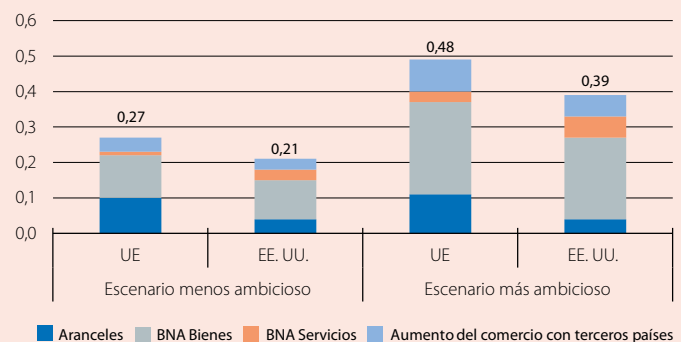
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. Para más detalles sobre el modelo y los distintos escenarios e hipótesis utilizados, véase J. François *et al.* (2013) «Reducing Trans-Atlantic barriers to trade and investment: an economic assessment». Documento elaborado por el CEPR para la Comisión Europea.

3. Fundación Bertelsmann Stiftung (2013), «Who benefits from a transatlantic free trade agreement?» Policy Brief 2013/04.

Descomposición del impacto estimado del TTIP sobre el PIB en la UE y en EE. UU.

(p. p.)



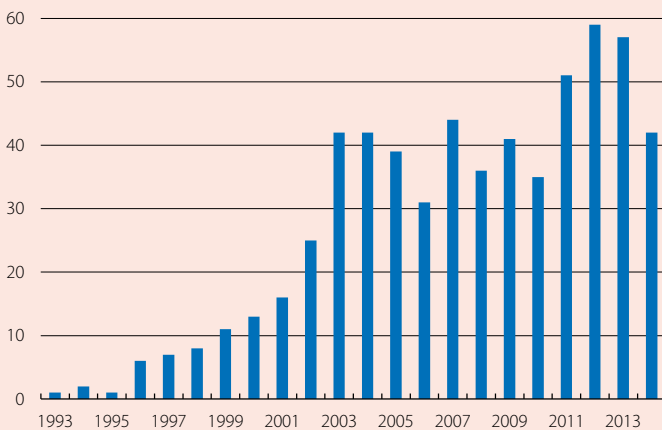
Nota: Las cifras encima de cada barra corresponden al impacto total sobre el PIB. El escenario menos ambicioso considera la eliminación del 98% de los aranceles, del 10% de las barreras no arancelarias en bienes y en servicios, y del 25% de las barreras en la contratación pública. El escenario más ambicioso considera la eliminación del 100% de los aranceles, del 25% de las barreras no arancelarias en bienes y en servicios, y del 50% de las barreras en la contratación pública.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de la estimación del CEPR (2013).

Las controversias del TTIP: ¿dificultades irresolubles?

Marzo de 2014: la Comisión Europea abre un periodo de consultas públicas sobre uno de los muchos elementos que integrarán la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión entre EE. UU. y la Unión Europea (UE), habitualmente conocida como TTIP (por sus siglas en inglés). Se trata de un proceso habitual cuando la Comisión impulsa nuevas normativas de la UE que afectan a amplios colectivos. La respuesta desborda cualquier expectativa: se reciben 150.000 respuestas, el contenido del 97% de las cuales se podría calificar de contrario al texto sobre el que se consulta. ¿Cómo es posible esta amplísima respuesta? ¿Se está discutiendo sobre una cuestión de principios fundamental? ¿O quizás el TTIP en su conjunto se está sometiendo a un referéndum público?

Casos presentados ante los ISDS existentes *

(Número)



Nota: * Casos conocidos.

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

En absoluto. La cuestión sobre la que se opina es el llamado sistema de arbitraje de diferencias inversor-Estado (*Investor-State Dispute Settlement*, ISDS). Se trata de un tribunal de arbitraje establecido *ad hoc* para resolver conflictos entre inversores y Estados, una figura que suele formar parte de los tratados de libre comercio que incluyen la inversión. Pretende ofrecer seguridad jurídica mediante un sistema eficiente de resolución de litigios y su carácter, por tanto, es eminentemente técnico. Con todo, el alto nivel de respuesta apunta a aspectos importantes del debate que envuelve el TTIP. En primer lugar, no es arriesgado afirmar que el escepticismo no se circunscribe solo al ISDS sino al tratado en su conjunto. Una parte de la controversia gira alrededor de la estimación de los efectos propiamente económicos del tratado. Sin embargo, y como se aborda ampliamente en el artículo «El impacto económico del TTIP» del presente Dossier, los beneficios económicos parecen superar claramente a los costes. Seguramente por este motivo, el grueso del debate no es de carácter económico

sino político. Concretamente, la gran preocupación es que las grandes empresas acaben condicionando las legislaciones nacionales. Y, precisamente, el ISDS es uno de los instrumentos que pueden materializar este temor.

Como ya se ha mencionado, el ISDS es un mecanismo habitual en los tratados comerciales, puesto que da seguridad jurídica a los flujos de inversión al facilitar una resolución de los posibles litigios entre las empresas inversoras y el Estado. En este contexto, el principal motivo de alarma es que un inversor utilice el tribunal de arbitraje para denunciar a un Estado por adoptar una nueva legislación que pueda perjudicar sus intereses económicos, y que el interés particular de la empresa prevalezca a pesar de que la legislación en cuestión sea por el bien público. En definitiva, la gran fuente de inquietud es la posibilidad de que empresas extranjeras acaben condicionando las competencias nacionales. Este riesgo se ve potencialmente amplificado por el hecho de que, incluso antes de que la empresa recurra al ISDS, el Estado pueda verse disuadido de adoptar la regulación en la forma deseada con el fin de evitar lo que podría acabar siendo un proceso complejo, costoso e incierto. Asimismo, también han sido criticados otros aspectos de funcionamiento del ISDS, en particular su composición y su transparencia. En cuanto a la primera, cabe recordar que forman el tribunal tres miembros expertos en la cuestión, habitualmente abogados, dos de los cuales eligen las partes en litigio (inversor y Estado) y un tercero que ejerce de juez y que se consensúa entre litigante y Estado. El problema con la composición es que no hay incompatibilidades claras entre casos, de manera que el abogado defensor del litigante en un caso puede actuar como miembro del tribunal en otro. La cuestión de la transparencia se refiere al hecho de que hasta el momento los casos no son públicos. Sin embargo, aun reconociendo que estas prevenciones son legítimas, la realidad de los ISDS reduce su relevancia práctica. Es importante recordar que los ISDS ya existen y son numerosos (ascienden a 3.000 a nivel mundial, de los cuales 1.400 se encuentran en países miembros de la UE). Paradójicamente, a pesar de su número, los casos que llegan ante estos tribunales son escasos (en 2014, por ejemplo, solo se conocieron 42) y suelen ser un recurso más habitual entre las empresas europeas (en ese mismo año, el 64% de los denunciados fueron europeos, frente al 7% de estadounidenses).¹ Asimismo, la eliminación del ISDS en el TTIP que algunos proponen no blindaría a los reguladores de la UE en el grado que cabría esperar, ya que si la empresa de un país decide

1. Un problema que se da en relación con los casos que se arbitran es que no todos se hacen públicos. De ahí que los casos conocidos son una parte del total. No obstante, el reducido número de casos conocidos respecto a los ISDS existentes sugiere que el número total de litigios arbitrados es relativamente bajo.

denunciar a un Estado con el que no tiene un ISDS establecido, la vía que sigue es plantear la demanda a través de un ISDS entre un país tercero y dicho Estado.

Por tanto, cabe reconocer que la solución para minimizar los posibles efectos indeseables del ISDS no es tanto eliminarlo como mejorar su diseño. Un precedente útil en esta cuestión son las provisiones reforzadas sobre los ISDS que se incluyen en el Acuerdo Económico y Comercial Global entre la UE y Canadá (AECG o CETA, por sus siglas en inglés). Dicho tratado, en su preámbulo, reafirma el derecho del Estado a regular (en el caso del TTIP se podría reforzar esta premisa incluyéndola no solo en el preámbulo sino también en el articulado). Asimismo, el CETA ofrece una definición precisa de los supuestos bajo los cuales se puede acudir a los tribunales de arbitraje, incorpora una cláusula de transparencia completa y obligada sobre los casos y crea un código de conducta para los miembros del tribunal que reduce los hipotéticos conflictos de interés. De hecho, si el TTIP afina el diseño de los ISDS podría sentar la base para la creación de los nuevos tribunales que se irán gestando en los próximos años (cabe recordar que en la actualidad la UE mantiene negociaciones sobre 12 tratados de libre comercio con distintos socios comerciales) y podría acabar siendo la referencia para otros países que los establezcan.

A parte del ISDS, otro ámbito en el que se concreta el temor a que las empresas condicionen las regulaciones nacionales es el de los estándares de los productos. Como es conocido, el TTIP plantea armonizar los diversos requisitos y estándares que deben satisfacer a fin de ser comercializados. Frente a esta propuesta, la percepción ciudadana europea ha tendido a situar la controversia en términos de oposición entre unos estándares de productos elevados en la UE frente a unos niveles inferiores en el caso estadounidense, y ha leído el proceso como uno que conducirá inevitablemente a una armonización a la baja. Más allá de que esta diferencia de estándares a ambos lados del Atlántico se dé realmente, lo importante desde un punto de vista conceptual es recordar que los estándares de productos de cada economía son en parte reflejo de las preferencias de sus consumidores y en parte resultado de procesos de influencia de los proveedores locales sobre la legislación.

En términos generales, como se ha visto en el artículo «El TTIP: un megacuerdo económico y geoestratégico a partes iguales» del presente Dossier, existen dos estrategias de armonización para igualar los estándares: la plena armonización y el reconocimiento mutuo de los regímenes regulatorios. De forma directa o indirecta, ambas pueden imponer costes sustanciales en materia de bienestar en los países que se integren comercialmente si las regulaciones nacionales reflejan plenamente sus preferencias locales y estas son muy diversas. Para paliar este riesgo, en el articulado de la propuesta del TTIP se manejan ambas estrategias como posibles, si bien la UE ha enfatizado que, respecto a las regulaciones ya existentes, solo se armonizarán los sectores con estándares muy parecidos, y no así aquellos sectores que se podrían denominar «irreconciliables». En la práctica, por tanto, es probable que gran parte de los temores que suscita la cuestión de los estándares de los productos no pasen de ser riesgos potenciales si el articulado del TTIP se diseña adecuadamente.

De hecho, esta conclusión supera el ámbito de la armonización de las regulaciones de productos y es aplicable al conjunto del TTIP: conseguir que los resultados esperados del Tratado se realicen sin excesivos efectos no deseados dependerá en gran medida del diseño al detalle de su articulado. Los precedentes, como el tratado con Canadá anteriormente mencionado, y las propuestas de articulado del TTIP que se manejan deberían ser tranquilizadores. Con todo, hay que reconocer que gran parte del vértigo que parece provocar el TTIP en la opinión pública deriva del hecho de que nos sitúa en un escenario con pocas referencias. El TTIP es un acuerdo comercial distinto a los ya existentes, puesto que integrará a dos potencias económicas de primer orden e incluirá ámbitos que van mucho más allá de la mera circulación de bienes, como el de las inversiones y el de la propiedad intelectual. Aunque su carácter inédito ayuda a entender las legítimas preocupaciones que el TTIP genera, no se debería dejar pasar la oportunidad de enriquecer el debate con una mayor reflexión sobre cuál es el papel del tratado en la cuestión fundamental de qué UE deseamos para el futuro.

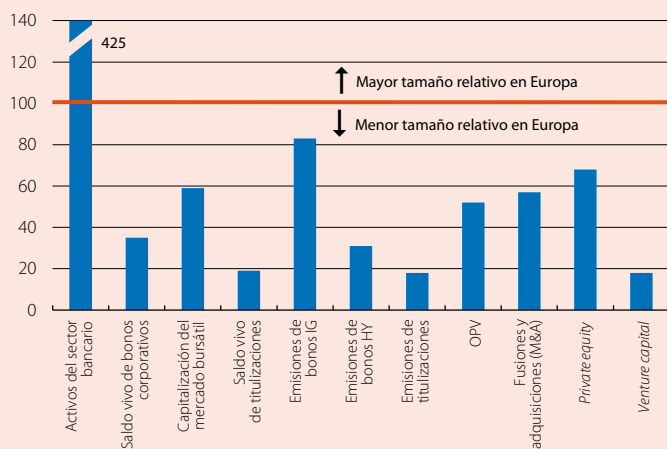
*Àlex Ruiz y Gerard Masllorens
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank*

El encaje del sistema financiero en el TTIP: ¿realidad o ficción?

Las negociaciones que se iniciaron a mediados de 2013 entre EE. UU. y la Unión Europea (UE) para establecer el mayor acuerdo bilateral de libre comercio del mundo (Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión o TTIP, por sus siglas en inglés) tienen el objetivo primordial de eliminar los aranceles y reducir las barreras no arancelarias sobre bienes y servicios. Los servicios financieros, como en otros acuerdos de libre comercio, quedan abarcados en el TTIP, dada su naturaleza global e interconectada y también por su importancia sobre la estabilidad financiera. ¿En qué estadio se encuentran actualmente las negociaciones sobre los servicios financieros, y qué temas se quieren abarcar exactamente? En este artículo se analiza el papel del mercado de capitales y del sector bancario dentro del TTIP y, con más detalle para el sector bancario, las ventajas y dificultades de fomentar una mayor integración y provisión de servicios transfronterizos. También se tratan las propuestas sobre un mayor acceso al mercado, en el cual actualmente coexisten vías de desencuentro que conciernen, especialmente, a la regulación del sector.

El mercado de capitales en EE. UU. y Europa *

(Ratio: % del PIB Europa / % del PIB EE. UU.)



Nota: * En relación con el PIB de 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bank of England, Financial Stability Paper No. 33.

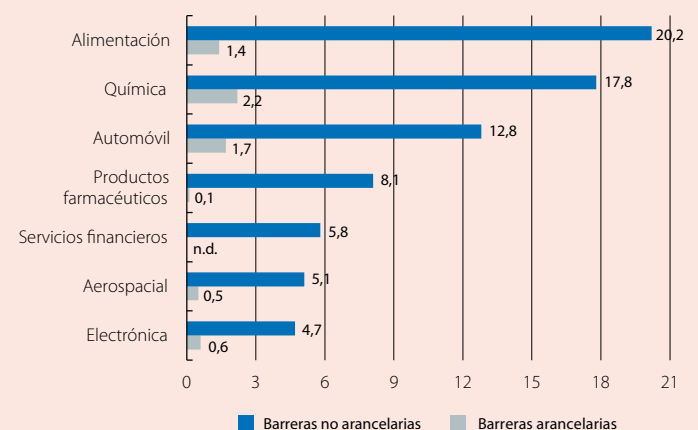
Por el contrario, el TTIP ofrece, *a priori*, un mayor potencial de integración en el sector bancario. Para poner en perspectiva la dimensión del sector en este tratado es preciso, primero, observar que los costes de transacción de proveer servicios financieros transfronterizos son relativamente pequeños en comparación, por ejemplo, con otros sectores como el de la alimentación, el químico o el automovilístico (véase el segundo gráfico). Se estima que los costes por barreras no arancelarias (diferencias en las regulaciones y normas de la industria) en los servicios financieros suponían unos 6.000 millones de dólares en 2011, menos de la mitad de los costes de los otros tres sectores mencionados. A pesar de los menores costes, el sector bancario resulta de gran importancia dentro de las negociaciones del TTIP, pues una mayor colaboración bilateral no solo contribuiría a reducir estas barreras, sino que también podría facilitar la coordinación entre los distintos reguladores y, de esta manera, aportar estabilidad financiera.

Ambos socios consideran que es preciso reducir las barreras y costes de transacción para aumentar la eficiencia en los servicios bancarios, y proveer a los consumidores de mejores servicios y más alternativas de financiación. Además, este acuerdo podría beneficiar también a aquellas entidades de servicios financieros

De entrada, es difícil prever que las negociaciones en el TTIP ayuden a conseguir una mayor integración del mercado de capitales a ambos lados del Atlántico. En la actualidad, existen diferencias importantes entre el mercado de capitales europeo y el de EE. UU., este último significativamente más desarrollado (véase el primer gráfico). Estas diferencias se deben, en parte, a la inexistencia de un marco regulatorio y legislativo común en la UE que fomente su crecimiento. Así pues, queda antes un largo recorrido de mejora en la propia UE. Precisamente, para avanzar en esta dirección a medio y a largo plazo, la Comisión Europea ha empezado a mover ficha para crear una Unión del Mercado de Capitales europea que reduzca las barreras de acceso al mercado y que, entre otros objetivos, mejore la liquidez de los mercados, reduzca los obstáculos al desarrollo de plataformas de financiación colectiva (o *crowdfunding*) y homogeneice el trato fiscal de distintos tipos de financiación entre los Estados miembros.¹

Costes de las exportaciones en la UE y los EE. UU. por industria *

(Miles de millones de dólares)



Nota: * Costes asociados a las exportaciones de EE. UU. y la UE. Datos de 2011.

Fuente: Bloomberg Government (2014), «US-EU trade talks: why financial regulation is proving a hard nut to crack».

1. Véase Verón, N. y Wolff, G. (2015), «Capital Markets Union: a Vision for the Long Term», Policy Contribution 2015/05, Bruegel.

que operan por internet a nivel transfronterizo, como PayPal, que suelen estar menos sujetas a requisitos prudenciales y más afectadas por normas arbitrarias (límites sobre las comisiones a percibir por pagos, etc.). En este sentido, la reducción de las barreras no arancelarias dentro del TTIP podría beneficiar especialmente a las pymes,² sobre todo a las empresas medianas ya internacionalizadas que no tienen la escala y los recursos suficientes para conseguir los mejores precios de financiación relacionados, en particular, con los servicios de *comex* (financiación de las exportaciones e importaciones y otras operaciones de comercio exterior como seguros de cambio, créditos documentarios u opciones sobre divisas), así como a aquellas pymes situadas en el umbral de la internacionalización, para quienes unos menores costes pueden suponer un impulso en esta dirección.

A pesar de las ventajas que podría ofrecer el TTIP tanto para el sector bancario como para sus clientes, existen diferencias significativas en el marco regulatorio de ambos socios que suponen un obstáculo para fomentar un mayor acceso al mercado. En este sentido, y a raíz de la crisis financiera, EE. UU. aprobó una ambiciosa legislación sobre el sector financiero conocida como Dodd-Frank para intentar evitar futuras crisis. Entre otros requerimientos prudenciales, la Dodd-Frank obliga a la banca a superar unas exigentes pruebas de estrés basadas en variables cualitativas y cuantitativas, prohíbe las actividades de *proprietary trading* (operaciones de compraventa de activos financieros por cuenta propia), limita las inversiones en *hedge funds* y *private equity funds* (también conocida como regla Volcker) y exige a las filiales de los bancos extranjeros en EE. UU. (con activos superiores a 50.000 millones de dólares) a cumplir con esta legislación. En la UE, algunas de estas medidas están en proceso de diseño o implementación.

En este contexto, las posiciones de EE. UU. y la UE sobre el papel del sector bancario en el TTIP son bastante claras y no tienden a converger. La posición de la UE va un paso más allá que en anteriores pactos comerciales en materia de regulación financiera, al proponer la creación de un marco de cooperación regulatoria que contribuya a evitar futuras crisis financieras.³ En esencia, este marco consiste en establecer una estructura formal de consulta mutua antes de iniciar nuevas medidas regulatorias, y en asegurar la máxima coherencia en la implementación de los estándares regulatorios y supervisores acordados, que fomenten un *level playing field* (o marco armonizado) internacional.

El temor en la UE es que los requisitos prudenciales aprobados en la legislación Dodd-Frank dificulten, en la práctica, dicho *level playing field* y el acceso a los mercados a nivel transfronterizo. Por ejemplo, el hecho de que las filiales de bancos extranjeros en EE. UU. estén sujetas a la regulación americana obliga a estas entidades a satisfacer unos requerimientos de capital (ratio de capital sobre activos o *leverage ratio*) del 5%, un nivel superior al mínimo del 3% prefijado en los estándares internacionales de Basilea III y adoptado en la normativa europea. Asimismo, bajo la regla Volcker, está permitida la compraventa de títulos de deuda pública de EE. UU. por cuenta propia (sin representar un servicio a terceros), pero queda prohibida en el caso de la deuda pública extranjera. Estas diferencias en el trato regulatorio de la deuda pública generan preocupación en Europa, porque podrían afectar adversamente a los mercados de deuda pública europea, reduciendo su liquidez y aumentando los costes de financiación.

Por su parte, el Gobierno de EE. UU. se opone por el momento a la propuesta de mayor cooperación sobre regulación financiera, ya que desea mantener total discrecionalidad para regular el sector financiero. Su visión es que la propuesta de la UE puede servir para reabrir el debate sobre la idoneidad de las medidas más controvertidas de la Dodd-Frank, como la *leverage ratio*. Precisamente, el argumento de EE. UU. es la posibilidad de que reducir los estándares domésticos en aras de una mayor consistencia internacional entorpezca el proceso hacia un sistema financiero global más seguro.⁴ Además, EE. UU. considera que ya existen suficientes foros y organismos financieros internacionales apropiados para coordinar la regulación financiera, como el G-20, el Financial Stability Board, el Fondo Monetario Internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea o el Financial Markets Regulatory Dialogue, entre otros.

En definitiva, un acuerdo sobre los servicios financieros realmente satisfactorio para ambas partes parece difícil si, previamente, no se excluyen de la negociación los aspectos relacionados con la regulación prudencial. En todo caso, el TTIP puede y debería servir para complementar los esfuerzos ya en marcha en los foros internacionales existentes con el objetivo de fomentar políticas regulatorias más transparentes y, también, para compartir más información sobre iniciativas regulatorias en proceso o en perspectiva.

Gerard Arqué Castells y Carlos Martínez Sarnago

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

2. Véase la encuesta de la Comisión Europea a las pymes (2015), «Small and Medium Sized Enterprises and the Transatlantic Trade and Investment Partnership».

3. Véase el documento de la Comisión Europea (2014), «TTIP - Cooperation on financial services regulation».

4. Véase Johnson, S. y Schott, J. «Financial Services in the Transatlantic Trade and Investment Partnership», Policy Brief number PB13-26, Peterson Institute for International Economics.



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: www.lacaixaresearch.com
 Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
 Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
 Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
 Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
 Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
 Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
 Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

Consejo Asesor

Pol Antras

Harvard University

Philippe Bachetta

Université de Lausanne

Ramon Caminal

Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)

Manuel Castells

Universitat Oberta de Catalunya
y University of Southern California

María Paz Espinosa

Universidad del País Vasco

Josefina Gómez Mendoza

Universidad Autónoma de Madrid

Marta Reynal-Querol

Universitat Pompeu Fabra

Joan Enric Ricart

IESE Business School

Xavier Sala-Martín

Columbia University

Jaume Ventura

CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2014

Actividad financiera

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

Actividad comercial y medios

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

Obra Social: presupuesto por actividades para 2015

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

Publicaciones

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



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 2015

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

Diseño y producción: www.cege.es

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

